



Facultad de Ciencias Económicas

TESINA

“Fusiones y Adquisiciones en Argentina”

Caso: Despegar

Ciudad de Buenos Aires, Argentina 2020

Alumna:	BOZZI, Pilar
ID:	14-6933
Carrera:	Licenciatura en Administración (303)
E-mail:	pilarbozzi@gmail.com
Turno:	Mañana
Tutor:	Prof. Carlos J. Cuniolo (Legajo 30.060)

INDICE

ABSTRACT:	3
INTRODUCCION:	3
PREGUNTA de INVESTIGACION:	4
OBJETIVOS:	4
OBJETIVO GENERAL:	4
OBJETIVOS ESPECIFICOS:	4
MARCO TEORICO:	4
METODOLOGIA:	8
Capítulo 1: Contexto Histórico de M & A.....	8
Capítulo 2: Otras formas de Reestructuración Empresarial.....	22
Capítulo 3: Exito y Fracaso:.....	29
Capítulo 4: Técnicas de Valuación de Empresas:	36
Capítulo 5: Caso DESPEGAR	46
CONCLUSION:	53
BIBLIOGRAFIA:	54
ANEXOS:	57

ABSTRACT:

Se analizaron las Fusiones y Adquisiciones, dos procesos de cambios en las Empresas que tienen como finalidad la maximización de utilidades.

Se describieron las actividades de transición realizadas en estos procesos, el punto de vista histórico, los pilares del éxito y los motivos por los que fracasan.

Se ejemplificó a través del Caso de la Empresa Despegar (antes llamada Despegar.com). Se analizaron sus resultados a través del tiempo y se calificaron según una mejora o no en su Valoración.

INTRODUCCION:

Abordaré las Fusiones y Adquisiciones de Empresas ó Capitales Externos, conocidas en inglés también como M & A (Mergers and Acquisitions). Estos procesos han crecido sustancialmente tanto en el mundo como en la Argentina desde los años 90. Aunque ambas son estrategias de desarrollo externo, se diferencian en el tipo de convenio que tienen al acordar con las partes involucradas. Esto no es nada nuevo en el mundo de los negocios, y se realizan por diversos motivos. El principal propósito es lograr un aumento de las ventajas competitivas. Las Fusiones y Adquisiciones han jugado un papel importante en el crecimiento de las organizaciones.

Mientras que la Fusión, es el fenómeno en el cual se integran dos o más Empresas y desaparece al menos una de las originales; la Adquisición en cambio es más similar a una operación de Compra-Venta, en la que todas las Empresas involucradas conservan su personalidad jurídica.

Para analizar este suceso, es necesario el conocimiento de sus causas. Ambas decisiones son de tipo económico, basándose en una inversión que permita la creación de valor para la Empresa. Pueden buscar la reducción de costes, buscar incentivos fiscales ó cambiar los equipos directivos.

Pero también, pueden estar motivadas por el poder de mercado, por la búsqueda de entrada a otro país con altas barreras, o por una integración horizontal que les aporte ventajas competitivas.

La elección de esta investigación se realiza por el interés en conocer acerca de las sociedades con mayor poder tanto en la Argentina como globalmente, también por el estudio del efecto que tienen estas estrategias en los beneficios de los involucrados.

La metodología de investigación aplicada es exploratoria o cualitativa y plantea un análisis de caso de la Empresa Despegar.com, Empresa de viajes y tecnologías más grande de América y con sede en Argentina, quien ha realizado Adquisiciones a lo largo de sus 21 años desde su creación (año 1999). Se obtendrán datos de libros, bibliografía digital, revista y diarios entre otros.

PREGUNTA de INVESTIGACION:

Ante las diferentes crisis y recesiones que ha tenido la Argentina, a lo largo de las últimas dos décadas, muchas Empresas desaparecieron al ser absorbidas ó fusionadas. Estas decisiones, probablemente, hayan sido tomadas en términos de búsqueda de supervivencia, ó transformarse en Sociedades exitosas.

Dada la inestabilidad del país, me propondré realizar un análisis del cambio en la composición de la Empresa Despegar, me surge el siguiente interrogante:

¿La Adquisición de Empresas vinculadas al Negocio produjo mejoras en su Valuación?

OBJETIVOS:

OBJETIVO GENERAL:

Analizar las Fusiones y Adquisiciones en la Argentina

OBJETIVOS ESPECIFICOS:

- Detallar la evolución histórica en nuestro país en las Crisis
- Relevar ventajas y desventajas a partir de las Escuelas de pensamiento
- Mostrar las técnicas utilizadas en la Valuación preliminar
- Análisis del caso Despegar y su impacto en la organización.

MARCO TEORICO:

Según Juan Mascareñas (2005), de manera general, una Fusión consiste en un acuerdo de dos o más sociedades, jurídicamente independientes, en el que se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad. A partir de ese momento sólo existirá una nueva Empresa con una nueva

personalidad jurídica; o con la de una de las Empresas integrantes, si ésta actúa como absorbente de los patrimonios de las demás. A esta última modalidad de Fusión se le denomina absorción.

También, una Empresa puede tener el control sobre otra comprando la mayoría de las acciones de la misma. A esto se le denomina Adquisición. Es muy corriente, que una Empresa comience adquiriendo la mayoría de las acciones de otra y, posteriormente, decida absorberla.

Por el contrario, existe una operación opuesta a la Fusión-Adquisición, se denomina escisión o segregación por la que una compañía desaparece para transformarse en varias o, simplemente, se deshace de una parte de sus activos.

Las Fusiones y Adquisiciones, se realizan buscando la máxima creación de valor posible. Una Empresa al crear valor no solo beneficia a sus accionistas, sino también al valor de todos los derechos de las otras partes involucradas. Toda decisión debe buscar aumentar el valor económico de la Empresa siempre y cuando respete la legislación vigente y las normas éticas.

La Fusión es considerada la figura más plena de concentración Empresarial. Las Empresas que eran independientes jurídicas y económicamente, pasan a integrarse en una unidad económica mayor, regidas por la misma administración y organización.

La Ley 19.550 de Sociedades Comerciales al hablar de los efectos detalla que “la nueva Sociedad o la Sociedad incorporante (sociedad absorbente), adquiere la titularidad de los derechos y obligaciones de las sociedades disueltas, produciéndose la transferencia total de sus respectivos patrimonios al inscribirse en el Registro Público de Comercio el acuerdo definitivo de la Fusión y el contrato o estatuto de la nueva sociedad, o el aumento de capital que hubiere tenido que efectuar la Sociedad incorporante”

Como ya he dicho en la definición, puede adoptar las variantes de Fusión por absorción o de Fusión por constitución de una nueva sociedad.

Según Santandreu (1990), son muchos los criterios que se pueden emplear para clasificarlas, pero algunas de las más aceptadas en torno a su actividad son:

- Fusiones de integración vertical: Son aquellas realizadas entre Empresas que actúan en procesos distintos de la misma actividad productiva. De esta manera, Empresas que son proveedores y clientes unas de otras pasan a formar un solo grupo que abarca la totalidad o casi todo el proceso productivo. Pretenden reducir los riesgos del entorno y ejercer un mayor control sobre las actividades. Son satisfactorias si se pueden asegurar los recursos de un

proveedor o de un canal de distribución. La desventaja es que aumentan la inversión y reducen la flexibilidad del proveedor.

- **Fusiones de Integración horizontal:** Se produce entre Empresas que actúan en el mismo sector o en actividades económicas similares y deciden unirse persiguiendo la ampliación de cuota de mercado. Busca la reducción de competencias, la expansión geográfica y la reducción de costos a través de economías de escala, de forma que la Empresa fusionada sea más competitiva y rentable. Por lo general, son bastante seguras.
- **En Conglomerado o de Diversificación:** Engloban compañías que se hallan en líneas de negocios no relacionadas entre sí. Al igual que las de integración vertical, una Fusión por diversificación suele ser riesgosa. Sin embargo, puede reducir riesgos relacionados al ciclo del negocio. Por ejemplo, una Empresa de servicios de arquitectura se fusiona con otra de contabilidad.
- **Fusiones concéntricas:** Se produce entre organizaciones que no pertenecen al mismo sector de actividad pero si al mismo canal de distribución o mercado convergente. Se establecen redes de distribución y ventas comunes a diversas actividades, por lo cual se obtendrá una ventaja en el costo.

Centrándome en el objetivo de una integración horizontal, la sinergia operativa, explicaré las dos formas por las cuales la organización puede llegar a ella.

1. A través del aumento de ingresos, con la creación de un nuevo producto o servicio, compartiendo propuestas de marketing o beneficiándose de la buena reputación de alguna de las dos o más Empresas.
2. En segundo lugar, a través de la reducción de costos, gracias a la reducción del coste de fabricación medio por unidad al aumentar el volumen de producción total.

Otra tipología de clasificación es la siguiente:

- **Fusión por absorción:** Donde una sociedad absorbe a la otra, extinguiéndose completamente esta última.
- **Fusión por aportación total a una nueva sociedad:** Dos Empresas aportan capital para la creación de una nueva sociedad, y la personalidad jurídica de ambas desaparece.

- Escisión parcial: Las Empresas pueden realizar una aportación parcial de activo a una sociedad nueva o ya existente, y pudiendo subsistir o extinguirse según la cantidad aportada.
- Escisión total: Dos sociedades dejan de tener personalidad jurídica y aportan todo su patrimonio a fin de crear dos nuevas Empresas.

Además de lo mencionado previamente sobre la creación de valor, los objetivos más comunes en las M & A son el crecimiento, la diversificación, el acceso a las tecnologías y la introducción a nuevos mercados.

Para ser efectivas, las Fusiones y Adquisiciones se deberían basar en una estrategia corporativa antes que surgir como resultado de una reacción impulsiva hacia una oportunidad. No deberían quedar sujetas a la aparición de oportunidades de mercado, sino que deben ser correlativas a las políticas definidas por la organización.

Luego de desarrollar su plan estratégico basado en la evaluación de los factores internos y externos de la compañía, las fortalezas, debilidades y demás aspectos; la Empresa debe elegir los criterios de selección a tener en cuenta para la búsqueda de candidatos. A medida que se van aplicando estos criterios, la lista de candidatos pre seleccionados se irá reduciendo hasta llegar a un número manejable.

Determinados los factores competitivos de la industria, se analiza la posición competitiva de los candidatos y el segmento en el cual operan. En su evaluación, lo fundamental es entender su estrategia de negocios.

También es importante tener en cuenta los cambios a futuro en la cultura organizacional. Un potencial choque de culturas entre las Empresas puede hacer caer la operación.

Más adelante mencionaré el tema de la valoración de la Empresa objetivo, que depende de los flujos de liquidez que sea capaz de generar a futuro. A partir de estos flujos de caja es que las Empresas se orientan a querer adquirir completamente, mientras que otras se interesan, en solo una parte de los activos.

Cabe mencionar que, al suceder una Fusión o Adquisición, simultáneamente una compañía puede pasar por una escisión o segregación. Una escisión tiene el mismo objetivo que M & A, la creación de valor.

Como conclusión y de acuerdo a todas las ideas de los autores expuestos anteriormente, se puede decir que, para tomar la decisión de realizar una Fusión o Adquisición, es necesario que haya grandes expectativas en aumentar el valor de las Empresas implicadas, con un análisis previo de los proyectos de inversión.

METODOLOGIA:

Se realizó, basándome en bibliografía sobre el tema; siendo la misma del tipo exploratoria o cualitativa, por lo tanto, busca conocer, con mayor profundidad, los motivos por los cuales las Empresas deciden realizar o no la Adquisición y/o Fusión de otra, y efectuar un análisis de los mismos a nivel descriptivo. Además, analizo el caso de la Empresa Despegar, para proporcionar un ejemplo local en el que una organización busca mejorar su rendimiento, utilizando estos procesos a lo largo de su vida societaria. Se recopiló información de páginas web de noticias y/o diarios, los cuales proporcionaron una explicación de cómo y cuándo se llevaron a cabo los procesos.

Capítulo 1: Contexto Histórico de M & A

Actualmente, las Fusiones y Adquisiciones de Empresas, son parte del panorama Empresarial global. Se las conoce con un solo término (M & A), y aunque en el pasado muchas veces se han usado indistintamente, son ampliamente diferentes entre sí.

La presencia de las M & A, se ha comenzado a sentir en el siglo XIX en Estados Unidos, acompañado del aumento de competitividad global. Sin embargo, se encontraron rastros de Fusiones anteriormente, como en 1708, cuando la Compañía de las Indias Orientales, se fusionó con un viejo competidor, para restaurar su monopolio en el mercado indio.

En un artículo web, Anastasia Belyh (2019) sugiere que la evolución de las Fusiones y Adquisiciones se divide en cinco etapas u “oleadas”. La duración de cada etapa no es exacta, pero la finalización de cada una generalmente coincide con el suceso de una guerra o el inicio de una crisis. Las primeras dos olas fueron significantes para el mercado estadounidense, mientras que las restantes afectaron al resto del mundo. Los años que abarcan cada ola pueden variar según diferentes autores.

Cordeiro (2014) afirma: “Las oleadas demostraron enormes cambios en la estructura global del capitalismo, causando una transición desde una atmosfera de negocios compuesta por aglomeraciones de pequeñas y medianas Empresas, hacia un escenario actual en el que encontramos

un mercado dominado por corporaciones multinacionales.” Generalmente estas olas son provocadas por un *shock*, derivado de la combinación de cambios económicos, tecnológicos o regulatorios.

La Primera Ola abarcó desde 1883 hasta 1904, en la cual los mayores afectados fueron los pequeños emprendimientos, y se focalizaron en industrias primarias como la de metales, alimentos, petróleos y químicos. Las Fusiones fueron mayoritariamente de tipo horizontal, lo que llevó al comienzo de los grandes monopolios en este período. El claro ejemplo fue el de U.S. Steel y Carnegie Steel, los cuales al fusionarse formaron un consolidado de más de \$1.000 millones de dólares, lo que representaba más del 75% de la industria de acero total. Para restringir la generación de monopolios, entró en vigencia la ley Sherman Antitrust Act en el año 1890. Desafortunadamente su alcance fue limitado, debido a una falta de recursos y capacidad, por lo que no había limitación alguna.

Esta primera oleada culminó, debido a un colapso bancario, donde el Mercado de Capitales generó pánico en el Sector Financiero, por qué al cerrar muchos bancos, se ha visto reflejada la ausencia de financiamiento para la continuación de las Fusiones y Adquisiciones. Otra causa nombrada por los historiadores de esta finalización, fue el comienzo de las amenazas sobre la Primera Guerra Mundial.

La Segunda Ola que abarcó desde 1910 a 1929, se caracterizó por ser la creadora de oligopolios. “(...) Los oligopolios reemplazaban a los monopolios. Las Empresas que no pudieron obtener una parte de la acción durante la Primera Ola se vieron obligadas a fusionarse con otras Empresas o adquirir otras Empresas para seguir siendo competitivas con los jugadores más grandes creados durante la primera ola.” (Belyh, 2019).

El foco principal de las Fusiones fue en los sectores de alimentos, papel, impresiones e industria del hierro. La economía de Estados Unidos se consolidó debido a la posguerra de la Primera Guerra Mundial, la cual dispuso mayores inversiones de capital y por lo tanto favorables condiciones económicas para el país. La mayoría de las Empresas que realizaban estas transacciones, contenían una gran parte de su estructura de capitales correspondido a deudas.

El fin fue causado por el crack de la bolsa, lo que condujo a la Gran Depresión de 1929, que se extendió a todo el mundo. Los negocios se redujeron al mínimo intentando subsistir en un mercado con demanda decreciente. Tanto en esta época como en la Primera Ola, los bancos fueron los más influyentes en los líderes del mercado, tenían el control vetando aquellas Fusiones que eran contrarias a los intereses de ellos mismos.

La Tercera Ola, de 1955 a 1975, fue conocida como la era de conglomerados. Los conglomerados que fueron formados en este periodo eran diversificados en cuanto a su línea de productos, poseían

sus negocios en varias industrias y no en una sola. Este nuevo tipo de Fusión era menos vulnerable a los impactos negativos en los ingresos de un tipo de industria, ya que podían ser compensados con los ingresos positivos de otras. El auge de los conglomerados se dio debido al esfuerzo del gobierno de evitar la formación de monopolios como sucedió anteriormente, por lo tanto, en vez de fusionarse horizontalmente, resultó en una Fusión de Empresas de tipo vertical. Un gran ejemplo de conglomerado fue General Electric, que participaba tanto en el sector de salud como en el de transporte y energía.

Lo que permitió una gran expansión de M & A fue que, dadas las características del mercado, las Empresas comenzaron a utilizar el índice P/E, el cual muestra la relación entre el precio de la acción y los beneficios futuros de la misma. Por lo que mientras más alto era el índice, mayor era la ganancia esperada. Las organizaciones con mayor índice adquirían aquellas de menor índice, lo que motivó el crecimiento de las Fusiones.

Otro incentivo que promovió estas transacciones fue, que al no estar obligadas a realizar una actualización contable, las Empresas fusionadas podían mantener subvaluados sus activos originales al momento de la Fusión, generando ganancias cuando desearan vender dichos activos subvaluados.

Esta etapa de M & A fue disminuyendo gradualmente hasta fines de los años 70, las compañías volvieron a sus índices P/E originales, culminando completamente en 1981 cuando hubo una recesión económica por la importante crisis del petróleo.

La Cuarta Ola comprendió de 1984 a 1989. Las Fusiones de este periodo fueron de tipo hostil. Una característica importante fue el tamaño de las operaciones, a diferencia de la etapa anterior donde se adquirían medianas o pequeñas Empresas, en este momento se realizaron megaFusiones.

Otra característica fue la intervención de los “*raiders*”, inversores, quienes compraban acciones de una Empresa en el mercado, y luego obligaban a las mismas a comprar sus propias acciones a un mayor valor, amenazando con manejar el control de la compañía, en el caso de continuar comprando más acciones. Al entrar en este juego, las acciones generalmente ya se encontraban en manos de un negociante. Estos arbitrajes fueron muy comunes en los procesos, lo que se vio reflejado en el número de Adquisiciones hostiles del periodo.

Para realizarlas comenzó a utilizarse un instrumento financiero llamado “*junk bond*”, que se trataban de bonos con una baja calificación crediticia, el cual permitía financiar a muchas de las Adquisiciones.

La gran cantidad de Adquisiciones que se lograron mediante endeudamiento generaron el efecto “*Leveraged Buyout*”, un término que en inglés significa compra apalancada. En el LBO, una Empresa pública se convierte en privada utilizando financiación bancaria y *junk bonds*. Y su beneficio final resulta mayor ya que el valor de los activos de la Empresa adquirida supera el costo del endeudamiento. Esto permitió la Adquisición de grandes Empresas de parte de alguna más pequeña.

La globalización cesante incentivó a Empresas que no pertenecían a Estados Unidos a adquirir compañías en ese país debido a su estabilidad económica. Belyh (2019) dice que el inevitable final de esta Ola llegó en 1989, a causa de los préstamos demasiado grandes y frecuentes de parte de las entidades bancarias, las cuales no lograron sostener su estructura de capital. Esto sumado a otra caída de la Bolsa condujo a la finalización de la etapa.

La Quinta Ola abarcó desde el año 1993 hasta el año 2000. La economía a nivel mundial estaba recuperada, y el proceso de globalización continuaba con su desarrollo. El número de Fusiones dio un gran salto, y las Adquisiciones fueron menos hostiles y más estratégicas. Dejaron de basarse en servicios de deuda para las transacciones. Al contrario, se utilizaron mayormente activos genuinos, por lo que el LBO disminuyó.

Las organizaciones querían ser partícipes de la globalización de la economía. Inversores extranjeros decidieron insertarse en el mercado estadounidense y viceversa. Estas Fusiones transfronterizas permitieron que extranjeros obtuvieran una participación mayoritaria en la Empresa adquirida, en estos casos, las reglas o leyes del país de origen (donde se encuentra la Empresa adquiriente) prevalecen por sobre las del país anfitrión (el perteneciente a la Empresa fusionada o adquirida). Según Belyh (2019), esta fue la oportunidad para que las Empresas pudieran ingresar a Mercados internacionales y lograr un dominio a escala global.

Esta etapa incluyó las Fusiones y Adquisiciones más grandes en la historia. Una de las más importantes realizadas fue en el sector de gas y petróleo, donde Exxon y Mobil formaron ExxonMobil. Además, se realizaron la Fusión de Daimler y Chrysler, y la Adquisición de Volvo por Ford.

El fin de la Ola fue nuevamente una recesión económica. El comienzo del nuevo milenio junto con la explosión de Internet, causó la quiebra del Mercado de Valores global.

Finalmente, Belyh sugiere que la Sexta Ola de 2003 a 2008 fue caracterizada por la Globalización, el Capital Privado y el activismo accionista. Los accionistas comenzaron a demostrar su poder en los actos y comportamientos de las compañías. Este pro activismo adoptado por los accionistas, los

condujo a la toma de decisiones en conjunto con la dirección de la Empresa. Esto resultó en la afluencia del capital privado.

Durante esta época se produjeron muchas operaciones con presencia de apalancamiento financiero (LBO). De todas formas, las tasas de interés se mantuvieron bajas y las organizaciones con capital privado se mostraron activas para aligerar la carga.

Cada vez más y más compañías buscaban expandirse en el mercado multinacional. Los beneficios de las Fusiones comparados con la anterior etapa fueron enormes, gracias al apoyo del gobierno y al constante crecimiento del capital privado.

Sin embargo, hacia fines del 2007 la crisis de las hipotecas en Estados Unidos, debida al apalancamiento nombrado anteriormente, coincidió con la recesión de la economía del país, lo que marcó el final de este período.

Hoy en día se discute la presencia de una Séptima Ola, la cual comenzaría en el año 2011, en el momento en que se comenzó a recuperar el número de operaciones realizadas. El BRIC, compuesto por cinco de las economías más emergentes del mundo (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) está avanzando abruptamente en cuanto a cantidad de M & A. Estos países, en desarrollo o recientemente industrializados, son de los cinco más poblados en el mundo. Su énfasis se encuentra en actividades comerciales y corporativas.

En su artículo web, para concluir, Belyh remarca con seguridad que a futuro siempre se seguirán observando patrones de comportamiento similares a los de las Olas ya transcurridas: prevalecerán las Adquisiciones hostiles, aquellas realizadas mediante apalancamiento financiero y Fusiones concéntricas.

Específicamente en Argentina, el proceso de privatizaciones tuvo un alto impacto en la alteración del mapa de Empresas. En 1989 asumió Carlos Menem a la presidencia, e implementó una serie de medidas que giraron en torno a la contención de la inflación, la reforma del Estado, la privatización de activos públicos, la liberalización de una parte de la producción de bienes y la renegociación de pasivos externos.

El programa integral de privatizaciones de la mayor parte de las Empresas estatales estaba regulado en la Ley 23.696/89 de "Reforma del Estado". Entre las más reconocidas se encuentran la de Aerolíneas Argentinas (1990), ENTEL (1990), y la transferencia de YPF mediante la colocación de

acciones en la Bolsa de Valores (1993). No existió en ningún otro país una experiencia semejante en cuanto a su intensidad, ya que en nuestro país se privatizaron casi la totalidad de Empresas estatales.

En estos procesos convergieron sectores Empresarios locales y transnacionales, debido a los nuevos inversores extranjeros. Por lo tanto, los consorcios adquirientes de las Empresas estatales se conformaban de inversores extranjeros, de grupos económicos locales y de bancos extranjeros, formando así una estructura tripartita. Los bancos extranjeros tuvieron una significativa presencia en consorcios privatizados, especialmente en ENTEL y Aerolíneas Argentinas, en las cuales las ventas incluían un programa de capitalización de la deuda externa. Esto explica factores determinantes en el posterior proceso de Fusiones y Adquisiciones que se realizó en el país.

En la cúpula Empresarial, si bien una parte reflejaba todavía la estructura de los años ochenta, con un predominio de Empresas estatales, ya comenzaban a asomarse los cambios que se realizarían en la década de los noventa. Y así fue, dado que en el periodo entre 1992 y 1998 ingresaron 9.500 millones de dólares con el objetivo de Adquisición de Empresas estatales.

Las Fusiones y Adquisiciones aumentaron rápidamente, alcanzando su nivel máximo en 1997, esta tendencia trajo consigo el papel de los fondos de inversión directa, que participaron del proceso en cuestión. La mayoría de estas fueron realizadas por Empresas extranjeras.

La inversión extranjera directa se orientó hacia ciertos sectores de la economía, tales como la industria automotriz, el sector petroquímico y la industria de alimentos y bebidas. La IED, mide el flujo de capitales externos destinados a financiar inversiones en la economía argentina. Una de las más importantes fue la Adquisición de YPF por parte de la española Repsol, la cual tuvo que desembolsar 10 mil millones de dólares al conjunto de inversores que poseían acciones de esa compañía, que es la mayor Empresa petrolera de Argentina.

Aparte de la ya nombrada política de reforma estructural que posibilitó la privatización, otros factores que incentivaron a Empresas extranjeras a invertir en la Argentina fueron, la apertura de la economía, el afianzamiento del proceso de integración regional con el Mercosur, la reactivación de la demanda interna, la falta de legislación hacia las inversiones extranjeras, y el alto costo de capital argentino que marginó a Empresas locales.

De las 900 operaciones de Fusión y Adquisición que se realizaron entre 1992 y 1998, el 87,6% correspondió a aquellas realizadas por Empresas extranjeras, mientras que el 12,4% restante fue de Empresas locales.

Lo predominante fue, la Adquisición de Empresas locales por inversores extranjeros, sin embargo también se registraron operaciones entre varios inversores extranjeros.

Además del papel predominante del sector petrolero, aparecen los sectores de Comunicaciones y Bancos con importantes operaciones. Por ejemplo, Crédito Argentino y el Banco Francés fueron adquiridos por el Banco Bilbao Vizcaya, quien los fusionó siendo ahora BBV-Banco Francés. Los tres sectores juntos desembolsaron alrededor del 60% del monto total de F & A.

En las Adquisiciones de alimentos y bebidas, se destacaron la de Nabisco hacia Terrabusi, la de Danone hacia Bagley, y la Adquisición de Havanna y Fargo por el fondo de inversión Exxel Group.

En cuanto al comercio, las Adquisiciones involucraron a hipermercados y centros comerciales. En el sector químico se destacan las de productos de limpieza y tocador, pinturas, agroquímicos y farmacéuticos.

La reestructuración del Capital en Empresas privadas, explican una gran parte de las F & A, ya sean operaciones de disolución de asociaciones entre grupos locales y Empresas extranjeras para participar en una privatización, o integraciones productivas para consolidación de posiciones.

A partir del 2000 se observó una desaceleración en la cantidad de procesos de F & A en el país debido a la falta de confianza de inversores extranjeros por las malas condiciones de mercado locales.

Luego de superar la crisis del 2001, y hasta la actualidad, lentamente volvieron a ocurrir las transacciones entre Empresas, sufriendo altibajos en diversas etapas. En nuestro país, el pico de estas operaciones se produjo en 2011 con 178 transacciones. Luego comenzó un ciclo descendiente hasta alcanzar las 131 operaciones en 2017, seguido de dos años de recesión hasta llegar al problema por el Coronavirus presente.

En cuanto a la actualidad nacional, el artículo titulado “Fusiones y Adquisiciones: con menos operaciones hay inversores dispuestos a asumir riesgos” (El Cronista, 2020) sugiere que:

“Argentina inició el año con mínimos niveles de actividad producto de un ambiente con alta incertidumbre. En este contexto, la pandemia y la crisis económica causaron un freno y retraso en las transacciones que estaban en curso. La pandemia golpeó Argentina en un contexto de crisis económica y en medio de un proceso de renegociación de la deuda (...) se observa un fuerte impacto en las expectativas de negocio y, por lo tanto, en la valuación de los activos”

En el año 2020, se observó una caída en las Fusiones y Adquisiciones en Argentina en el primer semestre, por el impacto de la pandemia en la economía, en un momento de alta incertidumbre. En los meses transcurridos solo se registraron 63 operaciones, la cifra más baja desde hace veinte años. Comparado con el año anterior disminuyeron la cantidad de transacciones en un 25%, y en un 85% en sus valores de transacción. Según el artículo del periódico El Cronista (2020), los sectores en donde se observaron estas transacciones fueron: Energía y Recursos naturales; Tecnología, medios y telecomunicaciones; Consumo; Agro negocios; y Ciencia y Salud.

La consultora KPMG Argentina, sin embargo, destaca una leve recuperación en el último trimestre del año 2020 en operaciones de Fusiones y Adquisiciones, impulsado sobre todo por las transacciones en el sector tecnología.

Estos resultados ocurren en un contexto, donde toda Latino América, presenta una baja del 80% por el valor de las transacciones en relación al 2019. Argentina, México y Colombia lideran la caída. A nivel global, el impacto de la pandemia llevó a una baja del 50% en el valor de las transacciones hasta el primer semestre, sin embargo, en el segundo semestre el mercado tuvo las cifras más altas en cuanto a cantidades de Fusiones y Adquisiciones en la historia.

El Mercado espera que, con la clarificación del escenario futuro, puedan avanzar aquellas operaciones que hayan sido puestas en *hold on*, esperando a la disminución de la incertidumbre en la valuación de activos que se estuvieran negociando. Además, se espera que el aumento en el nivel de actividad de M & A sea consecuente de aquellos grupos locales capaces de atravesar dificultades financieras.

A la hora de definir el proceso de reorganización societaria a realizar, es imprescindible el cumplimiento varios requisitos teniendo en cuenta la legislación vigente.

Inicialmente abordaré los aspectos legales. Según la mencionada Ley 19.550 de Sociedades Comerciales, promulgada en 1972, el artículo 1 menciona que “Habrà sociedad si una o más personas en forma organizada conforme a uno de los tipos previstos en esta ley, se obligan a realizar aportes para aplicarlos a la producción o intercambio de bienes o servicios, participando de los beneficios y soportando las pérdidas.” La ley destaca tres tipos de reorganización societaria, la transformación, la Fusión y la Escisión; a continuación, definiré cada una.

En primer lugar, puede haber transformación cuando una sociedad adopta otro de los tipos previstos. Esto no disuelve la sociedad ni altera sus derechos y obligaciones.

En segundo lugar, el artículo 82 dice que “Habrá Fusión cuando dos o más sociedades se disuelven sin liquidarse, para constituir una nueva, o cuando una ya existente incorpora a una u otras, que sin liquidarse son disueltas. La nueva sociedad o la incorporante, adquiere la titularidad de los derechos y obligaciones de las sociedades disueltas, produciéndose la transferencia total de sus respectivos patrimonios al inscribirse en el Registro Público de Comercio el acuerdo definitivo de la Fusión y el contrato o estatuto de la nueva sociedad, o el aumento de capital que hubiere tenido que efectuar la incorporante.”

Para las Fusiones, la Ley enumera los siguientes requisitos:

1. Un compromiso previo de Fusión, el cual debe ser inscripto por los representantes de las sociedades. Debe contener la finalidad de la Fusión; los balances especiales de Fusión de cada sociedad junto con un informe del síndico, cerrados en una misma fecha y elaborados bajo los mismos criterios de valuación; la relación de cambios de las cuotas o acciones; el estatuto de la nueva sociedad o modificación del contrato o estatuto de la absorbente; las limitaciones de la administración hasta que la Fusión se inscriba.
2. Resoluciones sociales como el compromiso previo y los balances especiales, que deben estar a disposición de los socios o accionistas con quince días de anticipación.
3. Publicidad por tres días de un aviso en el diario de publicaciones legales de la jurisdicción de cada sociedad y en uno de los diarios de mayor circulación general en la República. Hasta pasados quince días de la publicación, los acreedores podrán oponerse a la Fusión. Esto no impide la operación, pero el acuerdo definitivo de la misma no podrá otorgarse hasta veinte días posteriores al plazo de dos semanas indicado, con el fin de que los oponentes que no fueren desinteresados puedan obtener embargo judicial.
4. Un acuerdo definitivo de Fusión, conteniendo las resoluciones aprobatorias de la Fusión, la nómina de los socios que se retiraron y el monto que representan, la nómina de acreedores desinteresados y de aquellos que obtuvieron embargo junto con el efecto en el balance, y la agregación de los balances especiales y de un balance consolidado de las sociedades que se fusionan.
5. La inscripción del acuerdo definitivo de Fusión en el Registro Público de Comercio.

En tercer y último lugar, la Ley en su artículo 88 menciona que: “Hay escisión cuando una sociedad sin disolverse destina parte de su patrimonio para fusionarse con sociedades existentes o para participar con ellas en la creación de una nueva sociedad; o cuando una sociedad sin disolverse destina parte de su patrimonio para constituir una o varias sociedades nuevas; o cuando una sociedad se disuelve sin liquidarse para constituir con la totalidad de su patrimonio nuevas sociedades.”

La primera definición se trata de una escisión- incorporación (Fusión con sociedades ya existentes) o de una escisión- Fusión (creación de una nueva sociedad). La segunda definición es la escisión propiamente dicha. Finalmente, la tercera denominación se refiere a una escisión- división (para constitución de nuevas firmas).

Mientras que la escisión- incorporación y la escisión- Fusión tienen los mismos requisitos que una Fusión, los restantes casos de escisión inducen las siguientes condiciones:

1. Una resolución social aprobatoria de la escisión.
2. Un balance especial de escisión.
3. Una resolución social aprobatoria que incluirá la atribución de las partes sociales o acciones de la sociedad escisionaria a los socios o accionistas de la sociedad escidente, en forma proporcional a su participación en esta última.
4. Una publicación de un aviso por tres (3) días en el diario de publicaciones legales que corresponda a la sede social de la sociedad escidente y en uno de los diarios de mayor circulación general en la República, destacando entre otros conceptos la razón social o denominación, la sede social y datos de inscripción en el Registro Público de Comercio de la sociedad que se escinde; la razón social o denominación de la sociedad escisionaria; la valuación del activo y pasivo del patrimonio destinado a la nueva sociedad, etc..

Además de los requisitos de la Ley de Sociedades Comerciales, la Ley 25.156 de Defensa a la competencia, promulgada el 16 de Septiembre de 1999, establece disposiciones a considerar en determinados casos.

La Ley en su artículo 7 declara que “Se prohíben las concentraciones económicas cuyo objeto o efecto sea o pueda ser disminuir, restringir o distorsionar la competencia, de modo que pueda resultar perjuicio para el interés económico general.” La Ley entiende por concentración económica a la toma de control de una o varias Empresas a través de una Fusión, transferencia de fondos de comercio,

Adquisición de la propiedad o cualquier derecho sobre acciones o participaciones de capital, o cualquier transferencia de activos que otorgue influencia determinante en la adopción de decisiones de administración ordinaria o extraordinaria de una Empresa.

Si la suma o volumen de la operación supera los \$200 millones de pesos en el país, o los \$2.500 millones de pesos totales a nivel mundial, se deberá notificar al Tribunal de Defensa de la Competencia. El volumen total de la operación está compuesto por todos los importes derivados de la venta de productos y prestación de servicios realizados por las Empresas afectadas durante el último ejercicio, previamente deducidos los impuestos correspondientes.

La Fusión o Adquisición tendrá efecto una vez que haya sido aprobada por el Tribunal. Según el artículo 10, se encuentran exentas de notificación obligatoria aquellas Adquisiciones en las que el comprador ya poseía más del 50% de las acciones, las Adquisiciones de bonos o acciones sin derecho a voto, las Adquisiciones de una única Empresa por parte de una única Empresa extranjera que no posea previamente activos o acciones de otras Empresas argentinas, y finalmente las Adquisiciones de Empresas liquidadas sin registro de actividad en Argentina durante el último año.

Posteriormente a la presentación de la notificación el Tribunal tendrá un plazo de 45 días para autorizar, denegar o condicionar la Fusión o Adquisición. Si venciera el plazo para expedirse, se considerará como tácitamente aprobada.

Si la actividad de la Empresa o de la concentración resultante está controlada por un ente regulador, el Tribunal debe solicitar a éste un informe sobre el impacto en el sector, que deberá ser fundado en cuanto a la significación de la concentración sobre el mercado o sus efectos y correspondencia con el marco regulatorio. Transcurridos 90 días sin que el ente estatal se pronuncie, se entiende que el mismo no objeta ante la operación.

Otro aspecto legal a considerar se encuentra en el Capítulo X de la Resolución General 622/2013 de la Comisión Nacional de Valores. Esta RG establece que la CNV actuará como fiscalizador en operaciones entre sociedades sujetas a su control en el caso de Fusiones, escisiones y absorciones. Las sociedades deben haber presentado un prospecto con una anticipación de 30 días hábiles a la fecha en que deba considerarse la Fusión. Si luego de 10 días hábiles de haber presentado el prospecto no existieran observaciones por parte de la Comisión, se considerará aprobado. Este debe ponerse a disposición de los accionistas y obligacionistas en su caso, con al menos 10 días corridos a la fecha de la asamblea.

En cuanto al tratamiento impositivo, los procesos de reorganización pueden estar afectados por diversas imposiciones en diferentes etapas, o incluso ser beneficiados por exenciones. La Ley de Impuesto a las Ganancias otorga un marco conceptual para el tratamiento de estos procesos, pero es imprescindible tener en cuenta disposiciones de otros tributos como el Impuesto al Valor Agregado, el Impuesto a los Ingresos Brutos y el Impuesto de Sellos.

La Ley de Impuesto a las Ganancias y su decreto reglamentario 1344/98 permiten que las Empresas se reorganicen sin que se graven los resultados que pudieran ser alcanzados como consecuencia de dicho proceso. El artículo 77 de la LIG establece que “Cuando se reorganicen sociedades, fondos de comercio y en general Empresas y/o explotaciones de cualquier naturaleza en los términos de este artículo, los resultados que pudieran surgir como consecuencia de la reorganización no estarán alcanzados por el impuesto de esta ley, siempre que la o las entidades continuadoras prosigan, durante un lapso no inferior a DOS (2) años desde la fecha de la reorganización, la actividad de la o las Empresas reestructuradas u otra vinculada con las mismas.” Incluso, la Ley determina que es posible la transferencia de derechos y obligaciones a la o las Empresas continuadoras. Tales como quebrantos impositivos no prescriptos acumulados, saldos pendientes de imputación originados en ajustes por inflación positivos, cargos diferidos que no hubiesen sido deducidos, franquicias impositivas pendientes de utilización a que hubieran tenido derecho las Empresas antecesoras, etc..

Los quebrantos impositivos acumulados no prescriptos y las franquicias impositivas pendientes de utilización solo se podrán trasladar cuando los titulares de las Empresas antecesoras acrediten haber mantenido por al menos 2 años previos a la fecha de reorganización un mínimo del 80% de participación en el capital, exceptuando los casos en los se coticen sus acciones en mercados bursátiles autorregulados.

Las tres hipótesis de reorganización incluyen a las Fusiones, las escisiones y las ventas de una entidad a otra en el marco de un conjunto económico.

El decreto reglamentario (DR 1344/98) en su artículo 105 determina los requisitos a cumplir en las Fusiones y escisiones para lograr los efectos impositivos previstos. Las disposiciones se aplican igualmente en casos de reorganización de Empresas y explotaciones unipersonales.

A la fecha de la reorganización, las Empresas deben encontrarse desarrollando su actividad principal propia del objeto social o, si hubiere cese de actividades, que esto se haya producido en los 18 meses anteriores a la fecha. La intención de este requisito es evitar falsas reorganizaciones, como por

ejemplo, si una Empresa quisiera cesar sus actividades en una situación de quebranto para que sea absorbido por la otra Empresa.

También deben continuar desarrollando alguna de las actividades de las Empresas reestructuradas por al menos 2 años, para lograr la explotación del mismo rubro. Este requisito evita que los beneficios tributarios se trasladen a terceros.

Además, tanto la Empresa antecesora como la continuadora deben haber desarrollado actividades iguales o vinculadas por al menos 12 meses anteriores a la fecha de reorganización o a la de cese. Esto permite verificar que la Empresa continuadora o formada se encuentre apta para proseguir con lo que venía ejecutando la antecesora. De esta manera resulta lógico que la mayoría de las reorganizaciones societarias se realicen entre Empresas con el mismo ámbito económico o misma actividad.

Por último, el proceso debe ser comunicado fehacientemente a la AFIP, en plazos y condiciones que el fisco establezca. Deberá comunicarse dentro de los 180 días corridos desde la fecha de reorganización, a través de una declaración jurada. Dicha comunicación no es solo un requisito formal sino sustancial, ya que su finalidad es otorgar conocimiento del proceso al fisco para que ejerza la verificación y fiscalización.

El artículo 4 de la Resolución General 2513 refiere que “En caso que la transmisión de la información —efectuada dentro de dicho término (180 días)- fuere rechazada por el sistema, por cualquier causa, el contribuyente y/o responsable podrá efectuar una nueva presentación hasta el quinto día corrido inmediato posterior a la finalización del mismo.”

Posteriormente se debe publicar un aviso por tres días en el diario de publicaciones legales de la jurisdicción de cada sociedad y en uno de los diarios de mayor circulación de la República.

La fecha de reorganización es denominada por el artículo 105 del DR como “la del comienzo por parte de la o las Empresas continuadoras, de la actividad o actividades que desarrollaban la o las antecesoras.”

Ante la falta de cumplimiento de los requisitos mencionados, la reorganización perderá los beneficios obtenidos gracias a la Ley de Impuesto a las Ganancias. Aquellos sujetos que hayan gozado de los beneficios fiscales deberán rectificar las declaraciones juradas presentadas, tomando en cuenta las disposiciones vigentes al momento de la primera presentación, e ingresando el impuesto más las

actualizaciones correspondientes. De corresponder, se deben aplicar los impuestos IVA, Sellos e IIBB. Si AFIP no percibe ingresos de tales conceptos podrá iniciar un reclamo vía determinación de oficio.

Por otro lado, la Ley 23.349/97 de Impuesto al Valor Agregado, establece un impuesto en toda la República Argentina sobre ventas de cosas muebles; obras, locaciones y prestaciones de servicios realizadas en el país; importaciones definitivas de cosas muebles; prestaciones realizadas en el exterior cuya explotación se realice en el país, y servicios digitales prestados desde un sujeto del exterior con utilización o explotación dentro del país.

La Ley en su artículo 2 entiende por venta a “Toda transferencia a título oneroso, entre personas de existencia visible o ideal, sucesiones indivisas o entidades de cualquier índole, que importe la transmisión del dominio de cosas muebles”. Sin embargo, excluye del objeto a todos los resultados provenientes de la reorganización de sociedades o fondos de comercio. Por lo tanto, las Empresas que resulten de alguna Fusión, escisión o similares podrán computarse los saldos a favor de los impuestos de la entidad antecesora. Esto sucederá siempre y cuando se cumplan con los requisitos nombrados en la Ley de Impuesto a las Ganancias para ser consideradas como una reorganización societaria libre de impuestos.

Los saldos a favor que se transfieran deben estar relacionados con la mercadería transferida o con una proporción de recursos utilizados en la actividad a desarrollar. Esto se encuentra clarificado en el Dictamen 71/1998: “(...) el artículo 12 de la ley del IVA establece que los créditos fiscales computables son aquéllos que se vinculen con operaciones gravadas, cualquiera fuese la etapa de aplicación, por lo que parece razonable que los saldos a favor técnicos se transfieran acompañando a los bienes o a la actividad que los generaron.”

En el Código Fiscal de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires se encuentra la normativa que rige el Impuesto a los Ingresos Brutos. Es el tributo que corresponde a las actividades autónomas, actos u operaciones, a las cuales se aplica un porcentaje sobre la facturación del negocio. Este impuesto otorga beneficio a las reorganizaciones societarias, debido a que también excluye de su base imponible a todo aquel ingreso correspondiente a transferencias de bienes ya sea a través de una Fusión, escisión o fondos de comercio.

Además, el Código Fiscal establece los actos que quedan comprendidos en el Impuesto de Sellos, que grava los actos, contratos y operaciones de carácter onerosos formalizados dentro de la jurisdicción de CABA, así como los actos formalizados fuera de ella pero que tengan efecto en CABA. Sin embargo, se encuentra exento de este impuesto la constitución de sociedades y todo acto

relacionado con su transformación, aumento de capital, prórroga del término de duración, Fusión, escisión, división, disolución, liquidación y adjudicación, excluidas las transferencias de dominio de inmuebles situados en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Capítulo 2: Otras formas de Reestructuración Empresarial

Aunque las Fusiones y Adquisiciones se focalizan en la expansión, las organizaciones a menudo deben reducir o reestructurar sus operaciones, esto es debido a que parte de la Empresa puede no ser rentable o no encontrarse dentro de los planes de nuevos dueños.

Para Mascareñas Pérez Iñigo (2005) se conoce como reestructuración Empresarial a cualquier operación tendiente a alterar la estructura de capital de una Empresa, su capacidad productiva o su estructura de propiedad, modificando el curso del negocio actual de la misma.

Dicho proceso persigue la llamada Teoría de la Agencia, facilitando la alineación de los intereses de los directivos con los de los accionistas. Sanchez Galán (2019) define a la Teoría de la Agencia como una técnica Empresarial, en la cual una persona o Empresa según el caso, llamada “el principal”, solicita a otra persona llamada “agente”, la realización de un trabajo determinado en su nombre. Esta teoría deriva del resultado de la separación entre la propiedad de la Empresa y su gestión.

Mascareñas (2005) enumera los motivos que llevan a querer segregar parte de una Empresa. Pueden ser tanto de manera involuntaria como voluntaria.

En primer lugar, si en una Empresa sucede que los activos poseen más valor si son considerados aisladamente que formando parte de un todo, se produce una sinergia negativa, en donde es preferible reasignarlos a algún inversor que sea capaz de extraerles su mayor valor. Esto llevaría a conseguir beneficios tanto como para el inversor como para los propietarios actuales. Suele suceder cuando una sección de la Empresa genera pérdidas y los dueños no están dispuestos a invertir para recuperar su rentabilidad. Entonces, es preferible vender esa parte a quien pueda integrarla en su negocio. Esta operación lleva a constituir un mercado eficiente.

En segundo lugar, una de las razones más comunes por las que se decide vender una parte de la compañía es el realineamiento estratégico. En esta situación los negocios de una organización deben ajustarse debido a cambios en el mercado o demanda, por lo tanto, vender una parte que no les es útil sería ventajoso para ello.

Otra razón para vender parte de los activos es la información asimétrica que maneja la Empresa, no conocida por los inversores, que al conocer sobre la venta de activos pueden interpretarla como una señal. Esta señal refleja un impacto positivo o negativo en el precio.

Las razones fiscales son otro motivo, por el cual una Empresa, vende parte de sus activos, al haber perdido dinero y no querer transferir esas pérdidas fiscalmente al futuro, por la no existencia de beneficios. Entonces buscaría compensar las pérdidas de la explotación con la plusvalía de la venta.

Una Empresa también puede optar por revender lo adquirido en el pasado y deshacerse de algunos activos, si siente que anteriormente tomó una decisión equivocada.

Por último, una escisión puede ser la consecuencia de la búsqueda de un fácil acceso al mercado de capitales, donde los inversores tienen preferencia hacia un determinado rubro. Al dividirse en varias partes, cada una independientemente puede orientarse hacia el sector de su preferencia de mejor manera que si lo hiciera una sola. También puede realizarse para escapar de una amenaza externa, por ejemplo, vendiendo una parte importante de la compañía, que sea el atractivo de los “tiburones financieros” (Mascareñas, 2005).

A continuación, se desarrollaran varias maneras de segregación de Empresas. Una escisión parcial a terceros es llamada *sell-off*. En esta situación la Empresa decide vender sus activos poco rentables, y así deshacerse de ellos, para que otras sociedades nuevas o ya existentes puedan gestionarlos de manera más ventajosa.

Esto constituye un valor actual neto positivo para los compradores. A diferencia de las Fusiones donde la Empresa se vende como un todo, al vender a diferentes inversores probablemente se obtenga un ingreso mayor. Con el dinero recibido, la Empresa puede decidir si repartirlo entre sus accionistas mediante dividendos o bien re invertirlo para expandir determinada área. La sociedad escindida no desaparece, sino que reduce su capital social en la cuantía necesaria para la segregación realizada. “Para los inversores, el *sell-off* es visto como una transacción con valor actual neto positivo.” (Mascareñas, 2005)

El proceso de escisión de una parte del patrimonio debe comenzar con la toma de decisión de parte de los directivos de la compañía, habiendo realizado previamente una valoración financiera, estimando los flujos de caja libres, determinando la tasa de descuento, calculando el valor actual y deduciendo el valor de mercado de las deudas. Si los recursos que se obtendrían por la venta superan al valor actual de la línea o filial que se está evaluando, entonces se procederá a su liquidación.

Luego de haberlo decidido, se formula un plan de reestructuración detallando qué activos pasarán a ser parte de la compañía adquiriente, qué empleados se trasladarán y cómo se financiarán los fondos de pensiones de dichos empleados. Los accionistas deben aprobar el plan de operación de la escisión y se deben registrar en un folleto las acciones emitidas. Finalmente, la segregación deberá seguir un calendario acordado entre las partes para concluir su proceso.

Por otro lado, Mascareñas (2005) define el *spin-off* como una escisión de acciones, donde se distribuyen las acciones entre los accionistas de la Empresa según la proporción de capital que les corresponda. Se reparten las acciones para que luego la nueva parte escindida pase a ser una Empresa independiente, pero con los mismos propietarios que antes. Esta segregación puede ser de todo el capital ó de una parte. Se busca generar una ganancia debido a los diferentes incentivos resultantes de la escisión.

Técnicamente, una escisión de acciones *spin-off* es una desinversión libre de impuestos de una compañía por otra, lo que lleva a que el accionista de la Empresa matriz ahora tenga acciones en dos Empresas. Existirá una total independencia en la gestión de una compañía en relación con la otra. Generalmente ambas Empresas resultan más transparentes en sus operaciones y resultados comerciales luego de esta segregación, y también más atractivas para potenciales inversores. Este tipo de escisión de acciones puede ser obligatoria cuando lo índice alguna disposición como las regulaciones anti monopolios.

A diferencia del *spin-off*, el *split-off* se trata de una estrategia de reestructuración corporativa en la cual la compañía matriz ofrece acciones de la nueva entidad a los accionistas, quienes al aceptarlas deben renunciar a sus acciones en la compañía matriz. Por lo tanto, la asignación de acciones se hará a aquellos accionistas que solo entreguen las acciones de la Empresa matriz a cambio de acciones en la Empresa nueva dividida. Debido a que estos accionistas tienen la opción de participar o no en la escisión, la distribución de acciones de la subsidiaria no es prorrateada como en el caso del *spin-off*.

El *split-off* por lo general se logra luego de que las acciones de la subsidiaria se hayan vendido en una Oferta Pública Inicial (OPI), lo que permite determinar la tasa de intercambio de la escisión, debido a que la nueva matriz ahora tiene un valor de mercado.

Por otra parte, existe el proceso denominado *Equity Carve-out*, el cual se refiere a la venta parcial de una unidad de negocio, en la que una Empresa matriz vende una participación accionaria de la Empresa subsidiaria a inversores externos, a través de una Oferta Pública Inicial. Estas operaciones

Empresariales actualmente constituyen unas de las prácticas más comunes usadas por las compañías para conseguir financiación

Mediante esta acción se puede ceder el control de la Empresa subsidiaria que es independiente a otros accionistas, pero al mismo tiempo seguir conservando una participación accionaria. Esta disociación permite capitalizar un segmento comercial que puede no ser parte de las operaciones centrales.

Los motivos enlistados por Mascareñas (2005) por los cuales los accionistas deciden realizar un *Equity Carve-out* incluyen: la separación de la financiación entre la compañía matriz y la subsidiaria; la creación de un mercado para las acciones de la Empresa independiente; o la reestructuración de la gestión de los activos e incentivos.

Un artículo en la web de Corporate Finance Institute sugiere que “Investigadores han llegado a la conclusión de que los *Equity Carve-Out* aumentan el precio de las acciones a corto plazo, pero a largo plazo, los accionistas pierden. De hecho, la posibilidad de generar valor para el accionista aumenta si la Empresa sigue un plan estructurado para separarse completamente de la subsidiaria.” (*Equity Carve-Outs*, s.f). Por esto, mayoritariamente ocurre que luego de 5 años de realizada esta operación, las nuevas compañías acaban separándose definitivamente de la matriz, o bien vuelven al control total por parte de ésta.

Otra forma de reestructuración nombrada es la exclusión del mercado de valores. La exclusión de Bolsa ocurre cuando una Empresa abandona el mercado de valores y sus acciones dejan de cotizarse. Se debe presentar una Oferta Pública de Exclusión (OPE) ofreciendo un precio por las acciones. La OPE es obligatoria de realizar, para que aquellos que quieran abandonar la Empresa puedan hacerlo antes de la exclusión. En el caso de que una sociedad se decida por la exclusión de negociación de sus acciones en el mercado financiero, será indispensable promover una Oferta Pública de Adquisición (OPA), orientada a los valores afectados por la exclusión tales como el derecho de voto, las obligaciones canjeables y convertibles, los derechos de suscripción.

Las causas por las cuales las Empresas abandonan el mercado bursátil son variadas. Una de ellas puede ser los elevados costos administrativos y legales de mantenerse en cotización. Por otro lado algunos accionistas consideran que estar en la Bolsa presiona en la presentación de grandes beneficios mes a mes. También consideran el recorte de costes al adquirir el paquete accionario luego de excluirlo del mercado de valores.

Como última alternativa de segregación, una Empresa puede decidir recomprar acciones propias a sus inversores. El mecanismo conocido como *share buybacks*, permite repartir beneficios cuando se tiene exceso de liquidez, devolviendo fondos a los accionistas. La ventaja fiscal es que no conlleva carga tributaria, a diferencia de los ingresos financieros por dividendos. En la recompra, se reduce el número de acciones en circulación, lo que lleva a un aumento de la demanda de acciones y por consiguiente de su precio, por ende, también se eleva el Beneficio por Acción.

Las Empresas utilizan esta operación cuando desean incrementar el valor de sus acciones, cuando buscan distribuir el exceso de liquidez a los inversores, cuando quieren disminuir la cantidad de acciones en circulación, o cuando buscan otorgar valor al accionista. Suele utilizarse como defensa ante el intento de compra hostil para lograr el control de la sociedad, ya que, al reducir el capital social, se aumenta el apalancamiento financiero y la rentabilidad de aquellos accionistas que integran la Empresa.

Sin embargo, una recompra de acciones puede conllevar una falsa imagen a los inversores sobre una Empresa sin oportunidades rentables para invertir su liquidez. Otros aspectos negativos son la disminución de la confianza en sí misma que tendrá la compañía, conjunto con los elevados costos que implica el proceso de recompra.

La recompra de acciones puede realizarse de tres maneras. La primera es adquiriendo acciones en el mercado de valores, ésta es la forma más practicada. Además, se puede realizar a través de una OPA, a un precio determinado y con un número concreto. Finalmente pueden recomprarse títulos mediante una negociación directa con un accionista.

Las formas de reestructuración Empresarial mencionadas previamente son ampliamente distintas a las Fusiones y Adquisiciones.

Sin embargo, dentro de una Adquisición de Empresa, es posible que exista un *leveraged buyout* (LBO por sus siglas en inglés) o compra apalancada. En este proceso la compañía financia la mayor parte del precio de compra mediante el uso de deuda, y pretende amortizarla con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja esperados por los activos de la Empresa a adquirir. Así, una transacción de Adquisición apalancada implica la compra de una sociedad objetivo mediante una mezcla entre financiación con fondos propios y financiación con deuda concedida por varias entidades financieras. En esta operación intervienen múltiples sujetos, ya que además del comprador y vendedor, participan las entidades encargadas del financiamiento y directivos de la sociedad a adquirir en su caso.

La principal ventaja del LBO es que los inversores pueden acometer una inversión sin un gran desembolso de recursos propios, por lo que permite un ahorro fiscal vinculado a una carga financiera consiguiente. Al mismo tiempo, el inversor externo puede modificar su ámbito de negocios o mejorar su rentabilidad.

La compra apalancada puede provocar desacuerdos entre directivos y accionistas al diferir en sus opiniones. Es importante el control constante de los flujos de caja para sostener la rentabilidad de la compra. Sin embargo, el mayor riesgo en los LBO es la pérdida de la inversión, que puede suceder si sobreviene una crisis o si no se logran cumplir las previsiones financieras.

Para lograr el financiamiento por parte de un prestamista, Mascareñas (2005) remarca una serie de condiciones. Es necesario que la Empresa próxima a ser adquirida mediante un LBO, tenga flujos de cajas consistentes y estables, para poder hacer frente a los intereses, y evitar la escasez de fondos en algún periodo. Igualmente, la Empresa debe tener un bajo endeudamiento previo y un crecimiento lento, ya que si creciera muy rápido se necesitaría liquidez, la cual no podría ser usada para el pago de la deuda contraída.

Además, es recomendable que los directivos sean experimentados en LBO, y que también sean accionistas de la Empresa, para que así los acreedores estén asegurados de la futura satisfacción de su deuda. Otra característica importante es que debe existir la posibilidad de reducir costes y mejorar la eficiencia operativa, para aumentar el valor de la Empresa.

Se observa que en el mundo hay una tendencia en la que los propios directivos de una Empresa compran una división o la compañía entera. Esta situación es más fácil que buscar un comprador. Este tipo de Adquisición apalancada se denomina *management buyout* (MBO), y suele aplicarse en Empresas con buen estado financiero. La implicación de los directivos permite la reducción de riesgo para los empleados y una transición fluida. Esta Adquisición necesita de apoyo financiero externo, normalmente por parte del capital de riesgo.

Para la realización de un MBO debe haber una serie de factores, tales como la desinversión de un socio accionario, un equipo de directivos experimentados de confianza, y un negocio sólido y rentable a largo plazo. Debe atravesar un proceso previo de análisis de viabilidad, con el desarrollo de un plan de negocio, la determinación de la estructura financiera y la búsqueda de capitales. El valor de liquidación de la Empresa actuará como un monto mínimo, por lo que se espera que el precio de compra sea superior. Una vez acordadas las condiciones de pago y preparada la documentación

necesaria, se lleva a cabo efectivamente el MBO, con la implementación de las ideas integradas al plan de negocio.

Además de lo mencionado en el párrafo anterior, “Una de las condiciones para afrontar con éxito un MBO es haber conseguido, de forma anterior, alguna ventaja competitiva interesante que nos ayude a situarnos en el punto perfecto para llevarlo a cabo.”(Gemma Giner, 2017).

También existe una operación corporativa en la que un equipo de directivos adquiere una participación mayoritaria en una Empresa externa a la que se encuentra, reemplazando a su equipo de administración existente. Se denomina *management buy in* (MBI), aquí los ejecutivos se endeudan para adquirir una Empresa a la que no pertenecen.

El MBI surge debido a la falta de apoyo financiero de parte de los prestamistas hacia algún equipo directivo ya existente, del que suponen un fracaso en la gestión del negocio, por lo cual preferirían a un equipo nuevo. Las Empresas que se someten a un MBI suelen estar infravaloradas o sufrir dificultades en un área. Generalmente, estos nuevos equipos gerenciales son experimentados y pueden tener mejores conocimientos, lo que ayudaría al crecimiento de la Empresa maximizando la riqueza de los accionistas.

No obstante, el MBI tiene como desventaja la falta de conocimiento total acerca del estado real de la compañía, al ser completamente nueva para los directivos.

Una decisión en la cual se combina el *management buy out* y el *management buy in*, es denominada *buyin management buyout* (BIMBO).

Esta operación consiste en la Adquisición de un negocio en la que un equipo gestor externo se instala en la Empresa objeto de Adquisición, junto con el equipo gestor existente. Ambos equipos comparten la finalidad de tomar el poder de la compañía. En este sentido, el éxito dependerá entonces de la capacidad de adaptación e integración que tenga el equipo gestor resultante. (Ochoa, 2015).

Esta alternativa BIMBO es muy completa, combinando el conocimiento del funcionamiento de la entidad, por un lado, con la innovación y modernización por otra parte. Es fundamental acordar cuestiones y definir el rol de cada administrador previamente, para evitar resentimiento entre los miembros del equipo.

Capítulo 3: Exito y Fracaso:

Tanto las Fusiones como las Adquisiciones, forman parte del planeamiento estratégico de las Empresas; su existencia permite la formación de alianzas estratégicas y el mantenimiento de la competitividad en un mercado tan globalizado como lo conocemos actualmente.

Aunque las Empresas reorganizadas no Vendan ó Compren, por fuera de la economía regional, igualmente forman parte de la economía mundial. Y dentro de esta economía mundial cada negocio debe encontrarse con aptitud de competir.

Las justificaciones para realizar este tipo de operaciones son dadas en función de los objetivos de las estrategias del negocio y Empresarial: desde la perspectiva de los accionistas y de los administradores.

Estos procesos comúnmente derivan de razones económicas, sin embargo, también existen otros motivos que no refieren a un aspecto económico pero que conforman el principal motor de la operación. Brealey (2010) nombra las posibles fuentes de valor agregado de una Fusión. Las razones económicas son:

- Las economías de escala, debido a que muchas Fusiones horizontales y por conglomerado pretenden alcanzarlas para reducir costos.
- La búsqueda de economías con integración vertical, con el fin de controlar el proceso de producción en su totalidad, ya sea mediante una ampliación hacia atrás (hacia la producción de materia prima) o hacia adelante (hacia el consumidor final).
- La complementariedad de recursos, lo que toma sentido al tratarse de Empresas con recursos complementarios entre sí, logrando al fusionarse oportunidades que no podrían ser aprovechadas por cada una por separado.
- Compañías que cuentan con fondos en excedentes en efectivo, pueden hacer uso de una Fusión como medio de recolocación de capital. Suele suceder cuando los administradores no están dispuestos a comprar sus propias acciones. Lo aplican aquellas con bajas o nulas oportunidades de inversión lucrativa.

- La eliminación de ineficiencias, cuando una Empresa adquiere a otra que necesita recortar sus costos e incrementar sus utilidades.
- La consolidación de la industria, ya que las mejores oportunidades para aumentar la eficiencia suelen darse en industrias con alta capacidad.

Aparte de los motivos nombrados, existen otros argumentos discutibles que carecen de sentido económico.

- La diversificación es el argumento principal para realizar una Fusión por conglomerado. Sin embargo, se cuestiona el hecho de que solamente beneficia a los accionistas de la Empresa compradora, en el caso de que éstos no pudieran alcanzar la diversificación por ellos mismos de forma más barata.
- Las sinergias financieras, dado que, si una Empresa tiene dificultades para financiar su fase de crecimiento, puede mejorar su capacidad de financiación al fusionarse con otra Empresa que contenga la estabilidad y liquidez necesarias. Otra alternativa sucede cuando se adquiere una Empresa con bajo coeficiente de endeudamiento, y la Empresa adquiriente podrá así solicitar una mayor cantidad de préstamos que luego serán asegurados con activos de la nueva compañía.
- El aumento de las ganancias por acción de una firma al fusionarse con otra que contiene acciones con bajo ratio precio/beneficio. Se denomina efecto pirámide debido a que no existen ganancias reales por haber realizado una Fusión ni un aumento en el valor de ambas Empresas en conjunto.
- La compra de activos por debajo de su costo. Una organización, puede llegar a adquirir activos más económicos, a través de la Adquisición de otra firma, cuando el Valor de Mercado de estos activos (el cual depende del flujo de fondos esperado) es inferior a su Costo de reemplazo.

Sea cual sea el motivo por el que se realiza una Fusión o Adquisición, solo existe una ganancia económica con la transacción si ambas Empresas tienen mayor valor juntas que por separado. Anteriormente la mayoría de las reorganizaciones adoptaban una postura ofensiva, buscando riqueza y crecimiento. Esa perspectiva hoy se ve desgastada, dado que gran parte de ellas son defensivas, enfocándose en la simple preservación de la riqueza.

Al decidir realizar una Fusión, escisión o Adquisición, es importante que los intereses de los administradores se encuentren alineados con los intereses de los accionistas, para no incurrir en un problema llamado Costo de Agencia, el que significa una pérdida de valor sobre el resultado del proceso.

Mientras que, la proyección de los Accionistas se limita, a la mera obtención de utilidades, el interés de los Administradores de la Empresa, puede llegar a perseguir objetivos opuestos. Quienes toman las decisiones pueden decidir poner en marcha una Adquisición para lograr seguridad en el empleo diversificando el riesgo, evitando ser tomada por el control otra compañía, o aumentando el tamaño de la Empresa, sin tener en cuenta la rentabilidad generada por esos actos.

La toma de decisiones para lograr la unificación o Adquisición de Empresas se conforma de una perspectiva racionalista y una perspectiva organizacional. La perspectiva racionalista se basa en evaluaciones económicas, estratégicas y financieras. Se basa en el conocimiento de costos y beneficios a obtener. La perspectiva organizacional también evalúa los costos y beneficios, pero además busca la justificación del proceso desde una visión intangible.

McCann y Gilkey (1990) en su libro proponen un modelo de siete fases para realizar una Fusión o Adquisición, las cuales no necesariamente tienen que ser seguidas en orden cronológico, sino que pueden superponerse de acuerdo a cada situación presentada.

La primera fase, es la Planificación Estratégica, esta es la base principal para llevar a cabo todo tipo de Fusiones y Adquisiciones. Los encargados de desarrollar el plan estratégico durante el transcurso de toda la reorganización serán los propietarios y la alta dirección de la Empresa. La visión, o sea el futuro deseado de la Empresa, define de manera crucial la dirección que toma la Fusión o Adquisición. Por lo cual, las actividades de la Fusión deben estar completamente alineadas con la visión.

La planificación define las metas y objetivos, lo que permite reducir el riesgo de fracaso. En esta etapa es necesaria la medición de la posición estratégica de la compañía en el futuro esperado, y la visualización tanto de las fuerzas como de las debilidades luego de haber realizado la Fusión. La evaluación del mercado competitivo y los nichos a explotar también es sumamente importante. En último lugar, la compañía debe establecer los métodos de evaluación a utilizar para tener un seguimiento continuo de los resultados del proceso.

La segunda fase se trata de la Búsqueda y Selección, en la que se realiza un análisis de todas las compañías candidatas a ser fusionadas o adquiridas. Si no existe un candidato predefinido, es recomendable que la Empresa solicite una asesoría externa en áreas financieras o legales para que

proporcione un análisis más detallado de las Empresas objetivo. Los criterios de selección deben estar predefinidos antes de comenzar la búsqueda, a partir de las razones por las que se lleva a cabo una Fusión. Por ejemplo, si el motivo de la Fusión es reducir su endeudamiento no debería considerar la selección de una compañía con pérdidas.

La tercera fase es la de Análisis y Evaluación financiera. Una vez seleccionado el candidato a fusionar o adquirir, se debe analizar con profundidad varios aspectos del mismo. Esto permite determinar el precio a pagar. Esta información puede provenir de fuentes públicas u otorgadas por la misma Empresa. Las características a considerar son: el nivel de ventas y margen de utilidad, la fortaleza financiera, la localización geográfica, el precio de compra, las fortalezas de la administración, la estrategia de mercado, el número de competidores, la reputación consolidada, los canales de distribución, la eficiencia operacional, las marcas o patentes registradas, y la inversión en investigación y desarrollo.

Estas tres fases nombradas, permiten conocer, si la Empresa seleccionada generará un valor positivo neto para los accionistas. Una vez que esto suceda, se continúa con la cuarta etapa del proceso, una de las más importantes: la propuesta.

Para la valuación de la Empresa, es fundamental tener en cuenta el capital de los accionistas, el valor proyectado a largo plazo, el valor de la marca en el mercado, los canales de distribución, y el valor sinérgico que se obtendrá luego de fusionarse o adquirirse. El adquirente debe tener en claro los objetivos estratégicos del acuerdo, para no incurrir en el error de pagar de más por la Adquisición de una compañía, sin tener la justificación de la sinergia potencial suficiente para ese valor.

Una vez que la oferta o propuesta es aceptada, la siguiente fase es la de la de negociación. Tiene por finalidad alcanzar un acuerdo con el candidato en cuanto a términos y condiciones para ser fusionado o adquirido. La comunicación debe ser precisa y rigurosa para que el acuerdo sea exitoso.

Existe una serie de pasos a seguir para llegar a la negociación. Principalmente, se debe establecer una carta de intencionalidad, donde se resumen los términos de la transacción y se logra evitar malentendidos. Luego, se realiza el proceso conocido como “due dilligence”, una revisión de la compañía objetivo para verificar que no se encuentren defectos legales, financieros, o de recursos humanos. Para proceder, se desarrolla el acuerdo de compra, estableciendo los activos o acciones a transferir, el precio, la forma de pago y la fecha límite. De manera separada al acuerdo de compra, se realizan documentos de transferencia. Finalmente se cierra el acuerdo y se completa la transacción.

A continuación del acuerdo se debe realizar una transición, su objetivo es estabilizar la situación y lograr un buen clima favorable al cambio. Es un periodo destacado por la incertidumbre y ansiedad de los empleados, proveedores y clientes. La Empresa debe estar preparada para el choque de culturas organizacionales.

Los empleados con distintas culturas deben crear un ambiente de trabajo agradable y productivo, en el que puedan desarrollar una estructura funcional para la organización resultante. En esta etapa el elemento más valioso es el recurso humano, por lo que se deben escuchar las opiniones de ellos en cuanto a la transición y también darles a conocer todas las novedades, para que así logren sentirse integrados en el proceso.

En último lugar, se encuentra la Etapa de Integración. El desafío mayor de una combinación de entidades es lograr que ambas crezcan y se desarrollen como una sola. Es en este momento cuando los planes de acción desarrollados en la transición se ponen en marcha para ayudar al ajuste organizativo, empresarial y financiero. La Empresa debe hacer saber a los empleados que busca la lealtad de toda su fuerza laboral, y que serán recompensados y tratados por igual.

La integración no comienza una vez que se termina la transición, sino que debe planearse desde el primer acercamiento a la Empresa objetivo, para llegar con cierta ventaja a las etapas posteriores. Dependiendo de la estrategia, este proceso puede durar alrededor de seis meses. Pero sin dudas, completar todo el proyecto requerirá de un tiempo mucho mayor.

Una vez finalizado, cada proyecto de reorganización puede ser medido por especialistas en Fusiones y Adquisiciones a través de criterios de éxito. Los criterios de éxito son un conjunto de mediciones pre establecidas entre las partes para evaluar los resultados del proyecto. Al haber diferentes mediciones, puede haber diversas perspectivas: la del director general, la del equipo, la de los clientes. Mientras que para un grupo de personas un proyecto puede ser exitoso, para otro grupo puede ser percibido como un fracaso.

Las compañías que asesoran Fusiones y Adquisiciones suelen distinguir el éxito de un proyecto desde dos puntos de vista. Por un lado, identifican a un proyecto exitoso como aquel en el que los objetivos de los clientes son satisfechos. Por otro lado, al buscar un cobro de honorarios contingentes, las asesoras perciben el éxito según el precio más alto posible del que puedan beneficiarse por un acuerdo hecho.

Las circunstancias o hechos que contribuyen a los resultados del proyecto se denominan factores críticos del éxito. Estos factores pueden ayudar a lograr un resultado favorable, pero también puede

pasar que a pesar de estar presentes el proyecto tenga fallas, derivadas de causas externas incontrolables.

Los factores críticos del éxito son: comunicación efectiva entre los integrantes durante todo el proceso, objetivos claros y específicos, tiempo límite de realización, compromiso y apoyo de la alta dirección, competencia del equipo trabajando en el proyecto, plan de integración flexible, organización del aprendizaje y buenas capacidades de gestión.

Según un informe del Fung Institute Engineering Leadership publicado en 2013, se pueden reconocer tres aspectos clave para que una Fusión o Adquisición tenga éxito.

El primer factor clave, es la alineación entre la Estrategia de la Fusión y la Integración. A medida que transcurre el tiempo, las personas involucradas deben saber cuáles son los motivos reales de la operación. Todas las acciones que vayan haciéndose deben seguir la visión estratégica inicial. Y son los líderes quienes tienen la responsabilidad de llevar a cabo la integración entre las dos Empresas.

El segundo factor clave, es la Alineación de las Tecnologías ó productos de las Empresas fusionadas, que debe ser cuidadosa. La consolidación de líneas de productos nuevas puede llegar a inclinar a los clientes de un producto a otro, por lo que una Fusión exitosa es aquella que causa la menor interrupción en la base de los clientes.

En tercer factor, el Análisis del factor humano, que es crítico. La retención de talentos contribuye al desarrollo primordial de la Fusión, muchos empleados deciden irse de la compañía si no logran adaptarse a las nuevas medidas de la misma. Lo más importante es la inserción de culturas: las culturas organizacionales de las 2 o más compañías deben poder unirse satisfactoriamente. La proximidad física entre los empleados de las diferentes Empresas permite que al interactuar creen una nueva cultura.

Si bien las Fusiones o Adquisiciones son cada vez más comunes, la mitad de ellas no llega a satisfacer sus expectativas financieras. Por esto, al momento de decidir la realización de una Fusión o Adquisición es importante prestar atención a los problemas en que se puede incurrir incluso antes de finalizar la transacción.

A lo largo de la historia han ocurrido varios casos de pérdidas, en las últimas décadas se destacaron las del sector tecnológico. Un caso reconocido es el de la Adquisición de Skype por parte de Ebay, la cual solo duró 4 años, desde el 2005 al 2009. La idea principal del CEO de Ebay era que los Compradores y Vendedores se contacten vía Skype para formalizar las ventas. Pero esta propuesta

no logro ser exitosa, ya que los usuarios seguían prefiriendo contactarse a través de la web ó correo electrónico. Tampoco se logró la integración cultural entre los 150 programadores y los 3000 empleados que operaban en el e-commerce. Finalmente Ebay, que había pagado 2.600 millones de dólares para adquirir Skype, terminó vendiendo alrededor del 60% de la Empresa por 1.900 millones de dólares.

Otro ejemplo de fracaso fue en el año 2011, cuando Google adquirió Motorola por 12.500 millones de dólares. Su motivo era explotar el desarrollo de telefonía móvil, sin embargo esto no funcionó. Aparte de los problemas para la implementación del sistema Android en los móviles celulares, Google no obtuvo ganancias. La cuota de mercado de Motorola incluso se ha reducido a la mitad desde que fue comprada por Google. Dos años y medio después, revendió Motorola a la multinacional china Lenovo por solo el 23% de lo que había pagado por ella.

Los motivos que llevan a fracasar en una reorganización según Juan Mascareñas (2005) son:

- No comprender el negocio ni el sector en el que opera la Empresa, lo que lleva a tomar decisiones erróneas.
- Valorizar subjetivamente a la Empresa objetivo, el comprador debe analizarla de manera objetiva para realizar la mejor estimación posible del precio a pagar.
- No contar con asesoramiento legal de un especialista en Fusiones y Adquisiciones, que pueda recomendar las mejores practicas para evitar futuros problemas.
- Realizar una negociación demasiado rápida, esto no permite contar con el tiempo suficiente para realizar las “due diligence” oportunas.
- Realizar una “due diligence” muy tarde, lo que podría retrasar que se firme el contrato definitivo de negociación e incluso que la Empresa objetivo pierda el interés.
- Que los directivos de la Empresa adquiriente se impliquen en el día a día de las operaciones de negociación puede conducir a cometer errores. Es necesario con que solo un par de representantes asistan a las reuniones de negociación para estar al tanto de las condiciones de la transacción.
- No controlar a los asesores legales, esto evita que lleguen a realizar negociaciones paralelas con el vendedor.

- Confiar completamente en la contraparte, siempre hay que prestar atención a las intenciones de la Empresa vendedora para no llevarse sorpresas mal intencionadas.
- Que los directivos de la Empresa no se encuentren disponibles en momentos claves de la operación.
- Ignorar a los clientes, empleados y proveedores es un grave error, porque los recursos humanos son quienes se encargan de generar valor a la compañía. Es necesario realizar la adaptación al cambio de la cultura organizacional.
- No cuidar la negociación puede provocar que alguna parte comience a desinteresarse en el trato.

En resumen, carecer de una justificación adecuada para comprar o fusionarse, realizar una evaluación o un análisis insuficiente en la primer etapa, sobre pagar por la Adquisición de otra firma y tener una mala gestión en la fase de integración (ya sea por falta de planificación previa ó por falta de experiencia en el ámbito) resultan dejando resultados no favorables en la nueva entidad formada.

Capítulo 4: Técnicas de Valuación de Empresas:

Desde el comienzo de la Cuarta Ola, la aparición de Fusiones y Adquisiciones hostiles hizo que sea necesario el establecimiento de un método sistemático de valoración de Empresas. Todas las Empresas debieron determinar cuál era su valor en caso de que surgiese o se materialice alguna oferta de compra/venta, y también para reducir su vulnerabilidad. La valuación en los procesos de Fusión o Adquisición es fundamental, le permite al comprador identificar el precio máximo a pagar y al vendedor el precio mínimo por el que debe vender.

Una valuación no es precisa, debido a que puede ser subjetiva dependiendo del juicio del analista. Es específica para un momento determinado, y es válida en una determinada fecha. En este capítulo se analizarán las principales técnicas de Valuación Empresarial: las basadas en datos patrimoniales, las basadas en fondos de comercio y aquellas basadas en flujos de fondos.

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	<i>Free cash flow</i>	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	<i>Dividendos</i>	<i>Cash value added</i>	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Ebitda	Renta abreviada	<i>Capital cash flow</i>	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Métodos basados en el Balance de la Empresa:

Los métodos basados en el balance fundamentan el valor de la Empresa a través de datos obtenidos en los estados contables. Al ser técnicas tradicionales, Pablo Fernandez (1998) dice en su libro que “Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la Empresa, el valor temporal del dinero ni otros factores que también afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc., que no se ven reflejados en los estados contables”. Se pueden mencionar los siguientes: el valor contable, el valor contable ajustado, el valor de liquidación, el valor sustancial y el activo neto real.

El valor contable o valor de libros, se calcula como la diferencia entre los activos y los pasivos exigibles u obligaciones de pago. Este análisis estático tiende a no ser una medida precisa de la Empresa, simplemente refleja los valores a los que los activos se mantienen en los libros. El real valor de mercado puede no coincidir con el valor contable, este último no toma en cuenta el valor de marca, llave, ni expectativas del mercado sobre las acciones.

El valor contable ajustado o valor del activo neto real, a diferencia del anterior, ajusta los activos y pasivos al valor del mercado, obteniéndose así patrimonio neto ajustado. Las partidas que generalmente se actualizan son las Cuentas a cobrar, Bienes de cambio y Activos fijos. De todas formas, mantiene las mismas deficiencias que el valor contable.

El valor de liquidación es un punto de referencia del valor mínimo de la Empresa. Puede ser más realista que el valor contable. Su cálculo se obtiene restando los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones, gastos fiscales y otros) al patrimonio neto ajustado. Esta valuación se emplea únicamente antes de proceder a la liquidación de la firma.

El valor sustancial es el valor de una supuesta inversión inicial que se realizaría si se constituyera una Empresa con las mismas condiciones. Se excluyen todos aquellos bienes que no se utilizan en la explotación principal.

Métodos basados en las Cuentas de Resultados de la Empresa:

Por otra parte, los métodos basados en las cuentas de resultados utilizan indicadores como los beneficios, dividendos o ventas para determinar el valor de la Empresa. Generalmente, se toma como referencia un múltiplo de otra Empresa. Entre ellos se encuentran el valor de los beneficios (o PER Price Earning Ratio en inglés), el valor de los dividendos y el método de los múltiplos.

El PER es un coeficiente que indica la cantidad de veces que se está pagando el beneficio neto anual de una Empresa determinada al comprar una acción de ésta. Para estimar el valor de las acciones de una Empresa, se multiplica el beneficio neto anual por el PER de la industria en que opera:

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{Beneficio}$$

El PER indica lo que el mercado paga por cada peso de beneficio de una acción determinada. También demuestra las expectativas de crecimiento de las utilidades que los inversionistas creen que tiene una determinada Empresa. “En una Adquisición, el PER de la Empresa a adquirir es denominado PER «de salida»; cuanto mayor sea el PER que un comprador está dispuesto a pagar mayor será su disposición a hacerse con el control de la Empresa.” (Mascareñas Pérez Iñigo, 2005). Contrariamente, mientras menor sea la relación PER, menor será el precio que se pagará para adquirir la Empresa objetivo.

En su libro, Patrick Gaughan (2007) resalta que el coeficiente PER de una Empresa puede subir o bajar debido a las fluctuaciones del mercado. Una caída en el precio de las acciones que no haya sido causada por una disminución en el poder adquisitivo de la Empresa meta, puede representar una infravaloración temporal y una excelente oportunidad de Adquisición. El nivel menor puede significar una sub valuación debido a cambios en las preferencias de los inversores o, un cambio en la capacidad de la firma de generar ingresos en el futuro.

En el caso de Fusiones o Adquisiciones, si una Empresa adquiere a otra con un PER menor que el propio, aumentarán sus beneficios por acción, debido a que los beneficios de la Empresa objetivo se capitalizan a una tasa inferior. Mascareñas (2005) concluye que, mientras mayor sea el PER de la adquirente, comparado con la adquirida, mayor será el beneficio por acción para los accionistas de la primera. Aumentarán igualmente los beneficios por acción para los accionistas adquirentes si los beneficios por acción de la adquirida son mayores que los suyos propios.

Si bien la Empresa resultante puede ser valuada mediante un PER promedio ponderado, el mercado suele valorar la rentabilidad de la misma desde cero según la eficiencia demostrada en la utilización de sus activos.

Basado en la cuenta de resultados también se encuentra la técnica de valor de los dividendos. Los dividendos son la forma clásica de retribución de los accionistas ante el riesgo de la inversión. En este caso, el valor de la acción es el valor actual de los dividendos que se esperan obtener de ella. Es decir, el valor de una inversión es el valor presente de sus flujos futuros, siendo los flujos futuros los dividendos. La fórmula para una Empresa en marcha, de la que se esperan constantes retribuciones es:

$$\text{Valor de la acción} = \text{Dividendos Por Acción} / Ke$$

Donde Ke , es la tasa de retorno esperada de las acciones. La tasa de retorno Ke , es la tasa de rentabilidad mínima exigida a la inversión. Cuanto mayor sean los riesgos esperados, mayor debería ser la tasa de rentabilidad. El problema de esta técnica radica en que mayoritariamente los dividendos son inestables a medio y a largo plazo.

Ante este problema, existe el Modelo de Gordon, el cual asume una tasa acumulativa y constante de crecimiento para los dividendos por una cantidad de años indefinida. También se lo llama modelo de descuento de dividendos. Su fórmula entonces es:

$$\text{Valor de la acción} = \text{Dividendos Por Acción} / (Ke - g)$$

El valor de la acción en el momento cero es igual al dividendo del período siguiente dividido por la tasa de rentabilidad esperada menos la tasa de crecimiento de los dividendos. Se asume que la tasa de rentabilidad esperada es mayor a la tasa de crecimiento.

Esta fórmula demuestra que el precio de una acción depende entonces de todos los ingresos que es capaz de proporcionar a lo largo de su vida. Mascareñas (2005) remarca los supuestos que explican por qué los dividendos crecen a una tasa promedio anual y acumulativa. Primero, debido a la necesidad de contrarrestar el efecto negativo que la inflación produce en los dividendos. Y segundo, debido a la reinversión de los beneficios no repartidos en forma de dividendos, lo que resultará en mayores dividendos para los años siguientes.

El Modelo de Gordon sin embargo cuenta con algunos errores. Por ejemplo, existen Empresas muy rentables que pueden no pagar dividendos ya que simplemente los reinvierten. No toma en cuenta

tampoco una futura ampliación de capital, porque el análisis está hecho con un número fijo de acciones emitidas. También, al ser un método simple no considera otros factores que pueden afectar al flujo de dividendos futuros.

Otro método simple es el de los múltiplos de ventas. El valor de la Empresa será el resultado de la multiplicación de las ventas por un coeficiente determinado según el sector industrial en el que opere. Se determina el valor de la compañía en función de este multiplicador. El resultado suele ser menos volátil que el PER, ya que los ingresos tienen menos fluctuaciones que los beneficios

El ratio Precio sobre Ventas tiene dos partes:

$$\text{Precio / Ventas} = (\text{precio / beneficio}) \times (\text{beneficio/ ventas})$$

La primera parte se refiere al PER ya nombrado, y la segunda parte se trata de la rentabilidad sobre ventas.

Para valorar una Empresa usando múltiplos, se toman como referencia sociedades comparables. Los múltiplos por ventas permiten conocer las tendencias del sector para potenciales inversores, y pueden reflejar la oferta y demanda existente de los activos en venta. Pero posee desventajas tales como que las ventas muy antiguas no sirven de comparación, los valores otorgan un rango de precio muy grande, y los datos recabados pueden no ser claros.

Otros métodos de valuación basados en múltiplos son el ratio VE/EBITDA (relación entre el Valor de la Empresa y el beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones), el ratio VE/EBIT (relación entre el Valor de la Empresa y el beneficio antes de intereses e impuestos), el precio en función del Valor contable y el precio en función del Flujo de Fondos operativo.

Métodos basados en el fondo de comercio o "goodwill":

El fondo de comercio es el valor que tiene la Empresa por encima de su valor contable ajustado. Se incluyen los intangibles de la Empresa que no se encuentran en los balances, como la cartera de clientes, la imagen de marca, la buena ubicación geográfica, entre otros. Esta técnica realiza una valoración estática de los activos de la sociedad, y una valoración dinámica sobre el valor que se generará en un futuro. Por esto, son llamados métodos "mixtos". Sin embargo, se critica que no se toma en cuenta el factor tiempo.

Cuando una Empresa planea fusionarse o adquirir a otra, es imprescindible la consideración del valor del fondo de comercio, ya que éste forma parte de los beneficios de una Empresa. Una valoración

errónea podría influir en el precio final de la Empresa en caso de una Adquisición, y perjudicar al futuro desarrollo del negocio.

La valoración de las Empresas no debe limitarse a los aspectos financieros y económicos, sino que también debe enfocarse en el capital intelectual. El capital intelectual forma parte del fondo de comercio o "goodwill". Es la combinación de activos inmateriales o intangibles (como la capacidad de innovación, las relaciones con los clientes, los conocimientos de los miembros de la Empresa, el capital cultural y comunicacional) que pueden generar beneficios en el futuro.

El capital intelectual según Edvisson y Malone (2000) se descompone en tres:

- El capital estructural, que comprende los procedimientos, rutinas, sistemas de información, bases de datos y cultura de la Empresa. Alguno de ellos pueden convertirse en derechos de propiedad intelectual, como por ejemplo las patentes. Si los empleados abandonasen la organización, el capital estructural sigue siendo parte de ella.
- El capital relacional, el que está compuesto por aquellas relaciones que aportan valor en la Empresa, tanto con grupos de interés internos como externos. En esta categoría se encuentra la imagen, la lealtad, la satisfacción al consumidor, el poder de negociación o la cuota de mercado.
- Y el capital humano, que es el conjunto de competencias, habilidades y actitudes que residen en los miembros de la organización y permiten generar valor para la Empresa. Se encuentra formado por todas las capacidades individuales, conocimientos, destrezas y experiencias de los empleados.

Las subdivisiones del método se diferencian entre sí según la forma de calcular el valor del fondo de comercio. Algunas de las más conocidas y explicadas por Pablo Fernández (1998) en su libro son:

El método de valoración clásico, que realiza una distinción entre Empresas industriales y Empresas minoristas. En el primer caso, para obtener el valor del fondo de comercio multiplica el beneficio neto de una Empresa por un determinado coeficiente "n", pudiendo ser 1,3 o 5.

$$\text{Valor de la Empresa} = \text{Activo neto} + (n \times \text{Beneficio neto})$$

En el caso de los minoristas, su cálculo deriva de la aplicación de cierto porcentaje "z" a la facturación.

$$\text{Valor de la Empresa} = \text{Activo neto} + (z \times \text{Facturación})$$

El método indirecto, el cual utiliza la siguiente fórmula, en donde “i” refleja el tipo de interés de los bonos del Estado a largo plazo. El beneficio se calcula con un promedio de los años anteriores.

$$\text{Valor de la Empresa} = (\text{Activo neto} + \text{Beneficio}/i) / 2$$

El método directo o anglosajón, el cual calcula el valor del fondo de comercio mediante una actualización del beneficio obtenido por la Empresa, calculado éste como la diferencia entre el beneficio neto y el costo de oportunidad. Utiliza la siguiente fórmula, en donde “iA” es el activo neto actualizado, y “tm” es la tasa de interés de los bonos del Estado a largo plazo multiplicada por un coeficiente entre 1,2 y 1,5, que toma en cuenta el riesgo.

$$\text{Valor de la Empresa} = \text{Activo neto} + (\text{Beneficio} - iA) / tm$$

Y el método de la tasa con riesgo y sin riesgo, en el que la valuación de una Empresa se calcula sumando el Activo neto con la actualización del beneficio, ajustando la tasa por el factor riesgo.

$$\text{Valor de la Empresa} = (\text{Activo neto} + \text{Beneficio}/ \text{Tasa de interés con riesgo}) / (1 + \text{Tasa de interés sin riesgo}/ \text{Tasa de interés con riesgo})$$

Métodos basados en los Flujos de fondos:

Hoy en día los métodos de valuación basados en flujos de fondos son los más utilizados. Fernández (1998) explica que la determinación de valor de una Empresa se realiza a través de la estimación de flujos de fondos que la misma generará en un futuro, para luego ser descontados a una tasa de descuento según su riesgo. Estos Cash Flows, provienen de los cobros de ventas, los pagos de materia prima, la devolución de créditos, etc.

Para este tipo de valuación, es fundamental una apropiada elección de la tasa de descuento o costo de capital. El costo de capital es el costo de oportunidad para una opción de inversión, por lo tanto, se refiere a las retribuciones que obtendrán los inversores por el aporte de su dinero. Entonces, será el rendimiento anual mínimo exigido.

Cuando se pretende adquirir una Empresa, en un comienzo se calcula su valor a partir de la multiplicación de la cantidad de acciones emitidas por su precio de mercado. El precio de mercado debe compararse con el precio teórico o precio de libros que tiene la Empresa para el adquiriente, el cual no cuenta con la apreciación subjetiva que puede llegar a otorgarle el mercado, sino que simplemente toma en cuenta la situación real de la sociedad.

Para el cálculo del precio teórico es necesario conocer a qué tasa de descuento se descontarán los flujos. “Cuanto más arriesgado sea el negocio de la Empresa que se desea adquirir, mayor será la tasa de descuento apropiada para los flujos de caja de la misma y, consecuentemente, menor será su valor actual, es decir, su precio teórico o intrínseco.” (Mascareñas, 2005). Una forma de averiguar la tasa de descuento es mediante la consideración del costo de capital.

Una vez estimada la tasa de rendimiento exigida y por ende la tasa de descuento, el valor total de la Empresa se determina a través de los flujos de fondos más comunes: el flujo de fondos libre, el flujo de fondos disponible para los accionistas y el flujo de fondo de capital.

Los tres flujos de fondos nombrados deben haber pasado previamente por una serie de etapas que permiten asegurarse de que todos los puntos pertinentes son tenidos en cuenta.

Principalmente, un análisis histórico financiero de la Empresa que comprenda la composición y evolución de las cuentas de resultados, las inversiones, la financiación, y un análisis de la salud financiera.

Luego, un análisis estratégico y competitivo que comprenda la evolución del sector, las posiciones competitivas de los competidores y la evolución de la posición competitiva de la compañía.

Finalmente, una etapa con proyecciones financieras que incluya la proyección de ventas y gastos operativos, los flujos de cajas generados por la firma, las reinversiones necesarias para el funcionamiento del negocio y la estimación de diversos escenarios.

El flujo de fondos libre es el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento, después de impuestos. En inglés el llamado *free cash flow*, está formado por “el dinero que quedaría disponible de la Empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que por tanto, no hay cargas financieras” (Fernández, 1998). Se focaliza en el rendimiento económico de los activos de la Empresa, sin importar su fuente de financiación.

$$\text{Free cash flow} = \text{Ganancia operativa después de impuestos} - \text{Incrementos en el capital de trabajo} - \text{Inversión de capital}$$

Para realizar una correcta valoración, esos flujos de caja libres deben ser actualizados al presente. Su tasa de descuento apropiada es la del coste ponderado de los recursos o WACC (de las deudas y de las acciones).

Según el Boletín del Colegio Público de Contadores de México (2014) el WACC o costo promedio ponderado de capital “es la tasa de descuento que determina el costo financiero del capital de una entidad, la cual se obtiene por ponderar la proporción de los puntos que cuestan los recursos que posee la entidad con los recursos externos, es decir, es la tasa que representa el costo medio de los activos, aquellos que provienen de fuentes de financiamiento, tanto de la propia entidad como externas, y que tienen un costo financiero.” . Para que se logre reflejar el verdadero costo de capital de la firma, es necesario considerar sus diversos componentes, como las deudas a mediano y largo plazo, las acciones preferentes en circulación, obligaciones no garantizadas, y demás.

Su fórmula es:

$$\text{WACC} = \text{Proporción Deudas} \times \text{Costo de financiamiento con terceros} + \text{Proporción Capital Propio} \times \text{Tasa de rendimiento requerida por el accionista}$$

Las ponderaciones no deben reflejar datos históricos, sino los valores del mercado.

El cálculo del verdadero valor de la compañía a través del método de descuento de flujos de caja libres consta de dos partes. En la primera parte, como ya he dicho, se descuentan todos los flujos de fondos proyectados para un horizonte determinado, el cual generalmente tiene una duración de entre tres y cinco años. En la segunda parte, se valúa el flujo restante que no forma parte del horizonte de planificación, estimándolo como perpetuo. Este valor restante es conocido como “valor residual” o “valor continuo”. Por lo tanto, el valor total de la Empresa es la suma de los valores actualizados del periodo planificado más el valor de los flujos perpetuos esperados.

Mientras mayor longitud tenga el horizonte de planeamiento proyectado, menor será el valor residual. El Valor Residual, representa el valor al que la Empresa podría ser vendida al final del período proyectado (Patrick Gaughan, 2007). Hay varias formas de calcular este Valor continuo, sin embargo, la más utilizada es la de crecimiento perpetuo: se supone que todos los flujos de caja libres restantes crecerán a una tasa anual constante y acumulativa con respecto al último año del horizonte planificado. Su fórmula entonces es:

$$\text{Valor Residual} = \text{Flujo de caja libre al año siguiente al del final del horizonte} / (\text{WACC esperado para el final del horizonte} - \text{Tasa media esperada de crecimiento anual y acumulativa})$$

Por otra parte, el flujo de fondos disponible para accionistas y el flujo de fondos de capital permiten obtener solo el valor de las acciones de la compañía, por lo que hay que añadirles el valor de la deuda para una valoración completa de la Empresa.

El flujo de fondos disponible para accionistas representa el dinero destinado al pago de dividendos. Para calcularlo, se parte desde el flujo de fondos libre, se le restan los intereses de deuda y los pagos de capital, y se suman los intereses de nuevas deudas.

$$\text{Flujo de fondos para accionistas} = \text{Free Cash Flow} - (\text{Intereses pagados} \times (1-T)) - \text{Pagos principal} + \text{Nueva deuda}$$

Este flujo de fondos según Pablo Fernández (2008):

“Supone la existencia de una determinada estructura de financiación en cada periodo, por la cual se abonan los intereses de las deudas existentes, se pagan los vencimientos de principal que correspondan y se reciben los fondos provenientes de una nueva deuda, quedando finalmente un remanente que es el dinero que queda disponible para los accionistas y que se destinará a dividendos o a recompra de acciones”.

En otras palabras, representa el efectivo generado por la Empresa y disponible para repartir a sus accionistas que queda luego de haber satisfecho todos los pagos de financiación ajena. Su tasa de descuento será la rentabilidad exigida por los accionistas.

Existen varias maneras de calcular cual será la tasa de rendimiento requerida. Dentro de las más conocidas, la primera es a partir del modelo CAPM de equilibrio de activos financieros (en inglés Capital Asset Pricing Model). La ecuación indica que el rendimiento esperado sobre un valor o inversión está representado por una tasa de interés libre de riesgo más una prima de riesgo.

$$\text{Rentabilidad exigida por los accionistas} = \text{Tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo} + \text{Beta} \times \text{Prima de riesgo del mercado}$$

La prima de riesgo de mercado es la diferencia entre el rendimiento esperado del mercado y la tasa libre de riesgo. El coeficiente Beta mide el riesgo sistemático, el cual indica la variación del rendimiento de un título con respecto a la variación del rendimiento del mercado.

Mascareñas (2005) explica que el coeficiente Beta depende de tres variables. Mientras más sensible sea el negocio a la situación del mercado, mayor será la Beta. Cuanto mayor sea la cantidad de costos fijos en relación a los costos totales, mayor será la Beta a causa de la variación posible en los beneficios. Y en relación al apalancamiento financiero, cuanto mayor sea el endeudamiento de la Empresa, también la Beta será mayor.

La otra manera utilizada para calcular el costo de las acciones ordinarias es mediante el método de crecimiento de los dividendos, de Gordon y Shapiro. Toma en cuenta que la compañía se desarrolla a un ritmo constante y estable.

$$\text{Rentabilidad exigida por los accionistas} = (\text{Dividendos a percibir en el periodo siguiente} / \text{Precio actual de la acción}) + \text{Tasa de crecimiento constante de los dividendos}$$

Una aclaración es que la tasa de crecimiento de los dividendos no puede ser mayor que la tasa de crecimiento de la economía ó Producto Bruto Interno.

El Flujo de Fondos de Capital ó Capital Cash Flow, se refiere al efectivo que la Empresa ha generado para sus partícipes, es decir, los accionistas y los acreedores o poseedores de deuda. La Empresa debe remunerar tanto al accionista, quien ha aportado recursos a modo de inversión, como al acreedor quien la ha financiado a cambio de una retribución.

$$\text{Flujo de caja de capital} = \text{Flujo de caja para accionistas} + (\text{Intereses} - \Delta\text{Deuda})$$

Si existe una disminución de la deuda, habrá un mayor flujo de caja para el acreedor. Por el contrario, si hay un aumento de la deuda, habrá un mayor endeudamiento para la Empresa y un menor flujo de caja para el acreedor, ya que no se les abona el importe debido.

En conclusión, la valuación de Empresas suele ser una cuestión bastante subjetiva debido a las diferentes maneras de ponderar los factores, por lo que se considera tanto un arte como una ciencia.

Capítulo 5: Caso DESPEGAR

En el presente capítulo realizaré un análisis de la Empresa Despegar (antiguamente llamada Despegar.com), líder en el sector de agencia de viajes online del mercado latinoamericano desde principios del siglo XIX. Es la agencia más grande de América Latina, con presencia en 21 países.

La misión de Despegar es “Convertirnos en la mayor agencia de viajes del mercado vacacional, tanto online como tradicional de Latinoamérica, obteniendo una rentabilidad final, de al menos el triple que el promedio del mercado”.

Y su visión es “Ser el canal de ventas de viajes más práctico para nuestros clientes y más eficientes para nuestros proveedores del mercado siendo líderes en precio y volumen, apoyándonos en la excelencia de nuestros recursos humanos y nuestra plataforma ecológica”:

Despegar.com se creó en 1999. Un año antes, su fundador Roberto Souvirón tuvo la idea de crear la empresa, mientras asistía a la Universidad Duke en Carolina del Norte. Luego de terminar su MBA en Estados Unidos, Souvirón vuelve a Argentina y propone a los futuros cofundadores el lanzamiento de un negocio de venta de vuelos a través de Internet. Los cuatro conocidos, todos menores de 30 años, eran Martín Rastellino, Christian Vilate, Alejandro Tamer y Mariano Fiori. Ellos aportaron \$15.000 dólares cada uno para su fundación. Inicialmente tuvo que ser registrada en Estados Unidos por cuestiones impositivas. Pero a fines de 1999, Despegar.com inicia sus operaciones en el país. El rubro de agencia de viajes online aún no estaba muy desarrollado en la Argentina. El cofundador Tamer dice que “fue fácil que la gente se sumara al proyecto debido al furor del Internet en esa época”. Fue uno de los primeros sitios en implementar la compra con tarjeta de crédito vía online.

El objetivo principal fue que los viajeros eviten las largas filas para adquirir un ticket de avión. Más tarde, la empresa también ofrecería la posibilidad de reservar alojamiento, autos y viajes en cruceros a través de su plataforma. Actualmente, la firma le permite al usuario la comodidad de comprar desde donde sea que se encuentre, a través de la página web www.Despegar.com, con acceso a 500 aerolíneas, 70 agencias de alquiler de vehículos, 80.000 hoteles, y miles de paquetes turísticos en todos los destinos del mundo. Como ya he nombrado, desde sus comienzos, Despegar ha logrado expansiones no solo a diferentes países sino también a diversas áreas relacionadas con el negocio del turismo.

El crecimiento fue vertiginoso. Al año y medio de su fundación, Despegar.com contaba con agencias en nueve países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay, Estados Unidos y Venezuela. El financiamiento en una primer etapa fue a través de inversores independientes. A comienzos del 2000, participaron inversores institucionales para la segunda etapa de financiamiento. Recibieron una inversión de un millón de dólares del fondo Buenos Aires Capital Partners, logrando luego alcanzar 10 millones de dólares adicionales aportados por varias firmas.

En el 2002, buscando consolidarse en América Latina como la mayor agencia de viajes, Despegar.com adquiere a Viajo.com, en ese entonces su principal competidor. Los accionistas de Viajo.com solicitaron a cambio acciones de la empresa, por lo que terminó convirtiéndose en una fusión por adquisición. El monto del intercambio accionario no fue revelado. Según un artículo del diario El Mundo (2002) el fundador y presidente de la junta directiva de la empresa absorbida, Enrique Felgueres, expresó que después de la fusión se encontraban en una “excelente posición para captar el creciente número de personas en América Latina y España que están usando Internet para la planificación y compra de viajes”. Al abarcar un mayor tamaño de mercado, se les permitió alcanzar

tarifas más competitivas. Enrique Felgueres pasa a ser el director de la nueva empresa fusionada, mientras que Roberto Souvirón sigue como gerente general.

También generó alianzas con otros sitios como Ciudades.com y Viajeros.com, comprándoles una importante participación. Ciudades.com es una red que cuenta con guías de información útil o necesaria de varias ciudades latinoamericanas. También permite la reserva de hoteles o alojamientos online.

En 2007, la empresa comienza a desarrollar su propio software y deja de comprar soluciones informáticas a países como la India. Esto ha permitido profesionalizar su desarrollo tecnológico, y encontrarse a la vanguardia de las aplicaciones móviles.

A partir del año 2009, Despegar comienza a operar en los países restantes del continente: Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Nicaragua, Panamá y Puerto Rico.

En el año 2015 Expedia entra en el capital de Despegar con una compra accionaria de 270 millones de dólares, convirtiéndose en accionista minoritario, aunque no se haya declarado a qué porcentaje del total se estaba refiriendo. Expedia es un grupo estadounidense de ventas online, que abarca firmas como Trivago y Car Rentals. De esta manera, todos los hoteles de la base de datos de Despegar se agregan en la cartera de Expedia, y viceversa.

En febrero de 2017 Souvirón decide dejar su cargo y continuar como accionista, siendo reemplazado por el nuevo CEO Damián Scokin, buscando una renovación de la visión y capacidad de la empresa.

El 17 de septiembre de 2017, Despegar se registra ante la Comisión de Valores (Securities and Exchange Commission) de Estados Unidos, para cotizar en el mercado de Nasdaq de Wall Street bajo el símbolo "DESP". Realizó una Oferta Pública Inicial de acciones en NYSE, resultando en una recaudación de \$253 millones de dólares. El precio de las acciones creció de 26 dólares a 30,8 dólares. El CEO Scokin justificó este crecimiento por el gran interés de inversionistas en el mercado de tecnologías de la información. A partir de esto, Despegar forma parte del grupo de los "cuatro unicornios tecnológicos argentinos" junto con Mercado Libre, Globant y OLX, quienes tienen un valor de mercado mayor a 1.000 millones de dólares.

En abril de 2019, Despegar adquiere la totalidad de las operaciones de Fallabella Viajes, junto con la licencia de marca, en un millonario acuerdo de 27 millones de dólares. El artículo publicado en Reportur explica que esta adquisición permitió que los clientes de ambas Empresas accedan a una

oferta potenciada de productos y servicios en viajes y turismo, a través de la atención omnicanal (online, call center y tiendas físicas).

En agosto del 2020, Despegar adquiere la firma brasileña Koin por 200 millones de dólares. Esta fintech permite a los clientes brasileños reservar en la web y pagar en cuotas. Por lo tanto, es notable que el objetivo final de esta adquisición fue obtener una mejora en la financiación de los usuarios. Desde principios del 2020 hasta la fecha de la operación se ha observado una caída del 96% de las reservaciones en Despegar en todo Latinoamérica debido a la pandemia Covid-19. La pandemia ha golpeado las ventas de Despegar no solo por la esperada baja en la demanda de viajes, sino también por las restricciones de ingreso impuestas en algunos países.

A pesar de esto, en octubre del mismo año, Despegar consolida la adquisición que había anunciado varios meses atrás, de Best Day Travel Group (empresa fundada en Cancún en 1984). La compra de la firma mexicana permitió a Despegar contar con un activo clave en el segmento de hoteles y paquetes de viaje. El objetivo fue fortalecer su presencia en México y en los demás países del continente. Los términos de la adquisición indefectiblemente tuvieron que ser renegociados debido a la pandemia: en un principio el valor de la transacción era de 136 millones de dólares, pero finalmente ambas partes acordaron un precio base de 56,5 millones de dólares. También extendieron el plazo de pago, pasando de 24 a 36 meses. (Reportur, 2020).

El objetivo de la adquisición de Best Day es lograr la reducción del 35% de sus costos operativos, mínimamente hasta salir de la crisis económica que se vive hoy en día en el país. Otras medidas tomadas para mejorar la posición financiera fueron la postergación de gastos prescindibles, la renegociación con proveedores, el retiro de la inversión en marketing y la suspensión de cientos de empleados.

Análisis financiero

Debido a que Despegar comenzó a cotizar en bolsa en 2017, el análisis financiero se basa en los estados contables desde el año 2017 hasta el año 2019, sin contemplar su primera adquisición realizada a Viajo.com en el año 2002. Al día de la fecha (7 de marzo de 2021) Despegar aún no ha realizado en Nasdaq su reporte del estado contable anual del 2020. Sin embargo, es posible obtener información de hasta el tercer trimestre del 2020 inclusive.

Las operaciones de la empresa se realizan en moneda local pero se consolidan y reportan en dólares. Por lo tanto las variaciones en dólares incluyen la devaluación del peso argentino en sus números.

A continuación, se observa un cuadro que muestra la inflación promedio en Argentina y Brasil (ya que Brasil representa el mayor porcentaje de ventas de la compañía) desde el 2017 al 2020, para tener en cuenta al momento de analizar los estados contables:

Año	2017	2018	2019	2020
Inflación Brasil	2,95%	3,75%	4,31%	4,52%
Inflación Argentina	24,8%	47,6%	53,8%	36,1%

En primer lugar, analizaré dos ratios crediticios de la empresa: el ratio de liquidez y el ratio de endeudamiento.

El ratio de liquidez es un indicador que se obtiene dividiendo el Activo Corriente (conformado por las partidas que pueden ser convertibles en efectivo dentro de un año) por el Pasivo Corriente (compuesto por las deudas y obligaciones que deben ser canceladas o satisfechas dentro de un año). La liquidez permite conocer la capacidad de pago de la empresa ante obligaciones de corto plazo.

En vista a los balances anexados, se concluye que:

- En el final del año 2016, el ratio es de 0,86. Por lo tanto, en este momento la empresa no lograba que el nivel del Activo Circulante sea superior al del Pasivo Circulante.

$$245.631/287.149= 0,86$$

- En el final del año 2017, el ratio es de 1,63. Es un indicador favorable para la empresa. Se encontró un gran aumento comparado con el año anterior.

$$633.708/387.606= 1,63$$

- Al final del 2018, el ratio es de 1,69. Comparado con el año anterior, la empresa se encontraba en mejor estado de liquidez.

$$657.761/389.162= 1,69$$

- Al final del 2019, el ratio es de 1,40, menor al 2018. Por lo tanto, el efectivo y equivalentes de efectivo existentes durante el año fueron suficientes para satisfacer las necesidades previstas a corto plazo. En el mes de Abril de este año Despegar adquirió a Fallabella Viajes.

$$616.444/440.808= 1,40$$

- El último trimestre reportado del 2020 (al 30 de Septiembre), tiene un ratio de liquidez de 0,90. Este número representa un peligro para la liquidez al ser menor a 1. Esta notable disminución sucedió debido a que el desempeño operativo y financiero de la compañía se vio perjudicado por la gran cantidad de viajes suspendidos a causa de la pandemia Covid-19. La página web

de "Ámbito" comenta que durante el primer trimestre del 2020, Despegar contó con la ayuda de U\$S 200 millones de dos inversores extranjeros, lo que le permitió seguir adelante con sus obligaciones.

A pesar de todo, Despegar aprovechó la situación mundial de crisis económica para adquirir a la firma brasileña Koin a un precio mucho menor de su valor real. Lo mismo sucedió con la compra de Best Day, cuyo valor terminó reduciéndose casi a la mitad.

$$460.170/227.180= 0,90$$

El ratio de endeudamiento es un indicador que mide la relación que existe entre los fondos ajenos y los fondos propios. El número se obtiene dividiendo las Deudas a largo plazo por el Patrimonio Neto o total de capital de la empresa.

Un valor optimista se sitúa entre 0,4 y 0,6. Si supera este rango, significa que la empresa cuenta con un volumen de deudas excesivo. En el caso de Despegar, todos los años analizados demuestran un ratio de endeudamiento de 0 puntos, esto significa que la estructura de capital está compuesta íntegramente por "Equity" o capital propio. Puede ser desfavorable ya que al haber exceso de capitales propios, la empresa debe ganar rentabilidad mediante endeudamiento.

Como se observa en los balances anuales anexados, ningún año contiene deudas a largo plazo.

Aparte de los ratios crediticios, existen dos ratios de rentabilidad. El ROE (Return on Equity) y el ROA (Return on Assets).

El ROE es un ratio que mide la rentabilidad de la compañía sobre sus fondos propios. En otras palabras, mide el beneficio neto obtenido por la inversión de los accionistas. Este indicador permite a los inversores tener toda la información para el análisis de la viabilidad de inversión en la empresa, y por consiguiente, aumentar o no su inversión.

Su fórmula entonces es: Beneficios netos / Activos o fondos propios.

A lo largo de los años observo la siguiente evolución del ROE:

- En 2016 la compañía tuvo un Patrimonio Neto negativo, debido a que sus pérdidas superaban el capital existente. El coste de la deuda es superior a su rentabilidad económica. (17.797/-82.263)
- En 2017 el ROE es de 19,44%. Este fue el año en que la empresa tuvo la mayor rentabilidad en función a los recursos propios que emplea para su financiación. (43.366/217.958)
- En 2018 el ROE es de 7,74%. Disminuyó con respecto al período anterior. (19.154/247.574)

- En 2019 el ROE es negativo nuevamente, lo que significa que la empresa tiene un coste de deuda menor a la rentabilidad económica. $(-20.910/194.236)$
- En 2020 sucede lo mismo que el año precedente. La rentabilidad financiera no llega a superar las expectativas de los propietarios de Despegar, el ratio es negativo.

El ROA (Return on Assets) muestra el porcentaje de beneficio que una empresa obtiene en relación a sus recursos totales. Los activos de la empresa están compuestos de cualquier deuda y capital utilizado para financiar las operaciones de la misma. La diferencia con el ratio "Return on Equity" es que no solo considera el patrimonio de los accionistas sino todos los activos.

Su fórmula es: $\text{Beneficio operativo} / \text{Activos totales}$

- En 2016 el ROA es 9,92%. Mientras mayor sea el ROA, más beneficios puede generar la empresa con menor inversión de capital. $(35.087/353.710)$
- En 2017 sigue manteniéndose alto, en un número de 9,64%. $(71.239/738.694)$
- En 2018 se demuestra un desmejoramiento de la situación, cayendo el ROA a 5,94%. $(45.390/763.947)$
- En 2019 el ratio disminuye a 2,39%. $(19.154/801.213)$
- En 2020 el porcentaje es negativo, es decir, Despegar está invirtiendo mucho capital en sus transacciones pero al mismo tiempo recibe pocos ingresos. Un ROA negativo también lleva a que el ROE sea inferior. $(-47.570/630.800)$

Lo ideal para la empresa sería que el ratio ROA sea igual al ROE, lo que significaría que todo el activo es financiado por capital propio.

En cuanto a la cotización en bolsa bursátil, puedo observar en el gráfico adjuntado debajo, que las acciones de Despegar han sufrido una caída desde la fecha de salida a la Bolsa de Nueva York. Esto es a causa de la crisis generalizada de todo el mercado argentino a lo largo de los últimos 5 años, junto con la actual situación de pandemia.



Evolución de la cotización de las acciones de DESP en los últimos 5 años. Extraído de la página Nasdaq. Consulta: 7 de Marzo de 2021.

Despegar, junto con las demás Empresas argentinas que cotizan en NYSE, demuestra una capitalización bursátil que no deja de caer. Incluso algunas acciones cotizan a un precio llamado de “remate”. Según la web de America Retail (2021), las razones de esta caída incluyen a la incertidumbre política y económica de los últimos meses, junto con los efectos nocivos de las medidas tomadas por el Coronavirus.

CONCLUSION:

Las Empresas desde sus inicios, demuestran una tendencia a agruparse, separarse o fusionarse, debido a diversas causas, principalmente económicas.

Existen formas de lograr una reorganización societaria exitosa, aplicando distintos métodos; considerando los motivos que generalmente llevan al fracaso, de una Fusión o Adquisición.

Desde el siglo XIX hasta la actualidad, se distinguen unas cinco, seis o siete “oleadas” (dependiendo del autor), cada una de ellas con características distintivas para las fusiones y adquisiciones que mayormente se realizaron en ese momento.

Las reorganizaciones societarias deben cumplir, con una serie de requisitos Legales e Impositivos para lograr concluirse de manera correcta.

Existen Técnicas de Valuación de Empresas, para el cálculo de su valor. Basadas en el Estado de Situación Patrimonial, en la Cuenta de Resultados, en los Fondos de Comercio o en los Flujos de Fondos.

En el año 2020, en Argentina, se ha reflejado una baja interanual del 38%, en la cantidad de Fusiones y Adquisiciones realizadas; contrario a lo ocurrido en el año 2019, en el cual se batió un récord en la realización de las mismas.

La Empresa Despegar demuestra resultados positivos, producto de todas las Fusiones o Adquisiciones que ha conllevado a lo largo de los últimos años, con las compañías: Viajo.com, Fallabela Viajes, Koin y Best Day Travel Group. Pero, a pesar de su expansión en el rubro y sus innovaciones en el mercado viajero, como consecuencia de la situación económica mundial y regional; Despegar tiene una tendencia bajista en los Indices Financieros: ROA, ROE (Ratios de liquidez y de endeudamiento).

BIBLIOGRAFIA:

LIBROS:

- BREALEY, A.; MYERS, S. & ALLEN, F. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. México D.F.: Mc Graw Hill.
- COPELAND, T.E Y WESTON, JF. (1983). *Finacial Theory and Corporate Policy*. Estados Unidos: Addison- Wesley Publishing Company.
- EDVISON, L y MALONE, M (2000). *El capital intelectual: cómo identificar y calcular el valor de los recursos intangibles de su Empresa*. España: Gestión 2000.
- FERNANDEZ P, (1998). *Valoración de Empresas*. España: Ediciones Gestión 2000
- GAUGHAN, P (2007). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. Estados Unidos: John Wiley & Sons, Inc.
- MASCAREÑAS PEREZ IÑIGO (2005). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. España: Mac Graw-Hill
- MC CANN, J. Y GILKEY,R. (1990). *Fusiones y Adquisiciones de Empresa*. España: Ediciones Diaz de Santos, SA.
- RIVERO ROMERO (1995). *Contabilidad de sociedades. Problemática económica- contable*. España: Trivium, SA.

- SANTANDREU MARTINEZ, E. (1990). Manual práctico de valoración de Empresas. España: Eada Gestión.

ACCESOS ON LINE:

- AMBITO (2020). La estrategia post pandemia
<https://www.ambito.com/opiniones/despegar/la-estrategia--la-pospandemia-n5130722>
Consulta: 7 de Marzo de 2021
- AMERICA RETAIL (2020) Bajan las acciones de empresas argentinas
<https://www.america-retail.com/argentina/argentina-bajan-las-acciones-de-empresas-argentina-todas-juntas-apenas-valen-el-60-de-mercado-libre/>
Consulta: 12 de Marzo de 2021
- BELYH, A (2019). A Historical Analysis of M & A Waves. 2019
<https://www.cleverism.com/historical-analysis-ma-waves-mergers-acquisition/>
Consulta: 22 de Diciembre de 2020
- CLARIN (2015). Expedia se asocia con Despegar.
https://www.clarin.com/Empresas-y-negocios/expedia-us-millones-asociarse-despegarcom_0_rkgmfQ9vQg.html
Consulta: 3 de Marzo de 2021
- COLEGIO: CONTADORES PÚBLICOS, MÉXICO (2014). Boletín de Finanzas y sistema financiero
https://www.ccpm.org.mx/avisos/Boletin_Finanzas_sur_ok.pdf
Consulta: 5 de Febrero de 2021
- CORDEIRO, M. (2014). The seventh M & A wave.
<https://camayapartners.com/wp-content/uploads/2016/06/The-seventh-MA-wave.pdf>
Consulta: 19 de Enero de 2021
- CORPORATE FINANCIE INSTITUTE (s.f) Equity Carve.Out.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/equity-carve-out/>
Consulta: 23 de Enero de 2021

- EL CRONISTA. (2020). Caen las Fusiones y Adquisiciones de Empresas, pero hay más oportunidades.
<https://www.cronista.com/apertura-negocio/inversiones/Caen-las-Fusiones-y-Adquisiciones-de-Empresas-pero-hay-oportunidades-20200806-0009.html>
Consulta: 3 de Marzo de 2021
- EL MUNDO (2002). Despegar.com y Viajo.com se fusionan
<https://www.elmundo.es/mundodinero/2002/01/30/Noti20020130174257.html>
Consulta: 3 de Marzo de 2021
- GEMMA GINER, J. (2017). MBO y LBO, Herramientas de Adquisición de Empresas
<https://br.escueladenegociosydireccion.com/business/finanzas/mbo-y-lbo-herramientas-de-adquisicion-de-Empresas/>
Consulta: 22 de Enero de 2021
- IMPULSO (2020) Fusiones y adquisiciones de empresas en Argentina
<https://www.impulsonegocios.com/leve-recuperacion-de-las-fusiones-y-adquisiciones-de-empresas-en-argentina/>
Consulta: 12 de Marzo de 2021
- INFOBAE (2016) Despegar.com: de agencia de viajes a “Unicornio tecnológico”
<https://www.infobae.com/turismo/2016/09/21/despegar-com-de-agencia-de-viajes-a-unicornio-tecnologico/>
Consulta: 3 de Marzo de 2021
- INVESTING (2021) Balance DESP
<https://es.investing.com/equities/despegar-com-balance-sheet>
Consulta: 7 de Marzo de 2021
- LA NACIÓN (2017). Cómo se gestó la mayor agencia de viajes de Latinoamérica.
<https://www.lanacion.com.ar/economia/del-garage-a-wall-street-la-saga-de-18-anos-de-despegar-nid2064733/>
Consulta: 3 de Marzo de 2021
- NASDAQ (2021). Despegar.
<https://www.nasdaq.com/es/market-activity/stocks/desp>
Consulta: 5 de Marzo de 2021

- OCHOA, I (2015). Buy-in Management Buyout (BIMBO) y el poder de la integración.
<https://igorochoa.net/2015/05/19/buy-in-management-buyout-bimbo-y-el-poder-de-la-integracion/>
Consulta: 22 de Enero de 2021
- PORTAFOLIO (2019). Millonario acuerdo.
<https://www.portafolio.co/negocios/Empresas/despegar-compra-la-operacion-de-viajes-falabella-528589>
Consulta: 3 de Marzo de 2021
- REPORTUR (2019) Salto de Despegar.
<https://www.reportur.com/agencias/2019/04/15/salto-despegar-compra-viajes-falabella-us27-millones/>
Consulta: 4 de Marzo de 2021
- REPORTUR (2020) Despegar concluye la compra de Best Day
<https://www.reportur.com/mexico/2020/10/03/despegar-concluye-compra-best-day-las-claves-la-operacion/>
Consulta: 4 de Marzo de 2021
- INVESTOR (2021) Estructura corporativa
<https://investor.despegar.com/about-despegar/corporate-structure/default.aspx>
Consulta: 7 de Marzo de 2021

ANEXOS:

Anexo 1: Balance anual extraído de Nasdaq. Números expresados en millones de U\$.
Consulta: 7 de Marzo de 2021.

DESP Entidades financieras

[DECLARACIÓN DE INGRESOS](#)
[BALANCE GENERAL](#)
[FLUJO DE CAJA](#)
[COEFICIENTES FINANCIEROS](#)

EN MILES DE USD

ANUAL 

Fin Del Periodo:	12/31/2019	12/31/2018	12/31/2017	12/31/2016
Activos actuales				
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$313,644	\$352,189	\$400,777	\$98,706
Inversiones a corto plazo	\$0	\$0	\$0	\$0
Cuentas por cobrar netas	\$233,106	\$237,101	\$203,526	\$123,338
Inventario	\$0	\$0	\$0	\$0
Otros activos actuales	\$69,694	\$68,471	\$29,405	\$23,587
Total de activos actuales	\$616,444	\$657,761	\$633,708	\$245,631
Activos a largo plazo				
Inversiones a largo plazo	\$0	\$0	\$0	\$0
Activos fijos	\$62,843	\$19,716	\$16,171	\$13,717
Fondo de comercio	\$46,956	\$36,207	\$38,733	\$38,894
Activos intangibles	\$49,619	\$37,512	\$35,424	\$31,412
Otros activos	\$25,351	\$12,751	\$14,658	\$24,056
Cargos de activos diferidos	\$0	\$0	\$0	\$0
Total de activos	\$801,213	\$763,947	\$738,694	\$353,710

Fusiones y Adquisiciones en Argentina, Caso: Despegar.com, Ciudad de Buenos Aires, 2020

Pasivos actuales				
Cuentas por pagar	\$146,275	\$126,257	\$129,973	\$96,341
Deuda a corto plazo / Parte actual de deuda a largo plazo	\$226,163	\$216,612	\$183,037	\$109,416
Otros pasivos actuales	\$68,370	\$46,293	\$74,596	\$81,392
Total de pasivos actuales	\$440,808	\$389,162	\$387,606	\$287,149
Deuda a largo plazo	\$0	\$0	\$0	\$0
Otros pasivos	\$166,169	\$127,211	\$133,130	\$148,824
Cargos de pasivos diferidos	\$0	\$0	\$0	\$0
Varias acciones	\$0	\$0	\$0	\$0
Interés minoritario	\$0	\$0	\$0	\$0
Total de pasivos	\$606,977	\$516,373	\$520,736	\$435,973
Capital de los accionistas				
Acciones ordinarias	\$261,608	\$255,254	\$253,535	\$6
Excedente de capital	-\$326,510	-\$305,600	-\$367,616	-\$409,982
Beneficios retenidos	-\$68,267	-\$26,030	\$0	\$0
Acciones propias	\$327,523	\$321,627	\$316,444	\$312,155
Otro capital	-\$118	\$2,323	\$15,595	\$15,558
Total del capital	\$194,236	\$247,574	\$217,958	-\$82,263
Total de pasivos y capital	\$801,213	\$763,947	\$738,694	\$353,710

Anexo 2: Balance trimestral del año 2020 extraído de Investing. Números expresados en millones de U\$. Consulta: 7 de Marzo de 2021

Balance DESP[i](#)

Anual

Trimestral[Contraer todos](#)

Período terminado:	2020 30/09	2020 30/06	2020 31/03	2019 31/12
Total activos corrientes ▾	460,17	317,6	403,33	616,44
Efectivo y inversiones a corto plazo	375,26	223,97	221,66	309,19
Tesorería	-	-	-	118,97
Efectivo y equivalentes	375,26	223,97	221,66	309,19
Inversiones a corto plazo	-	-	-	190,21
Deudores comerciales y otras cuentas corrientes a cobrar	42,19	48,16	125,16	270,17
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	38,05	44,14	115,02	213,55
Existencias	-	-	-	-
Pagos por adelantado	-	-	-	30,57
Otros activos corrientes	42,72	45,47	56,51	6,52
Total activos ▾	630,8	485,77	575,39	801,21
Propiedad, planta y equipo - Neto	38,5	47,39	58,42	62,84
Propiedad, planta y equipo - Bruto	-	-	-	97,61
Amortización acumulada	-	-	-	-34,77
Fondo de comercio	45,57	41,66	41,55	46,96
Inmovilizado intangible - Neto	47,07	47,74	50,07	49,62
Inversiones a largo plazo	-	-	-	-

Fusiones y Adquisiciones en Argentina, Caso: Despegar.com, Ciudad de Buenos Aires, 2020

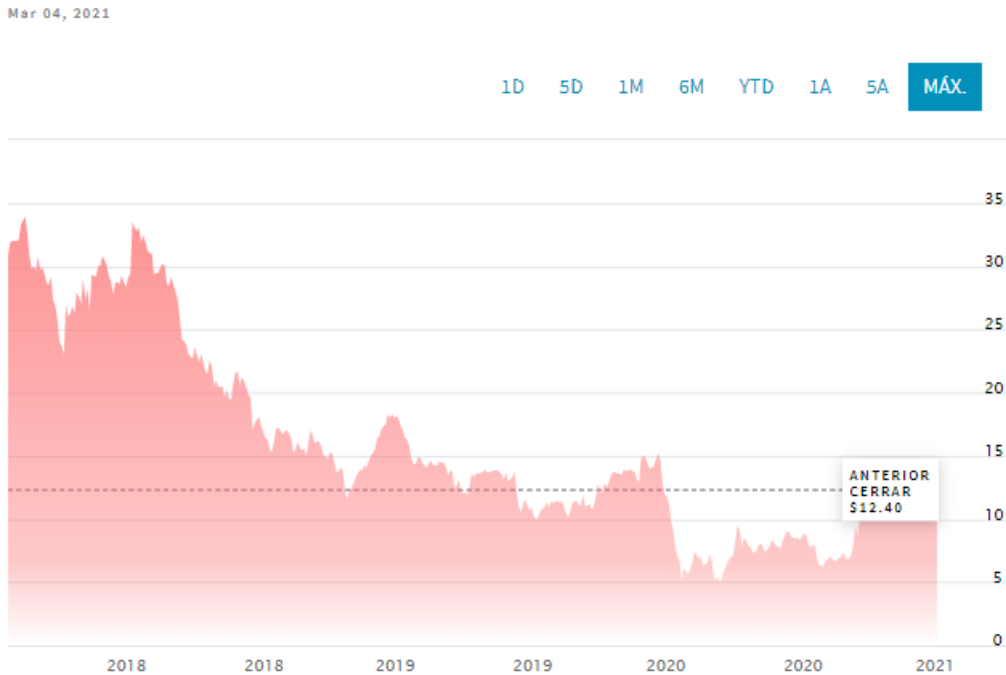
Otros activos no corrientes	-	-	-	-
Activos fiscales diferidos	39,49	31,38	22,02	25,35
Otros activos	-	-	-	-
Total pasivo corriente ▾	227,18	228,89	251,01	440,81
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	130,84	116,5	100,67	236,91
A pagar / acumulado	22,48	31,97	36,37	54,49
Gastos acumulados	3,74	4,62	6,19	31,69
Instrumentos financieros derivados	7,22	9,96	17,51	19,21
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	-	-	-	-
Otros pasivos corrientes	62,89	65,84	90,26	152,99
Total pasivo ▾	510,25	382,57	415,41	606,98
Saldos con entidades de crédito y otros pasivos financieros	-	-	-	-
Deudas con entidades de crédito y otros pasivos financieros no corrientes	-	-	-	-
Arrendamiento financiero	-	-	-	-
Pasivos por impuesto diferido	-	-	-	-
Intereses minoritarios	134,82	-	-	-
Otros pasivos no corrientes	148,26	153,68	164,41	166,17
Patrimonio neto ▾	120,55	103,2	159,98	194,24
Total de acciones preferentes	-	-	-	-
Fondo de comercio	-	-	-	-
Capital	263,94	263,94	262,01	261,61
Prima de emisión	385,7	327,83	329,65	327,52
Reservas (pérdidas) acumuladas	-442,28	-400,61	-343,54	-327,24
Acciones propias en cartera	-68,27	-68,27	-68,27	-68,27
ESOP Acciones a empleados	-	-	-	-
Ganancia (Pérdida) acumuladas	-	-	-	-
Diferencias de conversión	-18,55	-19,7	-19,87	0,61
Total pasivo y patrimonio neto	630,8	485,77	575,39	801,21
Acciones comunes en circulación	68,12	68,12	68,12	68,12
Acciones preferidas en circulación	-	-	-	-

Anexo 3: Evolución de la cotización de las acciones de DESP en los últimos 6 meses. Extraído de la página Nasdaq. Consulta: 7 de Marzo de 2021.

Fusiones y Adquisiciones en Argentina, Caso: Despegar.com, Ciudad de Buenos Aires, 2020



Anexo 4: Evolución de la cotización de las acciones de DESP en los últimos 5 años. Extraído de la página Nasdaq. Consulta: 7 de Marzo de 2021.



Anexo 5: Cuenta de resultados anual extraída de Nasdaq. Números expresados en millones de U\$. Consulta: 7 de Marzo de 2021.

DESP Entidades financieras

	BALANCE GENERAL	FLUJO DE CAJA	COEFICIENTES FINANCIEROS	
DECLARACIÓN DE INGRESOS				
EN MILES DE USD				
ANUAL ▼				
Fin Del Periodo:	12/31/2019	12/31/2018	12/31/2017	12/31/2016
Ingreso total	\$524,876	\$530,614	\$523,940	\$411,162
Costo del ingreso	\$179,565	\$172,110	\$142,479	\$126,675
Ganancia bruta	\$345,311	\$358,504	\$381,461	\$284,487
Gastos operativos				
Investigación y desarrollo	\$73,375	\$71,154	\$71,308	\$63,251
Ventas, general y administración	\$280,856	\$241,597	\$238,914	\$186,149
Artículos no recurrentes	\$0	\$363	\$0	\$0
Otros artículos operativos	\$0	\$0	\$0	\$0
Ingreso operativo	-\$8,920	\$45,390	\$71,239	\$35,087
Artículos de ingresos/gastos adicionales	\$7,944	\$7,621	\$2,389	\$8,327
Beneficios antes de intereses e impuestos	-\$976	\$53,011	\$73,628	\$43,414
Gasto de interés	\$25,159	\$26,788	\$19,268	\$15,079
Beneficios antes de impuestos	-\$26,135	\$26,223	\$54,360	\$28,335
Impuesto sobre la renta	-\$5,225	\$7,069	\$11,994	\$10,538
Interés minoritario	\$0	\$0	\$0	\$0
Beneficios/pérdidas de capital de subsidiaria no consolidada	\$0	\$0	\$0	\$0
Ingreso neto-Operaciones cont.	-\$20,910	\$19,154	\$42,366	\$17,797
Ingreso neto	-\$20,910	\$19,154	\$42,366	\$17,797
Ingreso neto aplicable a accionistas ordinarios	-\$20,910	\$19,154	\$42,366	\$17,797

Anexo 6: Flujos de caja anuales extraídos de Nasdaq. Números expresados en millones de U\$. Consulta: 7 de Marzo de 2021.

Fusiones y Adquisiciones en Argentina, Caso: Despegar.com, Ciudad de Buenos Aires, 2020

	DECLARACIÓN DE INGRESOS	BALANCE GENERAL	FLUJO DE CAJA	COEFICIENTES FINANCIEROS
EN MILES DE USD				
ANUAL ▼				
Fin Del Periodo:	12/31/2019	12/31/2018	12/31/2017	12/31/2016
Ingreso neto	-\$20,910	\$19,154	\$42,366	\$17,797
Actividades operativas de flujos de caja				
Depreciación	\$26,719	\$15,125	\$13,826	\$12,924
Ajustes de ingreso neto	\$16,490	\$12,494	\$10,403	\$9,454
Variación en las actividades operativas				
Cuentas por cobrar	-\$674	\$55,020	\$93,117	-\$15,376
Variación en inventarios	\$2,918	-\$58,111	-\$88,396	-\$71,682
Otras actividades operativas	\$0	\$0	\$0	\$0
Pasivos	\$19,695	-\$61,302	-\$10,090	\$3,591
Flujo de efectivo neto operativo	\$44,238	-\$17,620	\$61,226	-\$43,292
Actividades de inversión de flujos de caja				
Inversiones de capital	-\$5,942	-\$13,085	-\$8,746	-\$4,419
Inversiones	\$0	\$0	\$0	\$40,013
Otras actividades de inversión	-\$24,842	-\$13,494	-\$12,929	-\$12,159
Flujos de caja netos de inversión	-\$30,784	-\$26,579	-\$21,675	\$23,435
Actividades financieras de flujos de caja				
Compra y venta de acciones	-\$42,237	-\$26,030	\$253,529	\$0
Préstamos netos	-\$11,507	\$24,637	\$585	\$5,142
Otras actividades financieras	\$0	\$0	\$0	\$0
Flujos de caja netos financieros	-\$53,180	-\$1,257	\$254,114	\$5,142
Efecto del tipo de cambio	\$1,181	-\$13,132	-\$2,053	-\$2,008
Flujo de caja neto	-\$38,545	-\$58,588	\$291,612	-\$16,723

Anexo 7: Declaración de ingresos anuales extraídos de Nasdaq. Números expresados en millones de U\$. Consulta: 7 de Marzo de 2021.

DESP Entidades financieras

DECLARACIÓN DE INGRESOS

[BALANCE GENERAL](#)
[FLUJO DE CAJA](#)
[COEFICIENTES FINANCIEROS](#)

EN MILES DE USD

ANUAL ▼

Fin Del Periodo:	12/31/2019	12/31/2018	12/31/2017	12/31/2016
Ingreso total	\$524,876	\$530,614	\$523,940	\$411,162
Costo del ingreso	\$179,565	\$172,110	\$142,479	\$126,675
Ganancia bruta	\$345,311	\$358,504	\$381,461	\$284,487
Gastos operativos				
Investigación y desarrollo	\$73,375	\$71,154	\$71,308	\$63,251
Ventas, general y administración	\$280,856	\$241,597	\$238,914	\$186,149
Artículos no recurrentes	\$0	\$363	\$0	\$0
Otros artículos operativos	\$0	\$0	\$0	\$0
Ingreso operativo	-\$8,920	\$45,390	\$71,239	\$35,087
Artículos de ingresos/gastos adicionales	\$7,944	\$7,621	\$2,389	\$8,327
Beneficios antes de intereses e impuestos	-\$976	\$53,011	\$73,628	\$43,414
Gasto de interés	\$25,159	\$26,788	\$19,268	\$15,079
Beneficios antes de impuestos	-\$26,135	\$26,223	\$54,360	\$28,335
Impuesto sobre la renta	-\$5,225	\$7,069	\$11,994	\$10,538
Interés minoritario	\$0	\$0	\$0	\$0
Beneficios/pérdidas de capital de subsidiaria no consolidada	\$0	\$0	\$0	\$0
Ingreso neto-Operaciones cont.	-\$20,910	\$19,154	\$42,366	\$17,797
Ingreso neto	-\$20,910	\$19,154	\$42,366	\$17,797
Ingreso neto aplicable a accionistas ordinarios	-\$20,910	\$19,154	\$42,366	\$17,797