

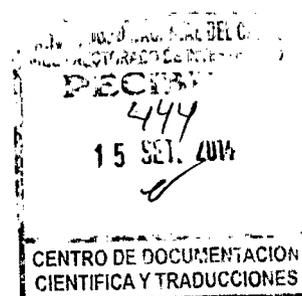
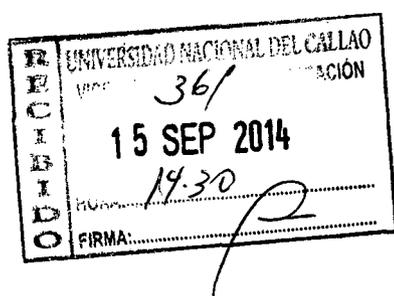
110



SECT 2

**UNIVERSIDAD NACIONAL DEL CALLAO  
FACULTAD DE INGENIERÍA INDUSTRIAL Y  
DE SISTEMAS – FIIS**

**INSTITUTO DE INVESTIGACIÓN DE LA FACULTAD  
DE INGENIERÍA INDUSTRIAL Y DE SISTEMAS –FIIS**



**FUSIÓN Y PRIVATIZACIONES  
1990 – 2000**

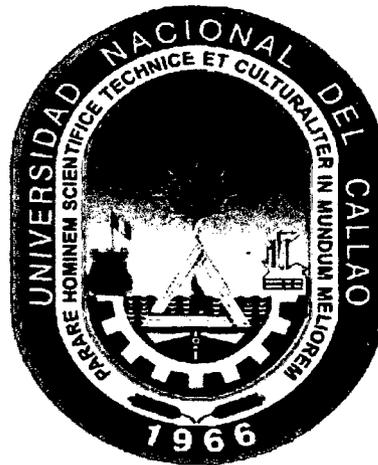
**Autor:  
ENRIQUE GRAJEDA CHALCO**

**Resolución Rectoral:  
N° 412-2012-R-Callao del 22 de Mayo del 2012**

**CALLAO – PERÚ  
2014**

**UNIVERSIDAD NACIONAL DEL CALLAO**  
**FACULTAD DE INGENIERÍA INDUSTRIAL Y**  
**DE SISTEMAS – FIIS**

**INSTITUTO DE INVESTIGACIÓN DE LA FACULTAD**  
**DE INGENIERÍA INDUSTRIAL Y DE SISTEMAS –FIIS**



**FUSIÓN Y PRIVATIZACIONES**  
**1990 – 2000**

**Autor:**  
**ENRIQUE GRAJEDA CHALCO**

**Resolución Rectoral:**  
**N° 412-2012-R-Callao del 22 de Mayo del 2012**

**CALLAO – PERÚ**  
**2014**

A.	ÍNDICE	2
B.	RESUMEN	4
C.	INTRODUCCIÓN	5
D.	PARTE TEÓRICA O MARCO TEÓRICO	15
	<b>CAPITULO I</b>	
1.	FUSIONES Y PRIVATIZACIONES EN LAS MEGAEMPRESAS	15
1.1.	Teoría de las fusiones a nivel general.- Clases	15
1.2.	Fusiones en estado crítico	19
1.3	Transacciones con deudas	26
1.4	Reestructuración empresariales	30
1.5	Tendencias de las fusiones	32
1.6	Acuerdos entre partes iguales	34
	<b>CAPITULO II</b>	
2.	ALIANZAS ESTRATÉGICAS	37
2.1	Empresas en Alianzas	37
2.2	Motivaciones de Joint Venture	39
2.3	Efectos y abundancia de capitales	41
2.4	Fusiones y privatizaciones de corporaciones	42
2.5	Alianzas estilo Joint Venture	43
2.6	Gestiones positivas en Alianzas estratégicas	44
2.7	Seguros contra conflictos	46
	<b>CAPITULO III</b>	
3.1	PRIVATIZACIONES Y LOS BONOS BASURA	49
3.1	Generalidades y ventajas	49
3.2	Particularidades de los Bonos Basura	51
3.3	Volumen de deuda de entresuelo	53
3.4	Bonos Basura como instrumento	58

3.5 El Modelo Español	63
3.6 Bonos Basura y empresas	65
CAPITULO IV	
4. EMPRESA Y ACCIONARIADO LABORAL	67
4.1 Acceso a la propiedad de la empresa	67
4.2 Diferenciaciones	67
4.3 Adquisiciones y control	69
4.4 Accionariado Laboral	73
4.5 Accionariado Laboral en España	74
4.6 Accionariado en otros países	80
4.7 Propiedad de acciones para trabajadores	83
E. MATERIALES Y MÉTODOS	87
F. RESULTADOS	88
G. DISCUSIÓN	90
H. REFERENCIALES	92
I. APÉNDICE	94
Anexo N° 1 - DS. N° 41-95-EM	95
Anexo N° 2 - Modelo de Contrato Joint Venture	99
Anexo N° 3 - Actividades funcionales de la empresa	104

## B. RESUMEN

Las fusiones y privatizaciones de empresas como factores del desarrollo socio-económico corresponden a decisiones políticas como política de Estado de un determinado régimen de gobierno de acuerdo a la ideología sea de orientación capitalista no de libre empresa, o de orientación intercultural como es el caso peruano de las fusiones de empresas años 1968-1975, o la privatización de las empresas estatales empujados por la crisis que generó en no pago de la deuda pública externa generando un colapso que culminó con la política de privatización o venta de las empresas públicas a empresas transnacionales en una serie de ventajas tributarias o de estabilidad jurídica refrendados por la política neoliberal del régimen del presidente Fujimori 1990 – 2000, hecho político que fue Constitucionalizado en 1993, mediante la cual se ha consolidado las privatizaciones de las empresas públicas que se encontraban paralizadas.

Los procedimientos para la fusión de empresas agrícolas, pesquera, mineras, manufacturas, petroleras, transporte, navieras y aéreas fueron mediante la expropiación y compra del accionariado de acuerdo a la valoración de los empresarios en sus respectivas declaraciones juradas anual para el pago al impuesto a la propiedad y la renta. Las empresas fusionadas como cooperativas agrarias de producción, empresas estatales y empresas en accionariado laboral sustituyen a las empresas privadas. Las grandes transacciones se proceden de acuerdo a los principios de libre contratación mediante la fusión o absorción de una empresa por otra, la consolidación, la adquisición de acciones y la administración de activos, algo semejante se realiza cuando también se trata de privatización de empresas públicas mediante licitaciones pactadas.

Las decisiones para la adquisición de empresas públicas paralizadas mediante las privatizaciones fue un negocio del capital prono auspiciado por la política del FMI y BM, con muy bajas valoraciones, en pago en efectivo y en bonos de la deuda externa o bonos basura que las corporaciones adquirieron bonos devaluados y valorizados al valor original de acuerdo al mercado de capitales del mundo financiero de la globalización en concordancia del consenso de Washington.

## **C. INTRODUCCIÓN**

### **Fusiones y privatizaciones**

De acuerdo al modelo económico neoliberal adoptado por el Perú en la Constitución Política de 1993, la responsabilidad de crear riqueza y desarrollo económico, se les ha originado única y exclusivamente a las empresas del sector privado como una responsabilidad social. Es así para los empresarios la capacidad de invertir en la producción para explotación y exportación es una realidad concreta mientras que el Estado en materia de inversión directa cada vez más se ha achicado mediante la transferencia de las empresas publicas mediante las fusiones y privatizaciones que solo impulsan el crecimiento económico y frenan el desarrollo económico a pesar de contar con abundantes recursos naturales como son el gas, fosfatos, minerales, hidrobiológicas, pece, reservas forestales, micro-climas, atractivos turísticos, reservas petroleras y 80 de los 91 pisos ecológicos mundiales.

Las empresas privadas corporativas externas son las que invierten capitales financieras previa evaluación del volumen de las materias primas diagnosticando sus debilidades, sus amenazas, oportunidades y fortalezas pues su interés es la mayor ganancia de acuerdo a sus objetivos previamente convenidos en los regímenes de turno con el aval del Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y el Banco Privado de los países inversores.

Las fusiones y privatizaciones empresariales corporativas son para articular la economía nacional en la economía trasnacional superando los obstáculos en los tratados de libre comercio para asegurar el envío de las

materias primas a los centros de producción de acuerdo al sistema del modelo globalizado y libre empresa.

Las fusiones y las privatizaciones de las empresas públicas y privadas encaja perfectamente en el marco de la Constitución Política de 1993, en su Título III del Régimen económico, Capítulo I sobre Principios Generales, establece en su artículo 58, que “la iniciativa privada es libre. Se ejerce en una economía social de mercado. Bajo este régimen, el Estado orienta el desarrollo del país, y actúa principalmente en las áreas de promoción de empleo, salud, educación, seguridad, servicios públicos e infraestructura.”<sup>1</sup>

El Perú ha optado a través de su máxima Ley, que es la Constitución Política, por la economía social de mercado, y que en nuestro país, es totalmente incipiente, tanto a nivel de los mercados primarios exportadores o de productores de bienes de consumo, como en el mercado de capitales, por lo tanto, al Estado no le es posible actuar integralmente por falta de recursos en las áreas de promoción de empleo, salud, educación, seguridad, servicios públicos e infraestructura, y desde 1993 hasta la fecha, es insuficiente lo avanzado, y no cumple ni puede cumplir dicho rol. Agregado a ello, la renuncia que el Estado ha hecho a su función tutelar, en el aspecto empresarial, laboral y social país por ser condición básica la no injerencia del Estado en la economía de mercado, se profundizan, las desigualdades, las diferencias y se sigue fracturando la sociedad peruana, sin ver solucionados sus problemas más apremiantes expresadas en la simple sobrevivencia.

---

<sup>1</sup> Constitución Política del Perú, 1993 - Lima

El sistema adoptado por la economía nacional, no tiene nada de social, ni siquiera es liberalismo puro, sino una vertiente distorsionada y desfigurada conocida como el neo-liberalismo; siendo este el origen del trastocamiento de toda nuestra cadena de valores, por valores ajenos como el “costo de oportunidad”, en reemplazo a los principios de veracidad, lealtad, fidelidad, el éxito como fin fundamental de la persona humana”, en reemplazo, de una vida digna y plena de realización personal aun cuando no esté coronada con el éxito, e incorporando a nivel de las relaciones humanas y familiares, valores como “la utilidad , la eficiencia y el lucro”, en reemplazo del amor, el respeto y la tolerancia.

Dicha suplantación se produce, porque el sistema económico, no extiende sus propias categorías sólo en el marco económico financiero, sino que pugna para que sean éstas mismas categorías de valores, las que se incorporen como tales en el comportamiento humano, a fin de tener mercados cautivos por generaciones. Siendo imprescindible por ello, el papel del Derecho, y de todas las instituciones, especialmente de la familia, el que se impongan los valores y principios humanos en el comportamiento habitual de los organismos y de las personas.

El abanico de omisiones, carencias y ausencias reguladoras, en cuanto al régimen económico de nuestro país, en la Constitución Política de 1993, e impregnada además por el fenómeno corrosivo de la corrupción, en sus niveles más elevados y generalizados, nunca vistos antes en la historia del Perú, ha formado a una generación que observa como el robar, asaltar, o delinquir con delitos menores, lleva a prisión por más años que los

establecidos como sanción por el delito cometido, y como los que roban millones de dólares, a todo un país, con premeditación y alevosía, o se encuentran impunes y fuera del alcance de la ley, o se encuentran pagando prisión, pero que finalmente con penas recortadas, van a salir libres, para disfrutar de lo que ilícitamente se llevaron. Para muchos, esta es ya una vía interesante y casi segura de tener mucho dinero, y se preparan por tanto a sufrir prisión, pero con el objetivo de tener dinero, que es el sinónimo de tener éxito en la vida.

Finalmente, esta situación está afectando inclusive al mismo sistema jurídico, el que cambiar, corregirse, no sólo con el cambio constitucional, sino inclusive con los propios códigos normativos para cumplir con ese rol social en el que todos estarnos obligados dentro de la economía del país.

 El liberalismo económico es aquella filosofía que defiende al máximo uso posible de las fuerzas de la competencia como un medio para coordinar los esfuerzos humanos y alcanzar fines económicos, rechazando todo tipo de coerción o injerencia en la vida económica por grupos de presión y los gobiernos, a través de sus Estados.

El liberalismo, no niega que los Estados tengan un rol que desempeñar en las cuestiones económicas, pero como promoción o ayuda al proceso competitivo para que sea lo más efectivo posible y lo complemente en aquellos lugares en que sólo la acción colectiva puede proporcionar los servicios esenciales no suministrados por medio del mercado.

El neo-liberalismo, es una desviación del cabal concepto liberal, y tiene como sustento ideológico el concepto falso del laissez faire, queriendo significar la ausencia absoluta de acción gubernamental.

Tanto para la economía liberal, como para la neoliberal, el sistema se autorregula mediante el mercado, y es el mercado el que dinamiza e impulsa la economía. Si bien es cierto, que la tranquilidad económica, como producto de una economía desarrollada, hace posible, que el ciudadano pueda realizarse como persona y como ser creativo, y por lo tanto tenga más condiciones de libertad o se sienta más libre porque puede disponer de mayor cantidad de recursos en la satisfacción de sus necesidades primarias e intelectuales, también es cierto que los países en vías de desarrollo, al no tener una economía desarrollada, hace que las personas carezcan de tranquilidad económica, y no tengan libertad para realizarse ni como personas ni en sus capacidades por los altos niveles de pobreza, pobreza extrema, analfabetismo, etc.

En el terreno económico, y social, existen desigualdades y no puede haber libertad, si las partes actuantes en el mercado no tienen igualdad, o no se encuentran en igualdad de condiciones. El mercado por sí solo no genera una justa distribución de la renta, por el contrario puede crear abismos de desigualdad en la renta y el consumo.

Los mercados financieros comprenden el mercado de dinero, mercados de capitales y los mercados de futuros y derivados. En ellos, se compran y venden activos financieros directos, y estos activos generan obligaciones y derechos de carácter y naturaleza financiera.

## Activos financieros

Los activos financieros se agrupan en:

1. Instrumentos representativos de propiedad.
2. Instrumentos representativos de deuda; e
3. Instrumentos derivados.

**1. Los instrumentos representativos de propiedad**, son reflejados mediante las acciones, que son títulos de propiedad que representan una alícuota del capital social.

**2. Los instrumentos representativos de deuda**, son títulos de crédito emitidos con un plazo determinado, por parte de un gobierno o empresa, para ser colocados en el mercado, por ejemplo: Los bonos.

**3. Los instrumentos derivados**, son los que representan compromisos o alternativas de transacción en el futuro, con precios pre-establecidos en el contrato, a fin de protegerse de los riesgos de las fluctuaciones de precios de los bienes o de los instrumentos financieros.

Las adquisiciones mediante las fusiones y privatizaciones por parte de las empresas transnacionales en el marco del modelo económico neoliberal fue por causas externas, es decir, por la crisis financiera de occidente que provocó la deuda pública impagable al no tener mercado para los productos peruanos y como consecuencia solvencia de la balanza de pago, es así que los papeles de la deuda externa se desvalorizó del cien por ciento a la par del dólar americano hasta el 4%, es decir los papeles de la deuda externa del Perú solo se cotizaban al 4% de su valor a la par del dólar como contiene

Edwin M. Dreyfus en su trabajo *La Inversión Extranjera y el Desarrollo Nacional*<sup>2</sup>. Los papeles de la deuda externa comprados por las corporaciones financieras sirvieron para la compra venta de las empresas peruanas en crisis vía fusiones y privatizaciones con papeles valorizados al cien por ciento a la par del dólar; es decir, la transferencia de las propiedades de las empresas estatales, de sus activos, sus acciones a la totalidad de sus bienes fue impuesto por el Fondo Monetario Internacional como cuestión previa para que Perú vuelva a ser país elegible.

Las fusiones de empresas productoras obedecían a cuestiones políticas, ideológicas y jurídicas como una solución a incapacidad de la empresa privada que motivó un cambio ideológico del nuevo régimen (1968-1975); priorizando el Derecho Económico y la formación del Estado empresario como Factor del Desarrollo económico y Social.

Los haciendas se fusionaron y se organizaron las cooperaciones agrarias de producción, las empresas mineras pesqueras, petroleras privadas compro el Estado al precio de la declaración Jurada Predial declarada por los empresarios para el pago de sus impuestos. Cuando la ideología Política del siguiente régimen y se orientó hacia el derecho privado y defensa de la propiedad privada con el modelo económico neoliberal, la propiedad de las grandes empresas pasaron al sector privado vía Privatizaciones 1990-2000. Fueron de empresas y conversión en empresas estatales y sociales.

La tendencia de las organizaciones económicas es perfeccionarse como sector Privado para manejados financieramente con los negocios

---

<sup>2</sup> Edwin M. Deyfus. *Inversión Extranjera* – Lima Perú – 1989.

económicos en el campo del derecho civil y nuestro trabajo de investigación en un primer intento de presentar como con procesos de Fusión y Privatizaciones de empresa y cuáles son los mecanismos para que el sector privado sea la encargada del desarrollo socio económico. Nuestra observación que el sector Privado solo busca el lucro y el mercado. Sin embargo a pesar de que el Perú está caracterizado su abundante riqueza en forma de recursos naturales y la falta de capitales sostuvieron de que las fusiones y privatizaciones, los alianzas estrategias del capital externo los titulares sea el Estado nacional, regional o comunal o las comunidades indígenas o campesinas en el marco del convenio 169-OIT; deben armar alianzas estratégicas en mutuo beneficio, también las empresas manufactureras deben trasladar su accionario con los trabajadores como sucede en los Estados Unidos de Norte América, en España, etc., para solucionar la crisis económica y obtener el bien vivir.

En un sistema económico auspiciado por el neoliberalismo al Régimen económico de la Constitución Política del Perú de 1993, no se encuentra formado el principio de igualdad de las partes dentro del proceso económico, financiero o comercial. Sólo en el último párrafo del artículo 59 se establece que "El Estado brinda oportunidades de superación a los sectores que sufren cualquier desigualdad; en tal sentido, promueve las pequeñas empresas en todas sus modalidades". Es decir, circunscribe y limita su accionar en el plano de la defensa de la igualdad, a la mera promoción de la pequeña empresa.

El Estado de este modo, abandona expresamente, la función tuitiva a que como Estado debe ejercer en pro de la igualdad de oportunidades y de

tratamiento de la actividad económica y financiera entre todos los ciudadanos que representa. Es tal la renuncia del Estado en convenirse en el factor rey promotor de la actividad económica, y en su afán de otorgar la mayor cantidad de “facilidades al capital foráneo”, no reparado en contradecir inclusive los propios términos normativos dados con mucha anterioridad con el propio Código Civil peruano, convirtiéndose en el protagonista del primer gran desencuentro de incongruencia normativa jurídica como veremos más adelante.

Inclusive el Código Procesal Civil, en el Artículo VI de su Título Preliminar, establece el principio de igualdad, cuando establece que “El juez debe evitar que la desigualdad entre las personas por razones de sexo, raza, religión o idioma o condición social, política o económica, afecte el desarrollo o resultado del proceso, dentro de los procesos judiciales celebrados dentro del territorio de la República, en defensa y resguardo del derecho de los ciudadanos que acceden a la jurisdicción y competencia del Poder Judicial en busca de justicia.

Igualmente el término “utilidad” es de origen latino. Viene de la palabra “útil” de “utilis”, que significa usar, servirse de. Etimológicamente denota la propiedad de servir o de poder ser usado para algo. Lo útil, se opone a lo nocivo y a lo superfluo, y en el terreno económico se reputa útil cuando los hombres juzgan adecuado para alcanzar uno o varios fines. La utilidad o calidad de útil no es dice Jevons, una cualidad inherente de las cosas que resulta de su relación con las necesidades de los hombres.

Si la examinarnos desde el lado del objeto (la cosa) encontraremos:

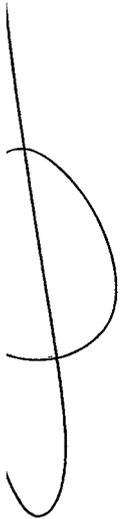
1. Que, algunos objetos pueden cualidades físicas que los hacen aptos para llenar una o varias necesidades, a pesar de lo cual no serán útiles mientras esas cualidades se desconozcan;
2. Que, se atribuye utilidad aún a cosas que carecen de propiedades que las capacitan como medios del alcanzar los fines que se las destina, y
3. Que, la utilidad puede crearse o aumentarse operando sobre materiales que parcial o totalmente no la tienen, durante el ejercicio de una actividad que por eso mismo se llama productiva.

## **D. PARTE TEÓRICA O MARCO TEÓRICO**

### **CAPITULO I**

#### **1. FUSIONES Y PRIVATIZACIONES EN LAS MEGAEMPRESAS**

##### **1.1. Teoría de las fusiones a nivel general.- Clases**



El campo de las fusiones y privatizaciones (F y P) se ha expandido notablemente durante el último cuarto del siglo XX en Perú. Mientras las F y P solían ser un fenómeno empresarial propio, en cierto modo, de Estados Unidos, esto cambió de manera significativa en la década de 1990 y, en la actualidad, suelen usarse habitualmente por empresas de todo el mundo para expandirse y perseguir otros objetivos empresariales. Eso fue lo que ocurrió en la última ola de fusiones de la década de 1990 y principios de la de 2000, cuando el número de operaciones en Europa fue comparable al de Estados Unidos. Además, otros mercados, como, por ejemplo, las economías asiáticas, también contemplaron esa actividad, junto con otras formas de reestructuraciones empresariales. Las reestructuraciones, liquidaciones y adquisiciones se volvieron más habituales en Asia, donde países como Japón o Corea del Sur empezaron el lento proceso de liberalizar sus economías en un esfuerzo de afrontar el debilitamiento económico experimentado durante ese período.

En este trabajo se analizará cómo las fusiones y privatizaciones pueden usarse para fomentar los objetivos de una empresa. Sin embargo, nos centraremos básicamente en cómo pueden llegarse a explotar de forma abusiva y por qué se efectúan tan a menudo.

Antes de empezar es útil establecer unos antecedentes sobre el tema. Por este motivo habrá un análisis inicial del campo de las F y P que parte con la terminología básica y luego prosigue para ofrecer una perspectiva general. Después se plantearán algunos de los aspectos económicos básicos de las fusiones y adquisiciones, al mismo tiempo que se ofrecerá un resumen de los motivos básicos por los que las compañías se fusionan o absorben a otras empresas. Se presentarán los motivos en este primer capítulo, pero se dedicará el segundo a esta cuestión.

En este trabajo inicial sobre las también se analizarán las transacciones y compras apalancadas. La función de la financiación de la deuda y el mercado de los bonos basura, en especial, y las empresas de capital privado serán abordados junto con las tendencias en las operaciones apalancadas. Se comprobará que éstas fueron más populares en algunos períodos que en otros. En la ola de fusiones más reciente, por ejemplo, se produjeron menos compras apalancadas importantes que en la década de 1980.

Por último, se estudiarán esas tendencias según el valor en número de euros de las F y P. Se hará desde una perspectiva histórica que se centra en las diferentes olas de fusiones vividas en Estados Unidos, pero también en otros lugares, cuando sea pertinente. Como parte de ese análisis, se señalarán las diferencias entre las olas de fusiones; cada una de ellas es distinta y refleja la economía cambiante.

Una fusión es una combinación de dos empresas donde sólo una de las dos sobrevive. La empresa fusionada normalmente deja de existir. El comprador obtiene los activos de la empresa blanco, pero también debe

asumir sus pasivos. En algunos casos se produce una combinación de dos compañías que tienen tamaños similares y ambas dejan de existir después de la operación y se crea una compañía totalmente nueva.

Los interesados y estudiosos de bibliografía sobre F y P se darán cuenta de inmediato de que algunos términos se usan de maneras distintas en contextos diferentes. Eso, en realidad, no es exclusivo de las F y P. Las fusiones y adquisiciones no son distintas, aunque quizá sea cierto en gran parte de este ámbito. Un ejemplo es el término absorción. Cuando una empresa absorbe a otra, podríamos referirnos a ello como una absorción. Sin embargo, la mayoría de las veces, cuando se usa el término absorción, se hace referencia a una situación hostil. Es decir, cuando una compañía está intentando absorber a otra contra la voluntad de los gerentes y el comité de administración de la empresa objetivo. Suele hacerse a través del uso de una oferta pública de adquisición. Se abordarán las opas y las opas hostiles más adelante. Antes continuará con la discusión general sobre la terminología en el terreno de las F y P.

La mayoría de las F y P son operaciones amistosas en las que dos compañías negocian las condiciones de la transacción. Según el tamaño de la operación, suele implicar comunicaciones entre los altos directivos de las dos empresas, durante las que intenta determinar el precio y otras condiciones del trato. En el caso de las compañías públicas, una vez acordadas las condiciones de la operación se presentan a los accionistas de la compañía blanco para que las aprueben. Las operaciones más grandes pueden requerir la aprobación de los accionistas de ambas empresas. Cuando los accionistas

aprueban la operación, el proceso avanza hacia un cierre. Las compañías públicas tienen que hacer presentaciones públicas de las principales decisiones empresariales, y es obvio que la venta de la compañía es una decisión de las que justifica una presentación por parte de la empresa objetivo.

En las transacciones hostiles el proceso de adquisición es diferente. Se produce una serie distinta de comunicaciones entre la empresa blanco y el postor. En vez de contactos directos, tiene lugar un proceso de comunicación es ocasionales que implican abogados y tribunales. Los postores intentan atraer directamente a los accionistas, ya que procuran que acepten sus propias condiciones, a menudo en contra de las recomendaciones de los directivos. Las compañías blanco podrían hacer todo lo posible para evitar la absorción.

La teoría económica clasifica las fusiones y privatizaciones en tres categorías generales:

1. Horizontal
2. Vertical
3. Conglomerado

Las fusiones horizontales son combinaciones entre dos competidores.

El incremento de fusiones horizontales puede influir en el nivel de competencia en un sector. La teoría económica ha demostrado que la competencia, normalmente, beneficia a los consumidores. La competencia suele ocasionar un descenso de los precios y que se coloque en el mercado una mayor producción en relación con situaciones menos competitivas. Como

consecuencia de este beneficio para el bienestar de los consumidores, la mayoría de los países tienen leyes que contribuyen evitar el dominio de un sector por unos cuantos competidores. Esas leyes suelen denominarse leyes antimonopolio o política de competencia. En algunas ocasiones puede haber excepciones a esa política si las entidades supervisoras creen que hay circunstancias especiales que lo ordenan.

Las fusiones verticales son operaciones entre compañías que tienen una relación comprador-vendedor entre sí. En una transacción vertical una compañía podría absorber a un proveedor o a otra compañía más próxima en la cadena de distribución a los consumidores. El sector petrolero, por ejemplo, presenta muchas compañías integradas verticalmente, que exploran y extraen petróleo, pero que también refinan y distribuyen combustible directamente a los consumidores.

Las operaciones de conglomerado son combinaciones de compañías que no tienen una relación empresarial entre sí. Es decir, no tienen una relación comprador-vendedor, ni son competidores. Los conglomerados fueron populares en la década de 1960, cuando la legislación antimonopolística impidió que las compañías realizaran con facilidad transacciones horizontales o verticales.

## **1.2. Fusiones en estado crítico**

Las adquisiciones hostiles hacen referencia a la toma del control de una empresa contra la voluntad de sus gerentes y/o directores. Adquirir una compañía sin el apoyo de ejecutivos y directores no significa necesariamente que sea contra la voluntad de los accionistas. Tal como funciona el proceso de

adquisición, los accionistas no suelen llegar a expresar su opinión de forma directa durante una batalla de adquisición y confían en que los ejecutivos lo hagan en su lugar. Por este motivo, tener ejecutivos y directores que estén a la altura de sus responsabilidades fiduciarias es muy importante para el crecimiento de la riqueza de los accionistas.

La razón principal por la que un postor busca una adquisición hostil en lugar de una amistosa es que la sociedad blanco se opone a la operación. Los postores suelen preferir hacer operaciones amistosas porque las hostiles suelen ser más caras. El gasto más cuantioso surge del hecho de que el proceso de licitación puede ocasionar una prima más alta porque puede involucrar a otros postores que hagan subir el precio. También incluirá otros gastos, como, por ejemplo, honorarios de banqueros de inversión adicionales y tasas legales. Además, las operaciones hostiles tienen menos garantía que un trato que se haga amistosamente, que tiene un porcentaje más elevado de finalización. Una de las herramientas básicas usadas para terminar una adquisición hostil es una oferta pública de adquisición (opa). Las opas son ofertas hechas directamente a accionistas, evitando a ejecutivos y al consejo de administración. Si una compañía buscara un trato amistoso, el lugar más lógico por dónde empezar sería contactar con los ejecutivos de la sociedad blanco. Si ese contacto se rechazara, entonces quedarían dos alternativas más: 1) acudir al consejo de administración, o 2) recurrir directamente a los accionistas. Cuando los postores hacen una oferta al consejo de administración, ésta suele denominarse abrazo del oso. Se trata básicamente de una táctica hostil, porque comporta la implícita, y a veces declarada,

amenaza de que gime si la oferta no se recibe favorablemente, a continuación el postor acudirá directamente a los accionistas.

Si una propuesta amistosa o abrazo de oso no es respondida de forma propicia, entonces una de las alternativas siguientes es una opa. En este caso, el postor comunica las condiciones de su oferta directamente a los accionistas, esperando que aceptarán la operación. Los postores están limitados, en cierta manera, a seguir la sumisión de la oferta, porque tienen que esperar un período de tiempo antes de comprar realmente las acciones, suponiendo que los accionistas consideren que la oferta es suficientemente atractiva como para querer venderlas. Durante ese período de oferta, otros postores podrían presentar ofertas. El primer postor podría haber puesto en juego a la compañía objetivo y luego encontrarse a sí mismo en una pugna de licitación. En ese momento los accionistas de la sociedad blanco consideran ambas ofertas y posiblemente otras más. Esto suele jugar a su favor, ya que tienden a recibir primas más altas cuando hay ofertas múltiples.

Otra alternativa a una oferta de adquisición es una lucha por la delegación del voto. Es cuando el postor intenta usar el proceso democrático empresarial para atesorar suficientes votos como para echar al consejo de administración vigente y a los directivos que han seleccionado. Podría intentarlo en las siguientes elecciones de la empresa, o bien convocar unas elecciones especiales. Los tiburones, como se conoce a esos postores en ese contexto, presentan entonces sus propuestas y/o su lista de candidatos a director en oposición al grupo presente. Este tipo de adquisición de una compañía es caro y tiene un resultado incierto. No suele tener éxito, aunque el

éxito depende de cómo se defina. Si el postor está intentando introducir cambios en cómo se dirige la compañía blanco, este proceso suele lograrlo. Si, en cambio, el objetivo es conseguir que los accionistas rechacen por completo el consejo vigente y luego seguir hasta aceptar una oferta para la compañía contra la recomendación de los directivos, entonces este proceso no suele funcionar. Los postores, además, se dan cuenta de que tienen que gastar importantes sumas de dinero por un resultado que no suele funcionar en su favor, al menos a corto plazo.

El proceso de opa hostil es como una partida de ajedrez en la que la compañía objeto lucha contra el postor hostil. Durante la cuarta ola de fusiones experimentada en Estados Unidos en la década de 1980, las tácticas y defensas desplegadas contra las opas hostiles llegaron a ser muy refinadas. Antes, la reacción previsible habitual de una compañía blanco cuando se enfrentaba a una oferta no deseada era entablar un pleito alegando violaciones antimonopolísticas.

Existen dos tipos de defensa contra las adquisiciones privatización. Las defensas preventivas se hacen con anterioridad a una oferta de adquisición concreta. Se establecen para que un postor no intente la operación. Las defensas activas se despliegan en medio de una batalla de adquisición donde un postor ha hecho una oferta por la compañía. A pesar de que existen varias defensas de ambos tiempos, muchas son menos eficaces que cuando se crearon al principio. La defensa preventiva más eficaz es una píldora envenenada. Las píldoras preventivas también se denominan planes con derechos preferentes de los accionistas. Los derechos de propiedad son

versiones a corto plazo de los warrants. Al igual que éstos, permiten que el titular compre valores a un precio concreto y bajo unas circunstancias determinadas. Las píldoras envenenadas suelen permitir a los titulares de los derechos comprar acciones a mitad de precio. Esto suele expresarse diciendo que el titular puede comprar el valor de 200 euros de una acción por 100 euros.

Las píldoras envenenadas son una defensa eficaz, ya que hacen que los costes de una adquisición sean muy caros. Si el postor quisiera comprar el cien por cien de las acciones en circulación, primero tendría que pagar los warrants que poseían los primeros accionistas, que luego podrían comprar las acciones a mitad de precio. Como esto suele provocar que el coste de una adquisición sea prohibitivo, los postores intentan negociar con la empresa blanco para lograr que desmantele esa defensa. En algunas ocasiones el postor apela directamente a los accionistas, pidiéndoles que tomen medidas para que puedan gozar de la prima que les están ofreciendo y que los ejecutivos y directivos les podrían estar impidiendo recibir. Sin embargo, los ejecutivos y directores de la empresa objetivo podría estar usando la protección que ofrecen las píldoras envenenadas para sacar una prima apropiada del postor. Cuando se recibe una oferta satisfactoria, entonces es posible desmantelar la defensa, hecho que se suele hacer con facilidad y a un coste bajo para la compañía blanco.

Otros tipos de defensas preventivas comportan diferentes modificaciones de la escritura constitutiva de la empresa. Una defensa de este tipo es un consejo de administración con tiempo de servicio escalonado, que

altera las elecciones de los directores, de modo que sólo un número limitado de ellos, por ejemplo, un tercio, salgan a elección al mismo tiempo. Si sólo un tercio del consejo pudiera ser elegido al mismo tiempo, entonces los nuevos accionistas mayoritarios tendrían que esperar dos elecciones antes de hacerse con el control del consejo. Esto frena a los postores que hacen una inversión en la empresa objetivo y luego no pueden hacer cambios en la compañía durante un período de tiempo. Estos cambios podrían ser una fusión con la compañía de licitación o la venta de activos, que podrían usarse para ayudar a saldar la deuda contraída por el licitador para financiar la adquisición de las acciones de la empresa blanco.

Otra modificación habitual de la escritura constitutiva de la empresa son las disposiciones de mayoría cualificada que requieren no sólo una mayoría simple, sino un porcentaje mayor, antes de que se puedan aprobar ciertos tipos de cambios. Si un grupo de accionistas no votara con el licitador, es posible que éste no pueda lograr suficientes acciones para poder llevar a cabo las modificaciones necesarias y tomar el control absoluto de la compañía.

Existen aún otros cambios posibles de la escritura constitutiva que hacen referencia a las disposiciones de precio justo. Funcionan de un modo parecido al derecho de sociedades, salvo que se establecen en base a los reglamentos de la propia compañía. Requieren que los licitadores paguen lo que definen como una compensación justa por todas las acciones que han comprado. Se centra básicamente en las opas de dos niveles, que intentan pagar una compensación inferior al receptor de una oferta. Las disposiciones de precio justo no se consideran una defensa fuerte frente a las adquisiciones.

Una empresa objetivo puede dar varios pasos cuando se convierte en blanco de una oferta no deseada. Tras la defensa que se ha utilizado durante muchos años, podría presentar una demanda. A menos que existan cuestiones legales importantes que pueda argumentar, no suele bastar para detener la opa. No obstante, puede proporcionar tiempo, que podría comportar vender a un postor más favorecido, a un caballero blanco. También podría ocasionar vender las acciones a una parte más amistosa, lo cual puede hacerse con antelación a una oferta, como defensa activa. El comprador, en ese tipo de ventas, se denomina escudero blanco.

Durante la década de 1980 era probable que las empresas blanco intentaran chantajear al postor para lograr que se alejara y dejara independiente la compañía. Este chantaje conlleva el pago al postor de una cantidad suficiente para que abandone y no continúe con la opa. Han ocurrido muchos cambios desde esa época, cuando este tipo de defensa activa se usaba más liberalmente. Los cambios incluyen penalizaciones fiscales, así como modificaciones de la escritura constitutiva que las compañías han sobrepasado limitando su capacidad para pagar el chantaje. Los chantajes suelen ser reprobados por los accionistas, que ven cómo sus recursos financieros son usados para impedir que un postor, que podría estar dispuesto a pagar una prima por sus acciones, haga una oferta exitosa.

El chantaje acostumbra a ir acompañado de acuerdos de inmovilización mediante los que un postor acuerda no comprar acciones por encima de un límite. A cambio de estos acuerdos, el postor recibe ciertas compensaciones.

En la actualidad todavía se ven acuerdos de inmovilización por varios motivos y se usan con independencia de contratos condicionales.

Las empresas blanco también pueden llegar a reestructurar la compañía para hacerla menos atractiva para el licitador, o pueden llegar a hacer algunos de los mismos cambios que han sido sugeridos por un postor, por lo que disminuyen esa recomendación. La compañía también podría reestructurar su capitalización para incrementar su endeudamiento, para hacerlo más apalancado. Los cambios en la estructura del capital pueden llegar a tener algunos efectos que provoquen que la compañía sea menos atractiva y que reduzcan la cantidad de deuda que puede plantear un licitador para financiar la propia adquisición de la empresa objetivo.

### **1.3. Transacciones con deudas**

Las operaciones apalancadas son las que usan la deuda para financiar la adquisición. En algunas ocasiones se denominan transacciones fuertemente apalancadas (HLT, por sus siglas inglesas). Una versión muy conocida de esas transacciones es la compra apalancada (LBO, por sus siglas inglesas). Una LBO es una adquisición que usa el endeudamiento para comprar las acciones de la empresa blanco. Sin embargo, cuando la gente habla de una LBO suele referirse a una transacción en la que una compañía pública es comprada usando el endeudamiento y luego se privatiza. La LBO más importante vivida en Estados Unidos es la de RJR Nabisco, en 1988, por 21.000 millones de euros. La compañía fue comprada por el fondo de inversión Kohlberg Kravis and Roberts (KKR). A pesar de que muchas de las

operaciones de KKR habían sido éxitos, esa adquisición no formó parte de ese célebre grupo. Uno de los problemas que tuvo, que tienen en general las LBO, es que el comprador asumió una deuda sustancial que dejó a la compañía con un nivel elevado de apalancamiento financiero. Eso comporta todo el riesgo que impone un elevado apalancamiento financiero. Este se presenta en forma de gravámenes fijos por el incrementado pago de la deuda. Los compradores de las compañías en transacciones apalancadas suelen planificar reducir ese apalancamiento con la venta de activos, cuyos ingresos pueden usarse para pagar la deuda como depósito y reducir el pago de ésta. También intentan implementar cambios en las estructuras de costes y aumentar rendimientos, que disminuirán los costes totales de la compañía y permitirán pagar la deuda<sup>3</sup>.

Muchas LBO son compras por la gerencia (MBO, por su sigla inglesa), que es lo que era la propuesta de Ross Johnson. Tal como su nombre indica, en una compra por la gerencia un grupo de ejecutivos compra la compañía a los accionistas públicos. Suele ser una situación difícil porque los ejecutivos son fiduciarios de los accionistas y tienen la responsabilidad de obtener el mejor trato para ellos. Sin embargo, a la gerencia le interesa pagar lo mínimo por la compañía, lo que implicaría un valor inferior para los accionistas. Los organizadores de MBO intentan suavizar esta situación e intentan conseguir opiniones externas para corroborar la idea de que los accionistas están obteniendo el valor total por la compañía.

---

<sup>3</sup> Para tener una descripción estupenda de esta transacción, véase Bryan Burrough y John Helyar, *Barbarians at the Gate: The Rise and Fall of RJR Nabisco* (Nueva York, Harper Trade, 1990).

El mercado de bonos de alto rendimiento avivó muchas de las megafusiones y LBO que se produjeron en la década de 1980. Cuando ese mercado se hundió, hacia finales de esa década, contribuyó a acabar con la cuarta ola de fusiones en Estados Unidos. Se retomará este interesante período de fusión en la sección siguiente. Muchas de las compañías que asumieron grandes cantidades de endeudamiento durante ese período se arrepintieron de ello poco después, cuando la economía se ralentizó. Algunas de esas compañías se vieron obligadas a declararse en quiebra. Eso frenó el mercado de fusiones financiadas con bonos basura y de LBO, que no se ha recuperado en la actualidad.



Irónicamente, después de un pronunciado declive a finales de la década de 1980, el mercado de bonos basura se recuperó y se conserva como una parte elemental de la financiación empresarial. En la actualidad, compañías más pequeñas, menos conocidas, pueden aprovecharse del capital que está disponible en el mercado de bonos basura. Antes de que los negociadores de inversiones, como Michael Milken, ayudaran a promover el desarrollo del mercado de bonos de alto rendimiento, las pequeñas empresas no tenían acceso a ese enorme mercado de capital y estaban relegadas a fuentes de financiación más restrictivas, como los préstamos bancarios. A pesar de que en la actualidad el mercado de bonos basura está activo y en buen estado, no tiene un papel tan predominante como lo tuvo en el mercado de fusiones y adquisiciones.

Durante la quinta ola de fusiones de la década de 1990 y la primera mitad de la siguiente, sigue habiendo muchas LBO, pero son diferentes de las

que eran habituales en los ochenta. Una diferencia principal es que implican menos endeudamiento y más fondos propios. Las compañías que son compradas en estas operaciones comerciales tienden a tener menos presiones de deuda y una mayor probabilidad de sobrevivir al período post-compra. Se ha desarrollado un próspero mercado de patrimonio privado y parte de ese capital encuentra su salida en esos tipos de transacciones. Por lo tanto, nos encontramos con que todo el negocio de LBO ha variado notablemente durante los últimos veinte años, pero sigue estando muy vivo, aunque con una forma diferente.

**GRÁFICO N° 1  
TOP TEN DE COMPRAS APALANCADAS**

Año anunciado	Nombre compañía	Precio compra (millones €)
1998	RJR Nabisco (gigante del tabaco y alimentación)	20.800,80
2000	Seagate Technology, Inc. (productos de almacenamiento, recuperación y gestión de datos)	9.876,02
1985	Beatrice Cos. (productos de consumo y alimentación diversificados)	4.540,61
1986	Safeway Stores Inc. (cadena de supermercados)	3.555,56
1987	Borg - Warner Corp. (fabricación diversificada)	3.216,97
1987	Southland Corp (tiendas de comida de conveniencia)	3.153,20
1986	Owens - Illinois Inc. (paquetería, servicios financieros, asilos de ancianos)	3.075,56
1988	Hospital Corp. Of America (hospitales)	3.050,56
1988	Fort Howard Paper Corp. (productos de papel)	3.026,93
1989	NWA Inc. (aerolínea)	2.984,84

Fuente: Mergerstar Review, 2004

#### 1.4. Reestructuraciones empresariales

Las fusiones y forzadas no son más que una forma de reestructuración empresarial. No obstante, aunque éste es el centro de este trabajo, hay otras formas de reestructuración que pueden relacionarse con las F y P. Una, que es lo opuesto a las F y P, es la venta a cualquier precio. En una operación de este tipo, una compañía vende parte de sí misma a otra entidad. Esto puede hacerlo de varias formas. La más habitual es la desinversión, en que una compañía se limita a liquidar una parte a otra entidad. Sin embargo, la reducción de las actividades de una empresa puede lograrse de otras maneras, como, por ejemplo, a través de escisiones, en las que algunas partes de una compañía son separadas de la matriz. Las acciones en la entidad escindida son ofrecidas a los accionistas de la compañía matriz, quienes pasan a ser accionistas de dos empresas, en vez de una sola. Se estudiarán este tipo de transacciones en el capítulo 6, ya que pueden ser una vía para invertir el error. Otra forma a través de la cual una división de una compañía matriz, quizá una que fue adquirida en una operación que en la actualidad se considera un fracaso, puede ser separada de la matriz es mediante una escisión sin pérdida de control. En ese caso las acciones de las divisiones son ofrecidas al mercado en una oferta pública. En el capítulo 6 se tratará sobre los efectos de estos diferentes tipos de transacciones en la riqueza de los accionistas. Con todo, en este momento se puede señalar que, en general, los efectos de estas variadas formas de reducción en la riqueza de los accionistas tienden a ser positivos. Se revisarán investigaciones que lo demuestran de forma convincente a lo largo de un período de tiempo extenso.

Otra forma de reconversión empresarial que no se abordará en este trabajo, pero que está relacionada con el mundo de las F y P, es la reorganización en quiebra. La quiebra no es sólo un acontecimiento adverso en la historia de una compañía que marca su final. Existen varias formas de quiebra y algunas son más que una herramienta de financiación empresarial en la que las compañías pueden hacer cambios en su estructura operativa y financiera y convertirse en una compañía mejor. Este tipo de reestructuraciones pueden llegar, por ejemplo si uno se acoge al capítulo 11 de la Ley de Quiebras de Estados Unidos. Este se refiere a la parte que permite que las compañías reciban protección de sus acreedores, una suspensión automática. En otros países existen leyes de quiebra que permiten las reestructuraciones, pero en muchos casos, como en Gran Bretaña y Canadá, son más restrictivas para el deudor que en Estados Unidos<sup>4</sup>. Mientras opera bajo la protección de un tribunal de quiebras, la empresa en quiebra prepara un plan de reorganización, que podría llegar a presentar cambios significativos en la compañía deudora. Estos cambios pueden prever una estructura de capital diferente, una con menos endeudamiento y más fondos propios. También puede prever ventas de activos, incluidas ventas de todas las divisiones, que proporcionan una inyección de efectivo y que podría usarse para liquidar de forma anticipada parte de la deuda que podría haber llevado a la quiebra.

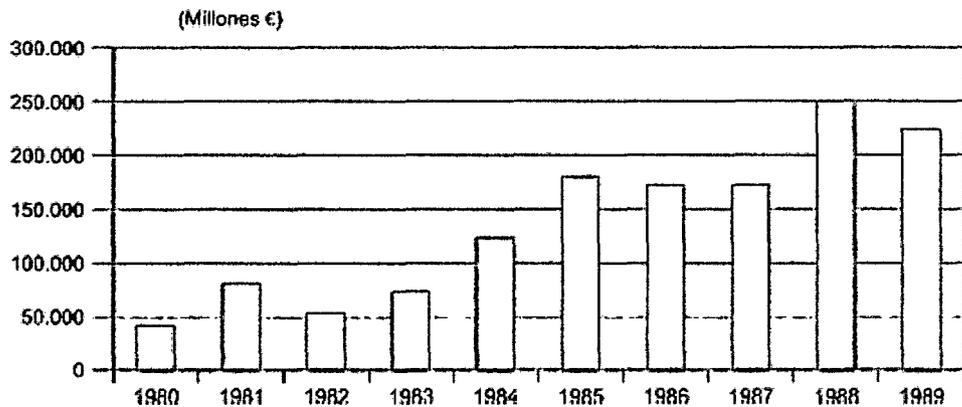
---

<sup>4</sup> Derecho Económico Empresarial, pág. 3 – Vealchaco – 2002 – Lima

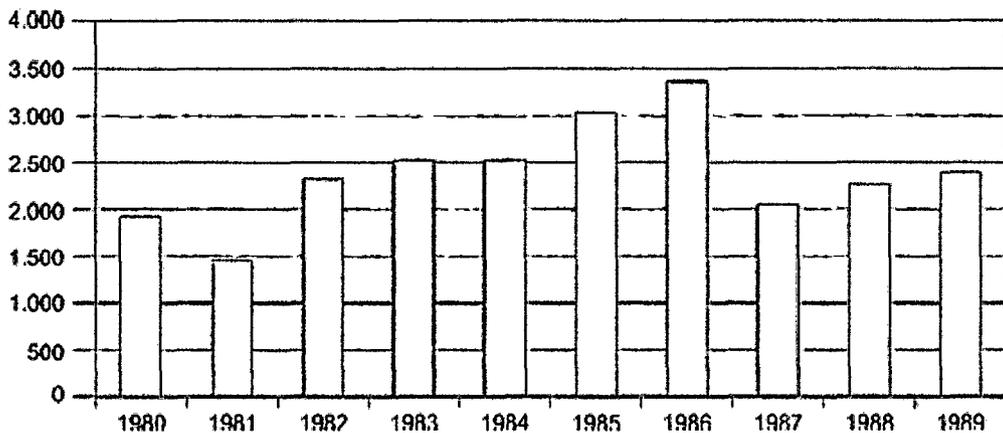
## 1.5. Tendencia en las fusiones

Siempre existe un cierto volumen de fusiones y adquisiciones pero ha habido varios períodos en los que un volumen muy alto de operaciones ha sido seguido por un periodo con un volumen inferior. Estos períodos de volumen intenso de F y P son denominados olas de fusiones. En Estados Unidos ha habido cinco olas de fusiones. La primera ocurrió entre 1897 y 1904. Se caracterizó por muchas F y P horizontales. Muchos sectores empezaron el ciclo en un estado poco concentrado, con muchas pequeñas empresas en funcionamiento. Al final de ese período muchos sectores se habían concentrado mucho más, incluidos algunos que eran casi monopolios. Esto fue irónico, ya que había una ley norteamericana, Ley Sherman, específicamente dictada para evitar una estructura industrial de ese tipo. La primera ola terminó cuando la economía y en el mercado bajaron.

Durante la ralentización de la economía hubo menos presión para cerrar tratos. Eso cambió en la década de 1920, cuando la economía empezó a prosperar. Las condiciones económicas efervescentes condujeron a una segunda ola de fusiones, que se concentró entre 1916 y 1929. Este período destacó por muchas operaciones horizontales, pero también hubo muchas transacciones verticales. Las operaciones estaban concentradas, en especial, en sectores concretos. Cuando el mercado bursátil se desplomó, en 1929, y la economía entró en una recesión prolongada y profunda en la década siguiente, la ola de fusiones se acabó. En Estados Unidos no se experimentó otro ciclo de fusiones importante hasta finales de la década de 1960.



Documento 2.- (a) Valor total de operaciones, 1980 - 1989



Documento 3.- (b) Número total de operaciones, 1980 - 1989

Fuente: Mergerstat Review, 2004.

Entre 1990 y 1991 hubo una recesión moderada, y la economía se recuperó poco a poco al principio y luego el rebote tomó vigor. Como con muchas expansiones anteriores, las compañías parecieron crecer, y la vía más rápida para expandirse era comprar compañías enteras en vez de crear un negocio internamente. Hasta cierto punto, esto tiene sentido porque ampliar las condiciones económicas crea oportunidades de mercado que las compañías podrían necesitar para reaccionar rápidamente y aprovecharse por

completo de ello. El problema ocurre cuando los sueños de riquezas económicas enturbian la valoración de la gerencia y no toman las decisiones más ventajosas. Otro problema con las condiciones económicas en alza es que pueden enmascarar una gestión deficiente. Un aumento de la demanda puede llevar a unas ventas y beneficios superiores incluso para compañías que no estén bien gestionadas. Si esto ocurre, los accionistas y el consejo de administración podrían atribuir a la gerencia unas ganancias que no han logrado. Eso puede causar que tiren adelante propuestas de adquisición que podría ser que no hubieran revisado con suficiente atención. La gerencia podría obtener una aprobación para hablar hasta que a los gerentes menos astutos les exploten en la cara sus esquemas de adquisición. En el caso de los que hicieron transacciones bien planeadas, podrían lograr hacer avanzar la compañía y aprovechar las oportunidades competitivas del mercado.



El campo de las fusiones y adquisiciones es multifacético, con muchos aspectos diferentes. Las compañías realizan estas operaciones por varios motivos, incluido aprovecharse de las sinergias. Estas son situaciones en las que una combinación de compañías siguiera siendo independiente. Pero además de los beneficios sinérgicos, las compañías las realizan por otros motivos económicos. Estos pueden surgir de la comprensión de economías de escala, como lo que ocurrirá en operaciones históricas.

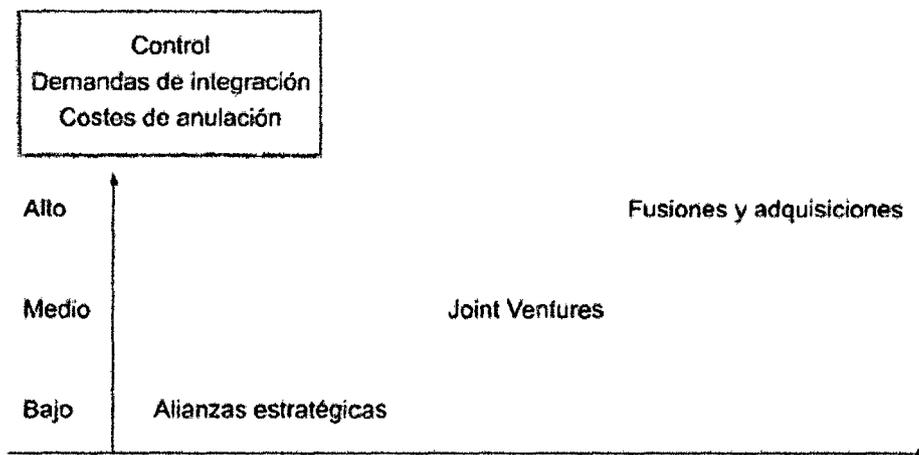
### **1.6. Acuerdos entre partes iguales**

Antes de empezar el análisis de las Joint Ventures o alianzas estratégicas, debería reconocerse que otra alternativa menos drástica que estas opciones es un simple acuerdo contractual entre las partes. Si los objetivos de la relación son específicos y pueden exponerse fácilmente en un

contrato entre las partes, ésta puede ser la solución menos costosa y más eficaz. Por ejemplo, las empresas firman acuerdos con proveedores para que les proporcionen ciertos productos regularmente. Es posible que no necesiten crear una alianza estratégica o una *joint venture* para conseguir que un proveedor se comprometa a suministrarles unos productos o servicios concretos.

Pero cuando los productos en cuestión no se pueden conseguir tan fácilmente y requieren un compromiso de desarrollo específico de parte del proveedor, un contrato podría ser suficiente. Si el proceso es más complicado o todavía e implica que las partes intercambien información valiosa y patentada, así como que el comprador proporcione fondos al proveedor para establecer un proceso de desarrollo vago y a largo plazo, como suele ocurrir entre empresas biotecnológicas y farmacéuticas, es probable que un contrato no baste y que sea necesaria una *joint venture* o alianza estratégica, o incluso una fusión o adquisición completa. Se esperaría tener un acuerdo contractual en alianzas estratégicas o *joint ventures*, pero la mayoría de contratos entre negocios no lo son.

Por lo tanto, las alianzas estratégicas o *joint ventures* implican acuerdos que sobrepasan las relaciones contractuales habituales entre empresas; son más complicadas y exigen funciones más detalladas y compromisos entre las partes.



#### Documento 4.- Nivel comparativo de compromiso

Las alianzas estratégicas comportan menos implicación entre los socios de la alianza que las *joint ventures* que, a su vez, implican también menos compromiso que una fusión o adquisición. En términos de inversión de capital, control y coste de anulación, el documento 4 refleja que las alianzas estratégicas son las menores en esa escala, seguidas de las *joint ventures* y luego de las F y P.

## CAPITULO II

### 2. ALIANZAS ESTRATÉGICAS

#### 2.1. Empresas en alianzas

En una *joint venture* dos o más empresas combinan algunos atractivos y trabajan para lograr juntas un objetivo empresarial. En general, la duración de esa combinación está definida o limitada. Esa es otra diferencia entre las *joint ventures* y las F y P, porque las segundas incluyen un período indefinido, a no ser que se trate de una operación especializada en la que una compañía es comprada con el objetivo planificado de venderla en un período de tiempo limitado. Un ejemplo sería una compra apalancada, en la que los integrantes de la transacción adquieren una compañía privada con el objetivo de mejorarla y venderla a otro comprador privado o venderla a poner en bolsa, lo que se denomina compra apalancada inversa

Las empresas implicadas en la *joint venture* mantienen sus propias operaciones empresariales independientes y continúan existiendo por separado hacían antes del acuerdo. Esa *joint venture* se crea formalmente como una entidad empresarial, sociedad independiente. Un acuerdo formal entre los participantes en la *joint venture* expone el alcance que tendrá el control que ejercerán sobre las actividades que realicen y participará en los beneficios y pérdidas de la entidad. Presumiblemente será un esquema que seguirán para valorar el progreso de cada una hacia la consecución de los objetivos.

Las *joint ventures* pueden usarse por muchísimos motivos empresariales. Quizá dos compañías tengan recursos especializados que

cuando se unen pueden utilizarse para crear o vender un producto concreto. Por ejemplo, una podría ser un fabricante farmacéutico tradicional, mientras que la otra podría ser una empresa biotecnológica. Es posible que la farmacéutica quiera usar los recursos de I+D<sup>5</sup> de la biotecnológica para crear un medicamento particular para el tratamiento de alguna dolencia. Si ése es el objetivo, comprar el negocio de biotecnología, que puede estar implicado en muchas otras áreas en las que el fabricante de fármacos no esté interesado podría ser una forma cara de obtener las aptitudes de investigación necesarias para crear el medicamento. Los fabricantes de medicamentos podrían tener implantada una red de comercialización extensa que permitiría captar rápidamente cuota de mercado cuando el producto terminara desarrollándose. En este caso ambas partes ponen recursos sobre las mesas recursos sobre la mesa y en este caso concreto de alianza, ambas pueden aprovecharse de los recursos de la otra. La solución podría ser una *joint venture* en la que los dos negocios se unan para esa actividad concreta y que no hagan necesariamente nada más juntas en el futuro. Está claro que si la alianza funciona bien, es probable que lleven a cabo otros esfuerzos conjuntos.

Las *joint venture* pueden ser una forma de que dos socios de fusiones potenciales valoren lo bien que funcionarían juntos. Las diferencias culturales<sup>6</sup> entre ambas empresas pueden llegar a evidenciarse cuando se realiza una *joint venture* o alianza estratégica. Si esas diferencias son problemáticas, las transacciones empresariales suelen poder restringirse con unos costes

---

<sup>5</sup> Investigación más desarrollo

<sup>6</sup> Diferentes ideologías de las naciones

comparativamente inferiores en una *joint venture* o alianza estratégica en comparación con una fusión o adquisición que podría dañar el valor de los accionistas.

## 2.2. Motivaciones de Joint Venture

Si se considera que una fusión o adquisición es una combinación de los recursos de dos compañías distintas, una *joint venture* es un proceso diferente que, en cierto modo, puede alcanzar los mismos objetivos. Los motivos para realizar *joint venture* son variados, pero la lista siguiente ofrece algunos ejemplos que suelen darse:

- Aumentar las aptitudes de investigación y desarrollo. Una compañía como, por ejemplo, una farmacéutica, puede llegar a realizar una *joint venture* con otro negocio que tiene una aptitud concreta que necesita para fomentar su proceso de I+D.
- Obtener acceso a suministros fundamentales. Dos o más empresas podrían formar una *joint venture* para poder disponer de una mejor fuente de suministros para su proceso de producción. Podrían ir desde la exploración conjunta de compañías petroleras hasta programas de formación conjuntos para trabajadores.
- Mejorar los sistemas de distribución. Dos compañías podrían firmar un acuerdo de *joint venture* que permita que una de las dos, o ambas, mejoren la red de distribución para sus productos.
- Acceder a mercados extranjeros. Las *joint ventures* internacionales pueden facilitar que dos empresas que operan en países distintos

trabajen juntas para obtener ganancias en uno o varios países. Por ejemplo, una compañía norteamericana podría iniciar una *joint venture* con una empresa rusa con la esperanza de que usará la experiencia de la compañía rusa para ayudar a vender productos en ese país.

Un ejemplo de esa inversión rusa fue la *joint venture* de General Motors con AvtoVAZ, un fabricante ruso en problemas, en el año 2000. GM aportó capital, mientras que AvtoVAZ facilitó sus instalaciones de producción. Ambas empresas querían establecer un edificio para fabricar un todo terreno Chevrolet Niva y un Opel Astra. AvtoVAZ estaba afincada en el mercado ruso y ayudaría a GM a acceder a esa economía en desarrollo. Por desgracia, hay que asegurarse de que se elige al socio adecuado. AvtoVAZ tenía una historia de problemas financieros y de control de calidad. La elección de GM del socio ruso para hacer una *joint venture* fue negativa, pero estaba en la línea de las múltiples decisiones de *joint ventures* internacionales de la empresa.

Simplemente porque dos compañías formen una *joint venture* en lugar de realizar una fusión o adquisición formal no las exime de la supervisión legal que podría encontrarse si se fusionaran con otra empresa o la compraran. En teoría, las mismas leyes son aplicables a la alianza de empresas y al impacto sobre el nivel de competencia en el mercado. Hay que recordar que cuando una empresa firma una *joint venture* o una alianza estratégica, no puede hacerlo sorteando las leyes antimonopolio, que siempre serán aplicables. Otro aspecto que no debe olvidarse es que si las autoridades antimonopolísticas creen que una *joint venture* es anticompetitiva, por lo general, puede concluirse con unos costes inferiores que una fusión o adquisición de un negocio que está plenamente integrado en la compañía matriz.

### 2.3. Efectos y abundancia de capitales

A pesar de que el estudio de McConnell y Nantell analizaba los efectos sobre la riqueza de los accionistas según el tipo de industria, no diferenciaba esos efectos por el tipo de alianza. Johnson y Houston estudiaron una muestra de 191 joint ventures durante el período 1991 - 1995. Dividieron la muestra en *joint ventures* verticales (55%) y horizontales (45%). Definieron las verticales como transacciones entre compradores y proveedores. Los horizontales son transacciones entre compañías que se encuentran en la misma línea de negocio general y que pueden usar los productos de la alianza para venderlos a sus propios clientes o para crear una producción que pueda venderse al mismo grupo. Los resultados presentaron ganancias positivas medias procedentes de las *joint ventures* que equivalían a un 1,67%. En el caso de las *joint ventures* horizontales, parece que los beneficios se comparten entre los participantes. Los beneficios medios para las Joint ventures verticales eran algo superiores: un 2,67%. Sin embargo, lo que resultaba particularmente interesante al observar la muestra vertical era que las ganancias no correspondían a ambas partes. Los proveedores ganaban un promedio del 5%, con el 70% de los beneficios positivos, mientras que los compradores recibían un rendimiento medio de sólo 0,32%, que no era estadísticamente significativo y del que solamente el 53% de los beneficios eran positivos. En el caso de las joint ventures verticales, los que salían ganando más eran los proveedores, que eran capaces de captar la mayor parte de los beneficios, mientras que el mercado no observaba ganancias destacadas para los compradores.

Johnson y Houston<sup>7</sup>(7) reconocieron que cuando dos empresas constituyen una *joint venture*, sobre todo una vertical que mostraba ganancias superiores, los participantes podrían haber firmado un contrato en lugar de una *joint venture*. ¿Por qué eligieron la alternativa de la alianza? Johnson y Houston analizaron una muestra de anuncios de contratos y también advirtieron efectos positivos sobre la riqueza de los accionistas. Sin embargo, descubrieron que las compañías realizan *joint ventures*, y no contratos, cuando los costes de transacción son elevados. Describen algunos de esos costes como «atracos». Esto podría ocurrir, por ejemplo, si un proveedor tuviera que hacer inversiones específicas para el comprador, como inversiones en alguna maquinaria, y que se necesitaran bienes de inversión para producir los productos propios del comprador. Aunque un contrato podría ofrecer una protección temporal al proveedor durante el período de contratación, una vez finalizado podría ser vulnerable, a menos que ese equipamiento de capital pudiera reubicarse para otro comprador. En este tipo de transacciones Johnson y Houston consideraban que había beneficios para las *joint ventures* que un simple contrato no podría obtener.

#### **2.4. Fusión y privatizaciones de corporaciones**

En algunas ocasiones una compañía puede llevar a cabo una reestructuración o una liquidación mediante el uso de una *joint venture*. Imagine una empresa que quiere desinvertir una división pero a la que le cuesta encontrar un comprador adecuado para el cien por cien de la empresa

---

<sup>7</sup> Manual de fusiones – pág. 253

que proporcione un valor suficiente para hacer que la compañía venda la división. Una alternativa sería liquidar parte de la empresa y, en efecto, dirigir la división como una entidad de posesión conjunta. Si el objetivo de la empresa que hace la venta parcial realmente es poder hacer una venta del cien por cien, puede negociar condiciones con el comprador parcial por las cuales ese comprador podría comprar las participaciones restantes de la división en algún momento del futuro si se produjeran unos hechos concretos. Estos sucesos podrían ser que la división lograra unos objetivos de rendimiento específicos. Si ocurre eso el vendedor habría encontrado a su comprador por etapas. El comprador puede utilizar las capacidades de la unidad de negocio sin tener que hacer, al menos al principio, una adquisición del cien por cien. Si compra control de la empresa objetivo, podría ser capaz de firmar cualquier acuerdo necesario mientras se ahorra los costes de una adquisición del cien por cien. Si le parece que la relación es gratificante, entonces puede que quiera ser un accionista del cien por cien y que no tenga que compartir la posesión de la compañía. El vendedor también podría llegar a añadir condiciones al acuerdo original que indique que, si se satisfacen unos objetivos concretos, el comprador estará obligado a completar la compra y a adquirir las participaciones restantes en una fecha determinada.

## **2.5. Alianzas estilo Joint Venture**

Las alianzas estratégicas son asociaciones menos formales entre compañías en comparación con las *joint ventures*. En una *joint venture* suele crearse una entidad independiente, mientras que en una alianza estratégica el

acuerdo y la relación son menos formales. Esta clase de alianzas son habituales en varias industrias distintas, incluidas la farmacéutica, la aeronáutica y la informática. Las líneas aéreas que cubren diferentes mercados geográficos suelen formar alianzas o contratos de sociedad. Con esos acuerdos siguen siendo líneas aéreas independientes pero comparten rutas, lo que les permite ser capaces de conservar a un cliente que quiere volar a otro punto de los ofrecidos por la ruta de una línea aérea concreta. Cada uno de los socios de la alianza puede vender toda la ruta y los mismos vuelos pueden ser vendidos a precios distintos por cada socio. Con ese tipo de alianzas los diferentes socios pueden ofrecer a los clientes una red global. Además, cuando varias empresas en un mismo sector forman esas alianzas presionan a los competidores a seguir el ejemplo para no quedarse en una situación desfavorable debido a su red más pequeña.

Fomentar la investigación y el desarrollo es un motivo crucial por el que las compañías constituyen alianzas estratégicas. Robinson presenta un estudio de la National Science Foundation que indicaba que una compañía de cada diez que realizaban I +D financiaba ese trabajo fuera de la empresa<sup>8</sup>.

## **2.6. Gestiones positivas en Alianzas estratégicas<sup>9</sup>**

Cuando una compañía compra otra el proceso de buena gestión es jerárquico, en el sentido de que la adquirente paga por el derecho a controlar a la empresa objetivo y lo recibe. La gobierna, se espera que de una manera

---

<sup>8</sup> David Robinson, «Strategic Alliances and the Boundaries of the Firm», Working Paper, Universidad de Columbia, Graduate School of Business, noviembre de 2001.

<sup>9</sup> Phillipe Aghion y Jean Tirole, «On the Management of Innovation», Quarterly Journal of Economics 109 (1994): 1.185-1.207

que facilite el crecimiento de la riqueza de los accionistas de la adquirente. La buena gestión de las alianzas estratégicas es bilateral y está determinada por el contrato que han firmado los socios de la alianza, así como por otros factores, como el compromiso no legal de los socios para hacer que la alianza prospere. Al suscribir ese tipo de contrato los participantes de la alianza intentan disminuir algunos de los varios costes que podrían darse si tuvieran un contrato fallido. Esto no significa que no vayan a tener oportunidades por comportamiento estratégico. Según el tipo de alianza acordado, es posible que se requiera un nivel de confianza significativo entre los socios. Si el éxito de la alianza requiere que compartan información confidencial, las partes deben estar seguras de que esa propiedad intelectual valiosa no se usará de forma inadecuada. Si se demuestra que eso es una preocupación, puede llegar a impedir el éxito de la alianza, ya que las partes podrían negarse a compartir lo que debe compartirse a fin de conseguir un éxito rotundo.

Lerner y Merges describen un caso de estudio que concierne a la empresa farmacéutica Eli Lilly y a Repligen Corporation, una compañía biotecnológica. Trabajaron conjuntamente en un proyecto relacionado con el tratamiento de inflamaciones con anticuerpos monoclonales.

En las negociaciones había tres áreas en las que los derechos de control estaban en discusión. La primera era la gestión de las pruebas clínicas: qué medicamentos se buscarían y cuándo. La segunda era el control sobre la estrategia de marketing, un área en la que Lilly tenía una extensa experiencia y Repligen sólo un conocimiento superficial. Por último, ambas partes deseaban asumir el desarrollo del proceso y acabar fabricando el medicamento. Repligen, de hecho, acababa de adquirir una instalación de cultivo celular y el personal imprescindible que trabajaba en ella.

El acuerdo final parecía asignar derechos de control a ambas partes con la máxima discreción para que se comportaran de manera oportunista. A Repligen se le cedió una gran cantidad de flexibilidad para desarrollar el candidato de producto líder (donde tenía más experiencia), pero las actividades de desarrollo del producto tangenciales sólo serían respaldadas cuando se alcanzaran metas concretas. A Lilly se le asignó el control sobre todos los aspectos de marketing, mientras que a Repligen se le asignaron todos los derechos de control de la fabricación, a no ser que topara con dificultad es graves con las entidades supervisoras<sup>10</sup>.

Observaron que las empresas que tenían más experiencia con alianzas tenían más probabilidades de tener éxito en alianzas futuras, lo que significa que hay una curva de aprendizaje; las empresas hacen mejores alianzas cuantas más alianzas llevan a cabo. Este resultado es intuitivo. También notaron que las compañías que tenían una función dedicada a las alianzas como, por ejemplo, un departamento o un jefe de departamento dedicado a supervisar las alianzas que firmaba la empresa, tenían más posibilidades de ser eficaces en sus alianzas.

## **2.7. Seguros contra conflictos**

Una medida que las compañías toman en algunas ocasiones para intentar reducir el potencial de conflicto es crear un vínculo basado en acciones entre los socios de la *joint venture* o de la alianza. En ese tipo de acuerdos cada compañía sería titular de acciones en la otra. Por tanto, cada una sería un accionista importante de la otra empresa y, en consecuencia, ganaría si su socio se beneficiara.

---

<sup>10</sup> Josh Lerner y Robert P. Merges, «The Control of Strategic Alliances: An Empirical Analysis of Biotechnology Collaborations», Working Paper NBER, n.º 6.014, abril de 1997

Esto se puede hacer mediante acciones con o sin derecho a voto. Los títulos sin derecho a voto permiten que cada empresa reciba los beneficios de las ganancias financieras de la otra sin intercambiar control. Sin embargo, este tipo de tenencias mutuas no son una garantía de que no vayan a desatarse conflictos; eso quedó claro en la exitosa *joint venture* internacional de 1993 entre LVMH y Guinness PLC. Habían constituido la alianza para expandir su venta de bebidas alcohólicas internacional y reportó beneficios para ambas empresas.

Las *joint ventures* y las alianzas estratégicas pueden ser una alternativa menos drástica y más barata que una fusión o adquisición. A veces un posible adquirente lo único que quiere es controlar algunos aspectos del negocio de un posible objetivo. Si puede lograr que la otra empresa constituya una *joint venture* con ella o si consigue que firme una alianza estratégica, es posible que pueda alcanzar todos sus objetivos sin los costes de una fusión o una adquisición. Por lo general esos acuerdos pueden descontarse con menos esfuerzos y costes que invertir en una fusión o adquisición. Con todo, las *joint ventures* son contratos más formales que las alianzas estratégicas y pueden llegar a contener un mayor nivel de compromiso.

Cuando se revisa la bibliografía sobre las *joint ventures* y las alianzas estratégicas se puede comprobar que los anuncios de ese tipo de alianzas tienden a vincularse con efectos positivos para la riqueza de los accionistas de las empresas participantes. Las *joint ventures* verticales presentan beneficios superiores que las horizontales. La investigación también pone de manifiesto que en las horizontales las ganancias de los accionistas son compartidas por los participantes de la alianza. En cambio, en las negociaciones verticales no

pasa. En las *joint ventures* verticales la mayoría de los beneficios iban a manos de los proveedores, mientras que los compradores no obtenían muchos.

Las alianzas estratégicas también muestran efectos positivos sobre la riqueza de los accionistas, de modo que son una alternativa favorable. Las alianzas horizontales producen efectos positivos mientras que las no horizontales presentan rendimientos negativos. Además, las alianzas con una orientación tecnológica reportaban beneficios positivos, mientras que las que tenían una orientación de marketing solían tener rendimientos negativos.

Algunas empresas parecen salir mejor paradas de las alianzas estratégicas que otras. Las empresas que han tenido una vasta experiencia con esa clase de alianzas parecen haber salido mejor paradas que si no las hubieran hecho. Del mismo modo, las empresas que tienen un cargo o departamento dedicado a las alianzas obtienen mejores resultados que las que no poseen esos puestos. Antes de aprobar una fusión o adquisición, los gerentes y el consejo de administración tienen que asegurarse de que ninguna de esas dos alternativas menos drásticas satisfaría los mismos objetivos pero a un precio más bajo. Si es así, la planificación de operaciones tiene que reorientarse en esa dirección.

## CAPITULO III

### 3. PRIVATIZACIONES Y LOS BONOS BASURA

#### 3.1. Generalidades y ventajas

La financiación de entresuelo (mezzanine) es un tipo de financiación intermedio entre la deuda principal y los recursos propios. Tiene la forma de deuda subordinada, es decir, que los prestamistas sólo recibirán los cupones si hay beneficios. Esto hace que sea más arriesgada que la deuda principal, puesto que la empresa tiene la obligación de pagar los cupones de este último pase lo que pase pero tiene menos riesgo que los fondos propios de la compañía, puesto que antes de repartir dividendos se deberán pagar los intereses de la deuda de entresuelo. Por lo tanto, al inversor le proporciona un rendimiento superior al que obtendría mediante deuda principal, con un riesgo inferior al que representa la adquisición de acciones<sup>11</sup>.

La principal ventaja de este tipo de financiación es la gran flexibilidad que proporciona tanto a prestamistas como a prestatarios. De hecho, ambas partes buscaran el equilibrio entre la dilución del capital y los costes financieros de los recursos ajenos. El tipo de interés de este tipo de financiación es inferior al de la deuda subordinada normal, dado que la participación en el capital proporciona al prestamista un rendimiento total más elevado al finalizar el período. En el caso de que la financiación de entresuelo tuviese un tipo de interés flotante, el riesgo sería superior, aunque éste podría controlarse haciendo un swap de intereses fijo-flotante con otra institución que desease justo lo contrario.

---

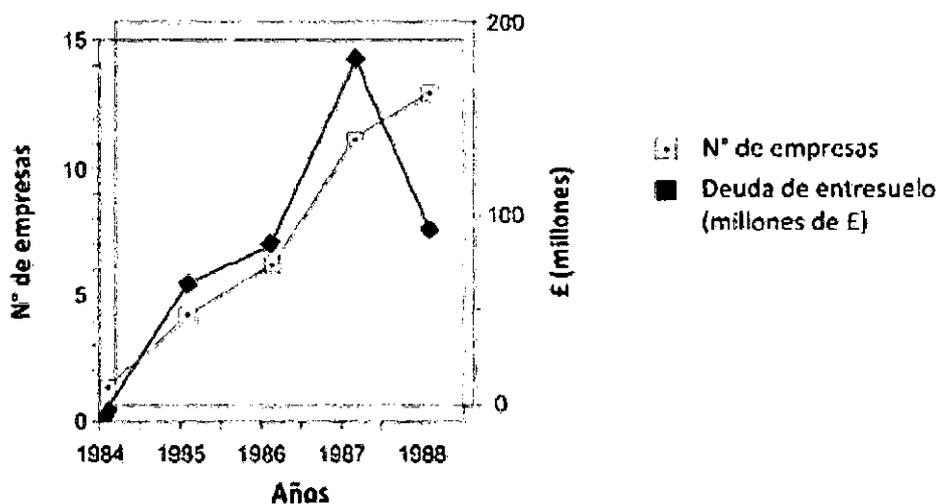
<sup>11</sup> Los warrants se diferencian de las opciones de compra en que son emitidos por las propias empresas y no por los brokers o dealers.

Desde el punto de vista del inversor, este tipo de financiación proporciona una mayor rentabilidad que otros tipos de deuda, y aunque su riesgo es superior. Éste puede reducirse invirtiendo en todas las fuentes financieras del LBO en cuestión.

A esto se le conoce como franjas verticales de financiación, que quiere decir que cada inversor coloca su dinero en los diferentes instrumentos financieros utilizados y no en uno sólo. El rendimiento mínimo (interés más dividendos) puede garantizarse al prestamista si el prestatario se compromete a readquirir los certificados por una cantidad de dinero especificada en el momento del reembolso del préstamo.

Gráfico N° 2

Evolución del uso de la deuda de entresuelo en los MBOs británicos.



Fuente: Peat Marwick McLintock

### 3.2. Particularidades de los bonos basura

La financiación de entresuelo está basada, por lo general, en los bonos de alto rendimiento, conocidos también como bonos basura (junk bonds)<sup>12</sup> que son obligaciones de baja calidad, es decir, que están calificadas como no-inversión por, al menos, una de las agencias independientes de calificación o rating (Moody's —por debajo de Ba— o Standard & Poor's —por debajo de BBB— ver Gráfico 3).

Desde el punto de vista bancario, recibe el nombre de préstamo estirado, existiendo una cierta controversia en dicho mundo acerca de cuánto hay que estirar un préstamo para que se convierta en una financiación de entresuelo. La cuestión radica en el tema de la garantía. En la CEE la mayoría de la deuda de entresuelo ha estado garantizada, pero por detrás de la deuda clásica: el valor de dicha garantía dependerá del valor de los activos del prestatario. Ahora bien, debido a la cantidad de LBOs creados con base en los futuros flujos de caja, el valor de los activos puede ser muy difícil de determinar por parte de los prestamistas.

Debido a su característica de participación en el capital, la financiación de entresuelo guarda una cierta semejanza con las operaciones combinadas deuda-capital, que prefieren muchos inversores de capital-riesgo. Pero es muy distinta de este último, ya que en la mayor parte de las transacciones el volumen de acciones cedido por los propietarios rara vez supera la banda del 5 al 15 % del capital de la empresa.

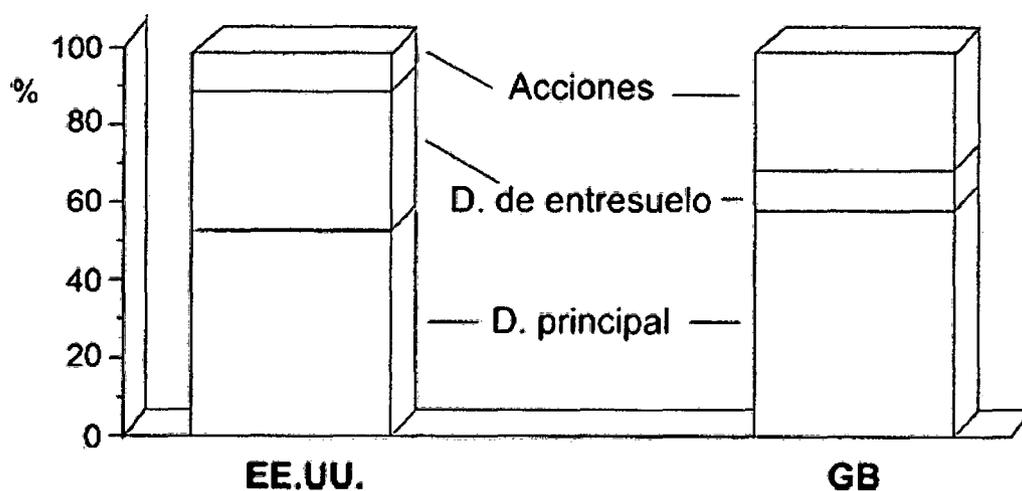
---

<sup>12</sup> La traducción ideal sería bonos chatarra. pero en España se ha adoptado la denominación bono basura, por ello se mantiene aquí. Dicho nombre procede de una conversación entre Mike Milken y Ni. Rikhs. Director de la Rapid American cuando el primero, después de analizar los bonos que pretendía emitir la empresa del segundo. Exclamó: «Rik. These are junk»

En una compra apalancada (*leveraged buy-out*) o LBO, el comprador pretende adquirir un buen paquete de acciones ordinarias de la sociedad a comprar, y para conseguir la suficiente liquidez emitirá acciones, bonos, opciones, etc. Ahora bien, con todo sólo acabará controlando un pequeño porcentaje de la inversión total de la sociedad resultante de la adquisición, es decir, entre un 5 y un 25 % (ver Fig. 1). Los prestamistas principales, que suelen soportar alrededor de un 50-60 % de la financiación, preferirían que el inversor se «mojase» un poco más de lo que lo hace y por ello ven con buenos ojos la utilización de financiación de entresuelo en este tipo de operaciones; e incluso suelen poner como condición para prestar su dinero la existencia de una cierta financiación de este tipo.

**Gráfico N° 3**

**Comparación de la estructura financiera MEDI de los LBOs  
En los Estados Unidos**



### 3.3. Volumen de deuda entresuelo

Para determinar la cantidad de deuda de entresuelo que es necesario emitir se deberá analizar la relación riesgo-rendimiento del apalancamiento financiero. Un alto grado de apalancamiento hace aumentar el rendimiento de las acciones si la nueva empresa resultante de la fusión o adquisición funciona bien en el futuro. Ahora bien, ello también proporcionará un aumento del riesgo financiero si los flujos de liquidez futuros no son generados en la cantidad que se esperaba y difícilmente pueden hacer frente a los gastos financieros fijos. Para intentar evitar esto es conveniente emitir deuda de entresuelo que no implique efectuar ningún pago por amortización del capital durante el primero e, incluso, el segundo quinquenio (si dura más de diez años); más aún, podría emitirse deuda del tipo cupón cero (sin pago de intereses) durante un período de 5-7 años al final de los cuáles se pagan los intereses acumulados. Todo esto ayuda a reducir el riesgo financiero de la empresa durante los primeros cinco años.

Además, el apalancamiento financiero también aumenta el control potencial de los prestamistas sobre las decisiones operativas de la empresa. Las cláusulas restrictivas (*covenants*) contenidas en muchos instrumentos de deuda pueden reducir la capacidad de maniobra financiera de cara a lidiar con algún problema importante de su negocio.

Un alto apalancamiento financiero reduce fuertemente la capacidad de endeudamiento no utilizada de la empresa, limitando peligrosamente su flexibilidad financiera, lo que haría necesario la emisión de acciones ante una necesidad financiera posterior. Pero no se olvide que la capacidad que una

empresa tiene de ampliar capital con éxito depende de la cantidad de endeudamiento que ya posea. Por ello es difícil que una empresa que se apresta a financiar la adquisición de otra permita que su capacidad de endeudamiento esté agotada o próxima a estarlo.

Una vez que la cantidad apropiada de apalancamiento, en ambas compañías, ha sido establecida, se deberá determinar la mezcla idónea de deuda principal y de entresuelo, así como sus vencimientos respectivos. A modo de regla práctica, la deuda subordinada se encargará de proporcionar la financiación cuyo principal no pueda ser amortizado durante los primeros 5-7 años, según muestren las proyecciones de los flujos de liquidez futuros. Muchas empresas solicitan una mayor deuda subordinada de la necesaria de cara a reducir la deuda bancaria principal, buscando mantener un exceso de capacidad de endeudamiento no utilizada por si fuese necesario emplearla en futuras adquisiciones o en otras operaciones.

Para compensar su baja calificación y su alto riesgo llevan incorporado un alto interés. Ambas agencias de calificación dedican desde 1990 informes especializados en las emisiones de bonos basura separados de los que dedican habitualmente al resto de los bonos.

Los bonos basura son creados específicamente para proporcionar una financiación de entresuelo tanto a las adquisiciones de empresas como a las reestructuraciones de las mismas. Debido a que el pago del cupón está subordinado a la existencia de beneficios en la empresa, su riesgo es bastante superior al del resto de los bonos, por lo que para atraer a los inversores deberán tener un rendimiento bastante alto.

## Gráfico N° 4

### Los grados de calificación de Moody y S&P

Moody's		Standard & Poor's		
Aaa	Calidad superior	AAA	La mejor calificación	Inversión
Aa	Alta calidad	AA	Calificación alta	
A	Superior al grado medio	A	Por encima de la medida	
Baa	De grado medio	BBB	Calificación media	
Ba	Posee elementos especulativos	BB	Por debajo de la media	No-inversión
B	Le faltan características inversoras	B	Especulativa	
Caa	Riesgo de impago	CCC-CC	Totalmente especulativa	
Caa	Muy especulativa. Casi seguro	C	Reservado para bonos de renta	
C	Impago de intereses	DDD-DD	Impago, con calificación indicativa del valor de liquidación relativo.	

El rendimiento de los bonos basura puede descomponerse en tres partes: el tipo de interés libre de riesgo de impago, otros tipos de riesgo. El primero puede ser medido a través del rendimiento de los bonos del Tesoro del mismo plazo que el bono basura. El segundo hace referencia al riesgo de que el emisor sea incapaz de hacer frente al pago de los cupones y devolución del principal del mismo y viene medido por las calificaciones mostradas en el Gráfico 4.

El riesgo de reinversión (riesgo de que el dinero procedente de los cupones del bono basura se reinvierta a un tipo de rendimiento inferior al del propio bono) y el riesgo de liquidez (riesgo de que el bono basura no sea ampliamente negociado en el mercado de valores y que cuando su propietario desee deshacerse del mismo debido a la falta de compradores) son otros tipos de riesgo que afectan al rendimiento del bono.

En cuanto a las características de los bonos basura, podemos señalar las siguientes:

- a) Plazo: Suele ser menor que el de los bonos de mayor calificación, debido a que se comprometen a pagar un tipo de interés superior (alrededor de un 2.5% por encima del de la deuda principal). El plazo suele ser de cinco a siete años, aunque los hay con un vencimiento superior a diez años. Suelen llevar incorporada una cláusula de amortización anticipada cuando así lo desee el emisor.
- b) Tamaño: La emisión se suele dividir en partes con diferentes amortizaciones y de diferentes clases: bonos cupón cero (no pagan intereses hasta el final de su vida), bonos subordinados y pagarés.
- c) Cláusulas restrictivas (*covenants*): No suelen ser tan restrictivas como las de la deuda principal y se suelen referir a: significativas restricciones sobre los dividendos y otros pagos hasta que mejore el ratio de endeudamiento de la empresa: y restricciones sobre un endeudamiento y la cobertura de intereses alcancen unos valores determinados.
- d) Volatilidad: Suelen estar respaldados por una menor cantidad de fondos propios que la deuda principal, por lo que son más sensibles a las fluctuaciones en el valor de mercado de los títulos de la empresa, el cual refleja el valor actual de los flujos de cada esperados.

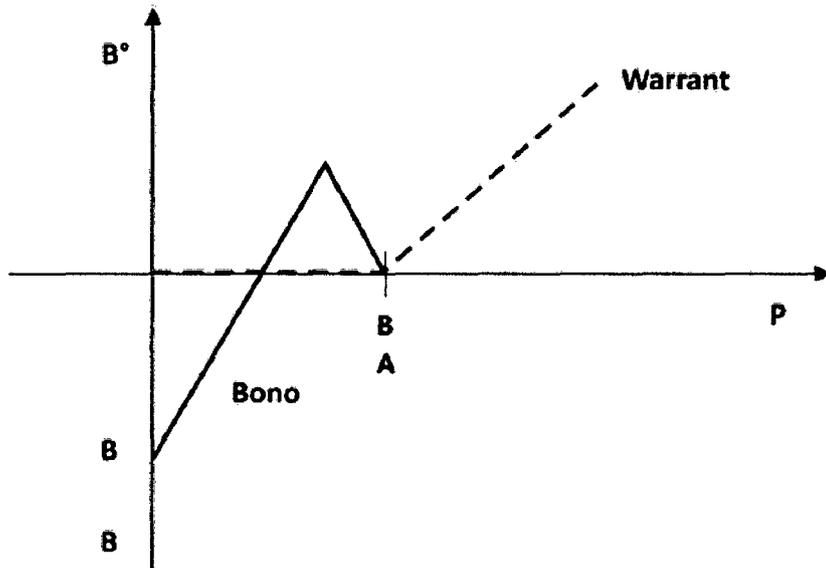
Basándose en esto último, el valor de mercado de los bonos basura sube o baja según lo hagan las acciones de la empresa: pero la subida sólo se producirá hasta un cierto valor, alcanzado el cual la empresa procederá a

reembolsar el principal a su poseedor (la mayoría de las emisiones de bonos basura pueden ser rescatadas con anticipación si lo desea el emisor de los mismos). Esto ocurre porque la empresa se encontrará en una buena situación crediticia (por eso se cotizan más sus títulos), que le permitirá rescatar sus bonos basura refinanciándolos a un tipo inferior. Ahora bien, si dichos bonos llevan incorporado un warrant, éste podrá ser ejercido en ese momento, con lo que el poseedor pasará a convenirse en propietario casi al mismo tiempo que deja de ser acreedor.

Conforme la empresa va eludiendo la quiebra y se aproxima el momento de obtener beneficios, el valor de mercado del bono basura irá creciendo hasta llegar a un valor máximo, que mostrará la ganancia máxima del mismo con base en los cupones esperados durante su vida máxima estipulada. Ahora bien, si la empresa continúa generando beneficios (el valor de las acciones seguirá aumentando), los bonistas empezarán a pensar que el momento de la amortización financiera anticipada de sus títulos se está acercando, y como el rescate de los mismos se realiza por el principal y no por su precio de mercado, el valor de los bonos, ex-warrant, comenzará a descender hacia su valor nominal. En el gráfico se ha supuesto que cuando el precio de mercado de la acción coincide con su valor nominal ( $P = A$ ) y con el nominal del bono ( $P = B$ ), la empresa rescata este último.

Gráfico N° 5

Esquema gráfico del beneficio para el comprador de un bono



Hemos hablado de que los bonos basura pueden ser rescatados por su valor nominal anticipadamente, pero también existen otras modalidades, como por ejemplo, rescatarlos por su precio de mercado o por otro previamente convenido, al final de su vida o anticipadamente, o incluso a cambio de acciones. Todo ello figura en las cláusulas del convenio de financiación entre las entidades suministradoras de recursos financieros y la receptora de los mismos.

### 3.4. Bonos basura como instrumento

Si tomamos como regla general de política financiera el orden jerárquico establecido por el profesor del MIT Stewart Myers, para la captación de fondos por parte de la empresa, veremos que los bonos basura ocupan una posición intermedia en dicha jerarquía. Para Myers, una empresa deberá:

- a) Autofinanciarse lo máximo posible.
- b) Emitir deuda lo menos arriesgada posible (con buena calificación).
- c) Emitir acciones cuando no pueda endeudarse más.

Como se aprecia, los bonos basura sirven de enlace entre la deuda con poco riesgo y las acciones, lo que permite a la empresa aumentar su capacidad de endeudamiento más allá del punto en que no podría emitir más deuda principal. Así que este instrumento financiero se encuentra «a caballo» entre los fondos ajenos tradicionales y los fondos propios, puesto que en caso de liquidación de la compañía los poseedores de bonos basura tienen preferencia sobre los accionistas, pero no sobre los acreedores ordinarios. De hecho, desde el punto de vista bancario, son casi una ampliación de capital (desde el punto de vista contable suelen formar parte de los fondos propios).

Este tipo de financiación permite aumentar el endeudamiento manteniendo constante los fondos propios: lo cual, desde el punto de vista de los accionistas, significa que cuanto menor sea el volumen de estos últimos, mejor, puesto que existirá una menor dilución y, por lo tanto, un mayor crecimiento potencial. El emisor ideal de bonos basura es una empresa que puede beneficiarse completamente de los ahorros fiscales que ellos le proporcionan, que no tenga un alto riesgo financiero que pueda llevarla a la quiebra y cuyo valor de mercado de sus acciones descansa fundamentalmente en el valor de sus activos. Es decir, una empresa que tenga un negocio maduro, que genere altos, pero estables, flujos de caja o también, una sociedad que habiendo superado las dificultades iniciales en el desarrollo de su producto y que dispone de una buena posición en el mercado, necesita una fuerte inyección financiera de cara a una posterior expansión.

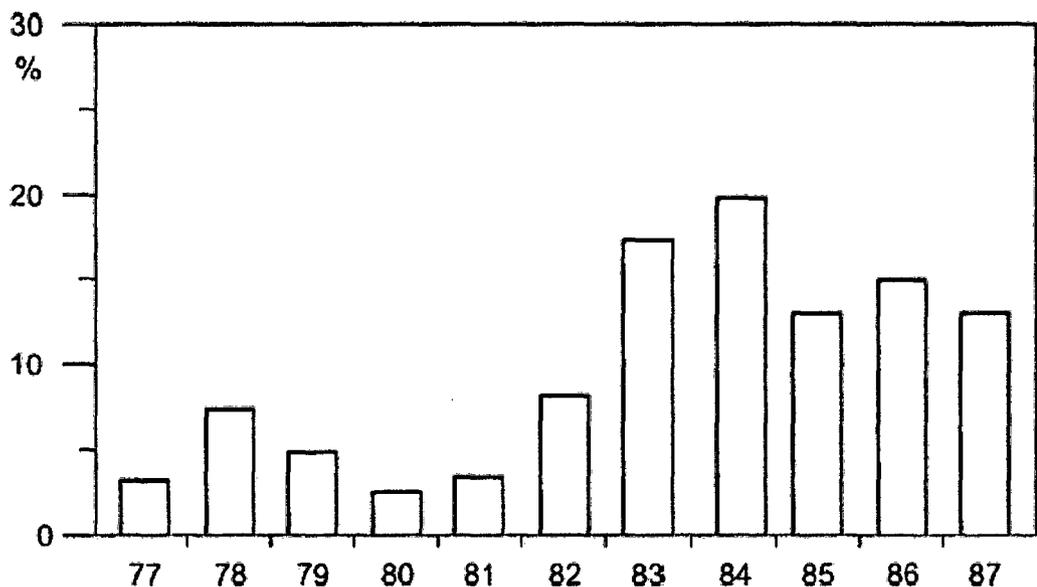
Los bonos basura pueden ser empleados de dos formas:

- a) Pueden ser emitidos por las instituciones financieras que van a financiar la adquisición de una empresa o su refinanciación, con el fin de captar los fondos necesarios.
- b) Pueden ser entregados a los accionistas de la empresa a adquirir como parte del pago de sus acciones.

En ambos casos, estos bonos serán rescatados a través de la venta de filiales, o de activos, pertenecientes a la empresa objetivo en una fecha futura. Precisamente con relación a esto último, la Comunidad Europea está preparando una directiva sobre fusiones y adquisiciones de empresas en la que, entre otras cosas. Se prohíbe el endeudamiento garantizado por los bienes de la sociedad con el fin de recabar fondos para adquirirla.

**Gráfico N° 6**

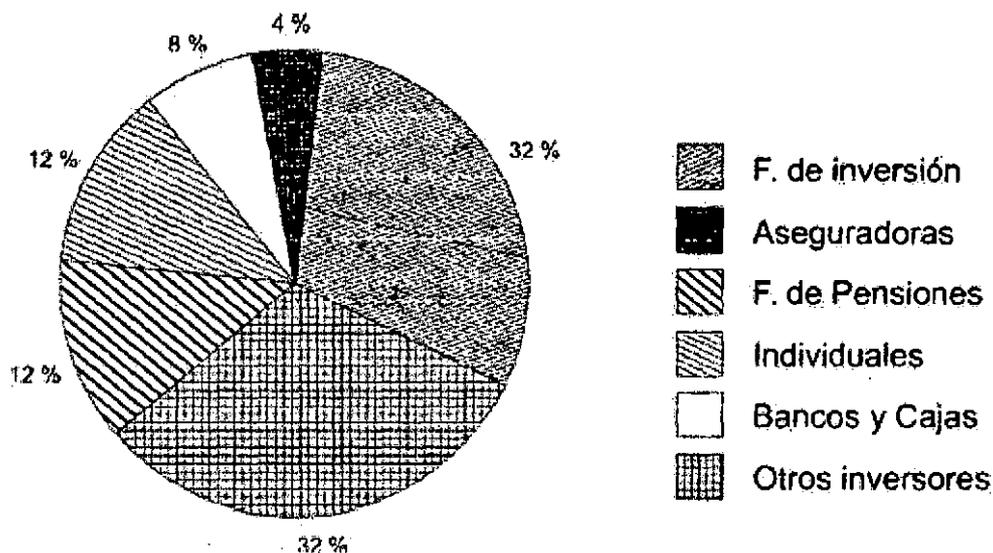
**Porcentaje de las emisiones de bonos basura en relación al total de Bonos emitidos por las empresas que cotizan en las bolsas Americanas**



(Fuente: Drexel, Burnham, Lambert).

## Gráfico N° 7

### Los inversores en bonos basura del mercado americano en 1986



(Fuente: Rasky)

Retomando lo dicho anteriormente acerca de la creciente importancia de este mercado en los últimos años hagamos un rápido recorrido por las causas que han provocado dicho auge:

- a) El aumento de la competencia a una escala internacional. Que ha sido provocado por la reestructuración de sectores clave de la economía americana junto a la liberalización de los mercados financieros, lo que ha desembocado en un aumento de la actividad en el mercado de capitales bajo la forma de fusiones y adquisiciones, recompra de acciones, liquidaciones, etcétera.
- b) La incertidumbre que rodea a la inflación y a la volatilidad de los tipos de interés, lo que ha impulsado a los inversores a buscar sistemas de

cobertura al mismo tiempo que aumentan el rendimiento de sus carteras de valores.

- c) La desintermediación en los mercados nacionales e internacionales, que ha hecho aumentar el mercado de obligaciones o bonos como forma de financiación empresarial en detrimento de los préstamos bancarios

Por el contrario, el mercado europeo de bonos basura comienza a desarrollarse en estos últimos tiempos, siendo las razones para dicho nacimiento, las siguientes:

- a) La existencia de un número creciente de inversores dispuestos a suministrar fondos a cambio de altos rendimientos.
- b) La existencia de empresas dispuestas a endeudarse con financiación de entresuelo ha dado lugar a la sindicación de préstamos de este tipo, esperándose en breve que la titularización alcance al mercado de la deuda de alto rendimiento, sobre todo de cara al mercado único de 1992, lo que proporcionaría una liquidez de la que ahora carece.
- c) La presión que ejercen los bancos de inversión, los cuales se encuentran con una escasez de beneficios, con objeto de desarrollar este nuevo mercado.

A diferencia de lo ocurrido en el mercado americano de bonos basura (véase en el Gráfico 7), los principales inversores del mercado europeo son bancos y tradicionales inversores en acciones, comenzando a aparecer las primeras compañías de seguros en escena.

### 3.5. El modelo español

Desde hace un par de años y debido al gran auge que las fusiones y adquisiciones de empresas han tenido en España, ha sido necesario crear una estructura suministradora de financiación para este tipo de operaciones. En cuanto a la deuda principal, no ha habido ningún problema, puesto que la banca comercial, al igual que en los países de la CEE, ha corrido con la financiación de la misma. Pero en cuanto a la deuda subordinada, siguiendo la pauta europea, han comenzado a aparecer tímidamente bancos de negocios y de inversión destinados a operar en dicho mercado: en todo caso, las expectativas de este tipo de financiación son de crecimiento sostenido, a juzgar por los fondos de inversión en LBOs que están apareciendo en nuestro país. Como ejemplo de los mismos podemos citar a Investrol. Elite Investments, Sudimer. etc.

Por otro lado y como ejemplo de MBOs realizados en España con financiación de entresuelo, podemos citar el caso del Global Cable, cuya concreción tuvo lugar en enero de 1989 y ha resultado ser uno de los principales MBOs realizados en Europa, puesto que ha sido valorado en unos 31000 millones de pesetas: Cantidad por la que los directivos de La filial española de General Cable adquieren la totalidad del paquete accionarial, que estaba en poder de la multinacional americana Pen Central Co., principal accionista hasta dicho momento. En el diseño y estructuración del MBO han intervenido las siguientes empresas financieras: Bankers Trust como principal banco agente, que se encargó de canalizar la adquisición de las acciones y de diseñar la operación financiera; los bancos Santander de Negocios. Paribas y

BBV, que participan como prestamistas en la operación comentada: la empresa consultora Arthur D. Little cuya misión es valorar la empresa a adquirir y estudiar su viabilidad futura: la auditora Arthur Andersen, que aconseja la búsqueda de un socio tecnológico, y BICC, la segunda compañía europea del sector, que actúa como dicho socio.

El MBO se estructuró de la forma en la que el gran tamaño de la deuda principal, el 77% del total de la financiación (24000 millones de pesetas), la cual fue suscrita por un sindicato bancario compuesto de 25 entidades financieras nacionales y extranjeras, capitaneadas por los bancos mencionados anteriormente: esta deuda está asegurada con base en sus activos. La deuda subordinada, que alcanzó los 4.000 millones, fue suscrita por el socio tecnológico BICC, actuando como bancos agentes el Banco de Santander y su socio europeo, el Royal Bank of Scotland.

Y, por último, el capital social ascendió a 3000 millones. Como se aprecia, el apalancamiento de esta operación está situado en un valor de 9 (por cada peseta propia hay 9 ajenas).

La estructura de poder de la empresa se pretendía que, después de transcurridos cuatro años, quedase repartida entre los directivos con el 51 % y BICC con el 49% restante, pero nada más realizarse el MBO, esta última compañía sólo controlaba el 20% y los directivos un pequeño porcentaje, puesto que el resto estaba en manos de los principales bancos intervinientes en la operación financiera. A comienzos de 1992 BICC tomaba el control mayoritario del capital al fracasar la directiva en sus objetivos.

### 3.6. Bonos basura y empresas

El clásico proceso de emisión de los bonos basura de cara a la adquisición de una empresa o a su reestructuración, podría ser el siguiente:

- Paso 1: El adquirente creará una sociedad filial (*shell company*) a través de la cual va a dirigir su proceso de compra y de emisión de los bonos basura.
- Paso 2: Esta compañía filial realiza una OPA sobre la empresa objetivo. Dicha oferta está condicionada a la consecución de la suficiente financiación. Esto último deberá estar asegurado por el banco de inversión que actúa de parte del adquirente y que cobran un 1.8 % del valor de la emisión en concepto de comisiones.
- Paso 3: El banco de inversión se asegura que existan suficientes inversores dispuestos a adquirir los bonos emitidos por la empresa del adquirente cuando se lancen al mercado. Dicho compromiso se refuerza con el pago de unas comisiones a dichos inversores a cambio del mismo; comisiones que no son reembolsables si la operación no se llevara a cabo.
- Paso 4: El banco de inversión puede diseñar un crédito puente con objeto de proporcionar la suficiente financiación para completar el trato. Dicho crédito será refinanciado con la emisión de los bonos por parte de la empresa filial del adquirente. Además, este crédito permitirá al banco tomarse su tiempo para lanzar los bonos al mercado, eligiendo el mejor momento para ello.

**Paso 5:** Una vez que existe la financiación, los bonos son emitidos y el dinero recibido a cambio se utiliza para adquirir las acciones de la empresa objetivo. Si la OPA fuese en dos fases, esta emisión serviría para pagar el capital necesario para conseguir el 51 % de los títulos. Luego, podría realizarse una segunda emisión de bonos basura para pagar el resto del capital.

**Paso 6:** En este momento la empresa adquirente y su filial (también la empresa objetivo, si ya ha sido fusionada con las otras) estarán cargadas con una buena cantidad de deuda y de gastos financieros. Con objeto de reducir dicha carga lo más pronto posible, se deberá vender algunos activos (compañías filiales o divisiones) de la empresa objetivo.

## **CAPÍTULO IV**

### **4. EMPRESA Y ACCIONARIADO LABORAL**

#### **4.1. Acceso a la propiedad de la empresa**

La adquisición se constituye como una vía fundamental de acceso de los empleados o trabajadores a la propiedad de la empresa con forma de sociedad anónima; su práctica ha sido bastante frecuente en los últimos años, tanto en España - dando origen a las Sociedades Anónimas Laborales -, como en Europa y Estados Unidos básicamente.

Normalmente la adquisición se instrumentaliza mediante las conocidas ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs). Cuyo éxito o fracaso depende decisivamente de la actitud que ante la misma adopten individualmente los accionistas de la sociedad sobre la que se lanza, dado que no existe posibilidad de veto por parte del consejo de dirección de ésta. La operación, que suele estar diseñada por un banco de inversión, requiere de un volumen de financiación importante al que los trabajadores no podrán generalmente acceder sino a través de endeudamiento.

El caso que nos ocupa presenta unas particularidades que le hacen especialmente interesante, tanto por las motivaciones que llevan a una actuación de este tipo, como por la problemática particular inherente a la misma.

#### **4.2. Diferenciaciones**

La adquisición de paquetes accionariales de una sociedad puede albergar o no propósitos de control. Esta diferenciación es sin duda importante, del mismo modo que lo es la posible distinción que podría

realizarse en función de la condición del colectivo que pretende la adquisición. Así, independientemente de si se persigue o no el control societario, cabría diferenciar entre adquisiciones de acciones por parte de individuos o colectivos vinculados a la sociedad por unas relación laboral y adquisiciones realizadas por terceros no vinculados laboralmente.

Pues bien, en este capítulo se pretende una aproximación a las adquisiciones llevadas a cabo por empleados de la propia empresa. tanto con fines de control como a adquisiciones de paquetes minoritarios de acciones, haciendo referencia como caso representativo de una y otra modalidad a las genuinas Sociedades Anónimas Laborales españolas (SAL) y a los Planes de Propiedad de Acciones para los Empleados o «Employee Stock Ownership Plans» americanos (ESOPs). Hasta el momento se ha hecho mención al colectivo de empleados de una sociedad de forma genérica, si bien es frecuente, en cuanto al tema que nos ocupa la distinción entre adquisiciones realizadas por directivos y adquisiciones llevadas a cabo por otros trabajadores o empleados: esto es: la compra de la empresa por los directivos o gerencia, proceso conocido en terminología anglosajona como «management buy-out»<sup>13</sup>, y la compra de la empresa por otros empleados o proceso conocido como «employee buy-out». Cada una de estas manifestaciones presenta unas particularidades propias.

---

<sup>13</sup> Con posterioridad también se hará referencia a los management buy-in (MBIs).

### 4.3. Adquisición y control

Como se hizo referencia anteriormente, y siendo el fin perseguido con la adquisición la toma de posiciones de control en la entidad, es frecuente diferenciar cuando es el colectivo de empleados el que accede a la propiedad, entre adquisiciones realizadas por el equipo de gerencia y por otros trabajadores o empleados. El proceso de compra de la empresa por los directivos o, management buy-out (MBO) ha sido bastante estudiado en el campo de las finanzas. Existen múltiples experiencias al respecto, tratándose en la práctica totalidad de los casos de compras financiadas con endeudamiento. Es por ello por lo que se hace mención en ocasiones a compras apalancadas por los directivos, o leveraged management buy-out (LMBO) En realidad prácticamente todos Los MBO son LMBO; los activos de la propia empresa sirven de aval para la obtención de la financiación<sup>14</sup>.

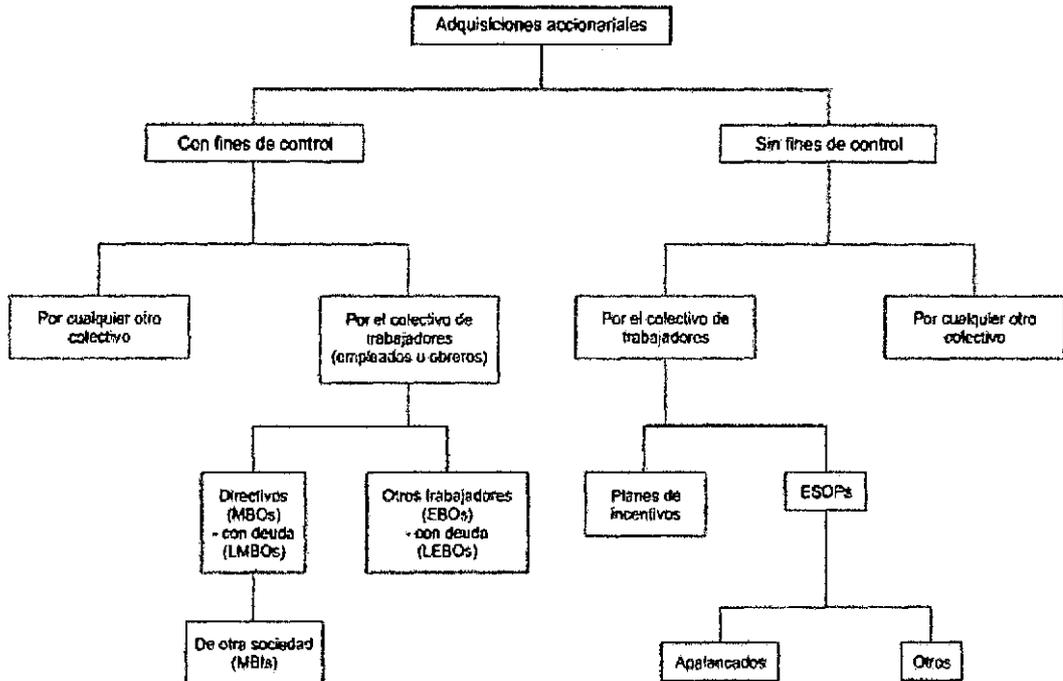
En Europa este proceso tiene especial relevancia en Gran Bretaña hasta el punto que de las cuarenta y nueve operaciones de estas características realizadas en el año 1990, treinta y cuatro tuvieron lugar en las Islas Británicas, Francia y Suecia son los países europeos del continente en las que esta actividad tienen mayor aceptación, tanto por número de operaciones como por valor de las mismas.

---

<sup>14</sup> Puede consultarse al respecto el Capítulo 7 dedicado a compras con apalancamiento o leveraged buy-outs en este mismo manual, así como J. MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO: «La compra con apalancamiento (leveraged buy-out) », Actualidad Financiera, semana del 27 de marzo al 2 de abril de 1989. Núm. 13. págs. 919 y ss.

## Gráfico N° 8

Una posible clasificación del proceso de adquisición accionarial.



En España, en el período comprendido entre 1985 y 1990 sólo se efectuaron cuatro operaciones, que en términos monetarios supone una cifra en torno a los 37000 millones de pesetas.

## Gráfico N° 9

### Los 10 primeros MBOs de Europa (excluida Gran Bretaña).

Entidad	Valor	País	Fecha	Actividad
Financiera Darty	711	Francia	5/88	Cadena electrodomésticos
Epeda B. Faure	436	Francia	12/88	Fab. Colchones y asientos de coches
Swedish Match	403	Suecia	12/89	Fab. Cerillas, mecheros y rasuradores
Fougerolle	380	Francia	12/89	Construcciones
Beijer Industries	289	Suecia	12/89	Conglomerado
Reinholds	262	Suecia	6/88	Inmobiliaria y construcción
Sicli	231	Francia	4/90	Fab. Extintores y limpieza oficinas
Betongindustri	221	Suecia	12/89	Hormigón y prod. Construcción
Lignotock	184	Alemania	4/89	Fab. Componentes para automoción
Nederlight	175	Suecia	10/90	Fab. Cerillas y encendedores

En ocasiones, los MBOs se justifican como medio de continuidad de empresas abocadas al cierre, si bien esto no es lo más frecuente. Actualmente son dos las causas que están propiciando en mayor medida este tipo de actuaciones:

1. La necesidad de defensa ante adquisiciones hostiles por parte de terceros. Ante una posible oferta pública de adquisición de acciones, el equipo directivo puede reaccionar anticipándose a la anterior o contraofertando en su caso, como medio de garantizar su situación laboral. Sea como fuere -esto es, aun en el caso en que la gerencia no pudiera superar la oferta realizada por terceros y consecuentemente no se llevara a cabo la operación de buy-out-, los accionistas se verán

favorecidos por esta actuación al elevarse sustancialmente el precio de sus acciones.

2. El proceso de privatización de empresas En este proceso, especialmente relevante en Gran Bretaña en la última década, el buy-out se constituye como una alternativa preferible en ocasiones a la vía de emisión de acciones. Es el caso, por ejemplo, de empresas que no reúnan requisitos bursátiles precisos para el lanzamiento de una emisión de acciones. En cualquier caso, también se justifica por motivos de eficiencia, que es una de las causas determinantes de la privatización. Hay quienes consideran además que el hecho de que se trate de operaciones financiadas con altos volúmenes de deuda supone una motivación añadida para la optimización de la gestión del equipo dirigente, al tenerse que atender a la retribución de la deuda y a su devolución con los resultados empresariales<sup>15</sup>.

Finalmente, cabe hacer mención al proceso mediante el cual un equipo de directivos que no tienen por qué pertenecer a la misma entidad, acceden a la titularidad de una empresa de la que o forman parte en posición de control. Esta operación, conocida como management buy-in (MBI), suele realizarse sobre entidades inadecuadamente gestionadas. Los prestamistas que apoyan a operación confían en las posibilidades del nuevo equipo dirigente: se trata en la práctica totalidad de los casos de actuaciones apalancadas (LMBI). En el gráfico se recoge el peso específico del conjunto de operaciones de buy-out

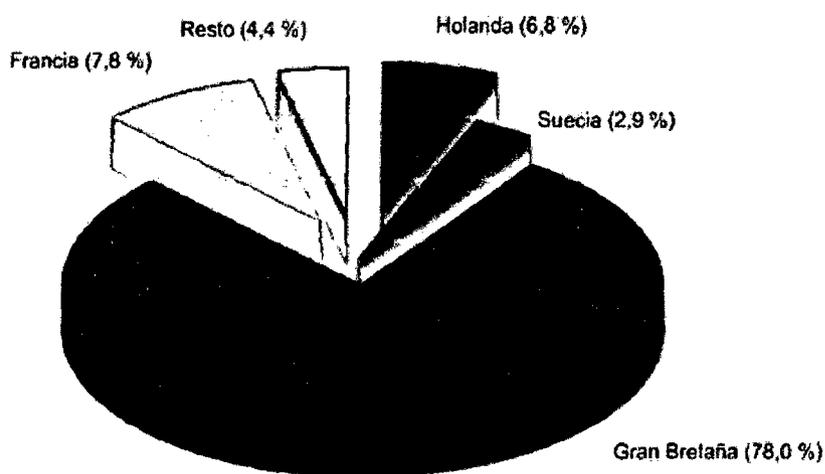
---

<sup>15</sup> Véase M. WRIGHT, R. S. THOMPSON y K. ROBBIE: «La privatización mediante management buy-outs y employee buy-outs. Análisis y evidencia empírica en el Reino Unido», Rev. CIRIEC, núm. 10, mayo 1991.

realizadas por equipos de gerencia en diferentes países europeos en el período comprendido entre 1980-1987<sup>16</sup>.

**Gráfico N° 10**

**Distribución de operaciones de buy-out y buy-in en Europa**



#### 4.4. Accionariado Laboral

Este proceso de acceso a la titularidad de la empresa por los trabajadores es conocido en términos anglosajones como employee buy-out. En España este proceso da origen a una forma jurídica empresarial muy particular: la Sociedad Anónima Laboral a la que se hace alusión a continuación —si bien de forma también bastante generalizada el acceso a la propiedad se ha realizado a través de la fórmula cooperativa<sup>17</sup>—, para hacer referencia posteriormente al mismo proceso en otros países.

<sup>16</sup> Basado en el Cuadro que recoge las operaciones de MBO y MBI en Europa en este período, y que aparece en el Capítulo 7.

<sup>17</sup> En ese sentido resultan especialmente interesantes numerosas experiencias en España, si bien la que ha sido objeto de mayor tratamiento, siendo amplia la bibliografía al respecto, es el caso de Mondragón. Véase, por ejemplo, A. S. Suárez Suárez: «Caminando en la utopía: La experiencia cooperativa de Mondragón», Revista de Economía y Empresa. 1978. núm. 1.

#### 4.5. Accionariado Laboral en España<sup>18</sup>

La crisis económica de la década de los años setenta afectó en primera instancia a grandes empresas industriales, e indirectamente al conjunto de pequeñas y medianas empresas dependientes de aquéllas. Ante una situación en la que se generalizó el cese de actividad de numerosas sociedades, colectivos de trabajadores de las mismas optaron por acceder a la propiedad adquiriendo la mayoría del capital vía créditos blandos concedidos por el extinto Fondo Nacional de Protección al Trabajo (FNPT) del Ministerio de Trabajo. Se trataron pues de adquisiciones financiadas con endeudamiento.

Es en este contexto en el que surge el concepto de sociedad laboral entendiéndose como tal, a efectos del posible acceso a las ayudas del FNPT, aquella sociedad anónima con participación mayoritaria en el capital de trabajadores. Así, en 1986, aparece la Ley 15/1986 de Sociedades Anónimas Laborales (LSAL), que regula específicamente estas entidades, y a través de la cual se dota de contenido jurídico a esta manifestación empresarial. En los aspectos no contemplados expresamente por la LSAL, le son de aplicación a las SAL los preceptos válidos para las Sociedades Anónimas convencionales<sup>19</sup>. En una primera aproximación puede decirse que una Sociedad Anónima Laboral (SAL), no es sino una Sociedad Anónima en la que más del 51 % del capital se encuentra en manos de trabajadores de la propia entidad ligados a la misma por una relación laboral de carácter

<sup>18</sup> España Ley 15/1986, de 25 de abril. «de Sociedades Anónimas Laborales», BOE de 30 de abril

<sup>19</sup> Para más información, véase G. R. LEJARRIAGA PÉREZ DE LAS VACAS: La Sociedad Anónima Laboral como forma de empresario: aspectos financieros (Incidencia de las innovaciones introducidas por la Ley 19/1989 de Reforma de la Legislación mercantil en materia de Sociedades), Tesis Doctoral, Universidad Complutense, Madrid, 1991.

indefinido, siendo su jornada de trabajo no parcial —completa—. La toma de decisiones de la sociedad se encuentra por tanto en manos del colectivo de trabajadores.

Como garantía del mantenimiento del carácter laboral, la Ley 15/1986 determina la necesidad de diferenciar entre las acciones a las que sólo pueden acceder los empleados o acciones laborales —que deberán suponer más del 51% del capital—, y las demás —esto en el caso de una SAL en la que existan socios no trabajadores: puede darse el caso de que la totalidad del capital sea laboral—, siendo unas y otras de series diferentes.

Así, y con el fin antedicho, existe un régimen de transmisibilidad restringida de las acciones laborales, de tal modo que si un trabajador desea enajenar su participación a tercero no vinculado laboralmente con la sociedad, los trabajadores no socios, los socios trabajadores, los socios no trabajadores y la propia Sociedad, podrán por este orden optar a la adquisición de las mismas.

De este modo, si bien la adquisición permite dorar de carácter laboral una empresa capitalista —paso de sociedad anónima a sociedad anónima laboral—, no es factible, al menos en principio, el proceso contrario —paso de sociedad anónima laboral a sociedad anónima por la existencia de una OPA sobre las acciones de la primera— habida cuenta de la restringida transmisibilidad de las acciones laborales y del papel jugado por el órgano deliberante de la SAL en este sentido, que puede decidir mantener las acciones laborales en cartera en beneficio de mantener la forma jurídica, antes que transmitir las a un tercero.

En principio, la gerencia de una sociedad puede cristalizar su acceso a la propiedad de la empresa a través de la SAL, si bien esto no es frecuente, dado que para poder acceder a esta forma jurídica de empresa han de cumplirse los siguientes requisitos:

- a) El 51 % del capital social debe estar en manos de trabajadores fijos ya jornada completa.
- b) Con carácter general, ningún accionista podrá poseer más del 25 % del capital social, salvo Entidades Públicas y personas jurídicas con participación mayoritaria en el capital por parte del Estado. Comunidades Autónomas y Entidades Locales, cuya participación máxima será del 49%. La primera consecuencia derivada de este requisito es que el número mínimo de socios, tanto para la constitución de la Sociedad como para seguir manteniendo el carácter de laboral de la misma, será de cuatro.
- c) Se limita el número de trabajadores con relación laboral indefinida no poseedores de acciones de la Sociedad. Dicho límite dependerá del total de socios trabajadores existentes<sup>20</sup>.

Existe otro requisito fundamental que debe cumplir la SAL una vez esté funcionando como tal, y consiste en que, con carácter complementario a las reservas legales y estatutarias, y con idéntico fin de solvencia, se debe constituir un Fondo Especial de Reserva con el 10% de los beneficios líquidos

---

<sup>20</sup> Véase artículo 16° de la Ley de Sociedades Anónimas Laborales

obtenidos en cada ejercicio económico<sup>21</sup>. Este Fondo tendrá la consideración de irrepartible salvo en caso de liquidación de la sociedad. En la actualidad la figura de la SAL no juega el papel de instrumento de salvamento de sociedades en dificultades jugado históricamente, dado que la mayor parte de las SAL que se crean hoy en día no tienen su origen en otra entidad preexistente, sino que se trata de sociedades ex novo o de nueva creación con unas particularidades que las diferencian de las denominadas «históricas». Así, si bien tradicionalmente la figura de la Sociedad Anónima Laboral daba acogida a empresas básicamente industriales de mediana dimensión, actualmente, de las más de 7000 registradas en España, un porcentaje mayoritario se sitúan en sector servicios, siendo de pequeño tamaño. En las Tablas 1 y 2 se recoge la evolución de las Sociedades Anónimas Laborales registrada en los últimos años.

---

<sup>21</sup> La dotación al fondo será del 50% en el caso de que la Sociedad desee disfrutar de los beneficios tributarios contemplados por la Ley, a los que se hace mención más abajo.

**Tabla N° 1**

Comunidad autónoma	Núm. De SAL		% Crec.	Partic.	Relat.
	1983	1985	1983-5	1983	1985
Andalucía	159	174	9,43	15,80	14,23
Aragón	18	20	11,11	1,80	1,64
Asturias	30	39	30,00	3,00	3,19
Baleares	3	10	33,33	0,30	0,82
Canarias	2	2	0,00	0,20	0,16
Cantabria	16	18	12,50	1,60	1,47
Castilla-La Mancha	59	63	6,78	5,89	5,15
Castilla-León	82	86	4,88	8,19	7,03
Cataluña	76	132	73,68	7,59	10,79
Comunidad Valenciana	45	54	20,00	4,50	4,41
Extremadura	20	23	15,00	2,00	1,88
Galicia	51	55	7,48	5,09	4,50
Madrid	129	142	10,08	12,89	11,61
Murcia	64	73	14,06	6,39	5,97
Navarra	74	102	37,84	7,39	8,34
País Vasco	168	227	35,12	16,78	18,56
La Rioja	3	3	0,00	0,30	0,25
Ceuta-Melilla	2	2	0,00	0,20	0,20
<b>Total</b>	<b>1.001</b>	<b>1.225</b>	<b>22,38</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de SALABERT PARRAMÓN: Las Sociedades Laborales en el marco del desarrollo económico y social español, Centro de Publicaciones del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Madrid, 1987.

Estos datos, procedentes del propio Registro Administrativo de Sociedades Anónimas Laborales, evidencian el número de entidades registradas en el mismo, aunque no el de SAL realmente en funcionamiento, dado que muchas empresas cesan en su actividad o incluso no llegan a desarrollarla nunca, sin causar baja en el mencionado registro.

Por otra parte, no existe un total paralelismo entre el número de SAL registradas y creadas al menos en los años 1986 y 1987. Esto es debido, principalmente al plazo concedido para su inscripción en el Registro de las Sociedades consideradas laborales con anterioridad a la publicación de la Ley

15/1986. Para algunos, la proliferación de estas entidades en los últimos años se justifica por las ventajas de tipo fiscal (libertad de amortización durante los cinco primeros años de funcionamiento y bonificación del 99 % en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales para ciertas operaciones) y financiero (subvención de intereses por parte del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social con ciertas entidades concertadas), a que pueden acceder.

**Tabla N° 2**

Comunidad autónoma	Núm. De SAL				Total
	1986	1987	1988	1989	
Andalucía	42	265	256	214	777
Aragón	19	88	99	59	265
Asturias	4	67	50	34	155
Baleares	2	19	11	3	35
Canarias	12	58	51	37	158
Cantabria	5	13	11	5	34
Castilla-La Mancha	17	234	217	118	586
Castilla-León	29	175	165	121	490
Cataluña	64	440	282	181	967
Comunidad Valenciana	51	253	251	177	732
Extremadura	3	48	58	150	259
Galicia	9	55	42	23	129
Madrid	124	380	390	245	1.139
Murcia	45	125	122	97	389
Navarra	0	85	54	30	169
País Vasco	18	283	173	134	608
La Rioja	0	7	5	10	22
Ceuta	1	0	6	5	12
Melilla	0	0	0	2	2
<b>Total</b>	<b>445</b>	<b>2.595</b>	<b>2.243</b>	<b>1.645</b>	<b>6.928</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de: Dirección General de Cooperativas y Sociedades Laborales: «Evaluación estadística comparada de las Sociedades Anónimas Laborales en España», Boletín de Estudios y Documentación, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. Secretaría General de Empleo y Relaciones Laborales, núm. extraordinario, 1990.

Sea como fuere, es manifiesta la relevancia de esta fórmula empresarial en la que los empleados detentan el control, si bien, el ritmo de creación se ha visto frenado recientemente con la promulgación del nuevo Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas con origen en la Ley 19/1989 de Reforma de la Legislación mercantil en materia societaria, al exigirse ahora un capital social mínimo de 10 millones de pesetas para la constitución de cualquier entidad con forma de Sociedad Anónima.

### Gráfico N° 11

#### Rasgos propios de las sociedades anónimas laborales.

- Origen vinculado a la crisis económica. Son consideradas laborales a efectos de las ayudas concedidas por el FNPT.
- Sin marco jurídico propio hasta la aparición de la Ley 15/1986 de 23 de abril de SAL.
- Es una figura genuinamente española.
- Características definitorias:
• 51% capital en manos de trabajadores a jornada completa y tiempo indefinido.
• Porcentaje máximo de capital en manos de un individuo: 25% - 49% si es socio público.
• Necesidad de dotar fondo especial de reserva
• Diferenciación entre acciones laborales y no laborales.
• Régimen de transmisibilidad restringida de las acciones laborales.
• Ventajas fiscales y financieras.
- La forma jurídica de la SAL actualmente acoge a entidades de nueva creación.

#### 4.6. Accionariado en otros países

Como ya es conocido, la crisis económica mundial fue uno de los factores desencadenantes de la situación que propició el desarrollo de las Sociedades Anónimas Laborales en España. Aunque esta es una figura exclusivamente española, lo cierto es que fuera de nuestras fronteras se ha venido desarrollando, sobre unas bases similares, un dilatado proceso de

adquisición de sociedades mercantiles por sus propios empleados, con desigual fortuna en los diferentes países.

Así, la causa fundamental de este tipo de actuaciones ha sido, al igual que en el caso español, el deseo de salvar puestos de trabajo amenazados por la mala gestión de sus anteriores propietarios y por la propia crisis económica. Lo cierto es que parecen existir fundadas razones que justifican la proliferación de compañías propiedad de sus empleados en las naciones industrializadas occidentales.

«Si una compañía es adquirida por su propia gerencia (Management Buy-Out) o por sus empleados (Employment Buy-Out), en pura teoría, su espíritu será transformado, puesto que aquellos que trabajen en la empresa lo estarán haciendo, también, para ellos mismos, lo que implicará un aumento en la lealtad y devoción al trabajo, debiéndose reflejar con bastante prontitud en los beneficios de la misma. El principal motivo por lo que estos dos grupos se deciden a lanzar una OPA sobre la empresa en la que trabajan, no es tanto el ganar dinero rápidamente, sino el volver a poner la empresa en plena forma»<sup>22</sup>

En el caso concreto de sociedades en crisis, el permitir el acceso de los trabajadores a la propiedad de la empresa se presenta en la mayoría de los casos como una alternativa preferible a cualquier otra forma de reorganización empresarial. Esto se argumenta en parte en el hecho de que los trabajadores-propietarios muestran una elevada disposición a sacrificar ganancias a corto

---

<sup>22</sup> J. MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO: «La compra con apalancamiento (leveraged buy-out)», op. Cit., pág. 923.

plazo en espera de beneficios futuros. La experiencia muestra como uno de los resultados más espectaculares de las adquisiciones de empresas en crisis por trabajadores, salvo excepciones, el alcance de mayores tasas de productividad: tal es el caso de Tembec (Canadá). Pioneer Chain Saw Corporation o Scottish Daily Neti, por ejemplo, por nombrar algunos de los casos más representativos<sup>23</sup>.

Esto es debido, en parte, a la motivación inherente de la doble condición trabajadores propietarios, y en parte a la presión que sobre los propios trabajadores existe al estar en peligro sus puestos de trabajo.

Como ya ha sido objeto de mención más arriba, el origen de la mayoría de las adquisiciones realizadas por los empleados es el evitar un desastre inminente. Esto justifica el que muchas de ellas no sean exitosas. En cualquier caso, en Gran Bretaña el número de fracasos de estas iniciativas es significativamente superior al de los Estados Unidos o Canadá, por ejemplo. En ocasiones, el employee buy-out no es sino una solución transitoria, que desemboca con la venta de las acciones de los trabajadores a terceros al igual que ocurre con las Sociedades Anónimas Laborales, algunas de las cuales se han visto abocadas a perder su condición laboral.

Como se sabe, es frecuente que la adquisición de una Compañía, bien sea por parte de otra o por un determinado colectivo de individuos, se financie con un importante volumen de deuda. En esta compra «con apalancamiento» o, en terminología anglosajona, leveraged buy-out, cuando el comprador es un grupo de implicados de la propia compañía, esta compra con apalancamiento

---

<sup>23</sup> Vid. E. A. STALWORTHY y O. P. KHARBANDA: Takeovers. Acquisitions and Mergers. Kogan Page, Londres, 1988, págs. 183 – 4; y BRADLEY, K., y GELB. A.: «Employee Buyouts of Trobled Companies». Harvard Bussiness Review, Septembector, 1985. Núm. 63.

recibe el nombre de leveraged employee buy-out (LEBO). En la actualidad, los EBOs no juegan tanto el papel de alternativa en el salvamiento de empresas en dificultades, sino que se consolidan como instrumentos de defensa ante amenazas externas, como alternativa de privatización de entidades estatales, y en cualquier caso como vía de mejora de tasas de rentabilidad, desarrollo de nuevos productos y consolidación de empleo.

Sin embargo, este último punto se presta a discusión, puesto que estudios recientes realizados al respecto concluyen que, aunque las empresas no suelen reducir el número de empleados después de un buy-out, lo cierto es que con posterioridad suelen contratar menos empleados nuevos que otras empresas del mismo sector<sup>24</sup>.



En ocasiones la adquisición por parte de los empleados no persigue objetivos de control. Viene dada como una forma de motivación por parte de la empresa — tal es el caso, por ejemplo, de los programas de incentivos para ejecutivos basados en la concesión de participaciones en el capital cuyo objeto es alinear los intereses de éstos con la propiedad—, en ocasiones a modo de particular plan de pensiones, o nuevamente, al igual que el caso de EBOs y MBOs, como práctica defensiva ante adquisiciones externas. Como caso más representativo se analizan a continuación los conocidos ESOPs.

#### **4.7. Propiedad de acciones para trabajadores**

Los ESOPs son una forma de acceso a la propiedad de la empresa por los empleados de fuerte implantación en Norteamérica que, en la mayor parte

---

<sup>24</sup> Véase M. WRIGHT, R. S. THOMPSON y K. ROBBIE: «La privatización...», op. Cit. Pág. 85

de los casos, no supone un control de los mismos sobre la toma de decisiones por ser su participación minoritaria en el capital social.

El origen de la idea se atribuye a «la teoría del capitalismo popular» de Louis Kelso, quien defiende que la única tabla de salvación del sistema capitalista pasa por convertir a los trabajadores en capitalistas. Su argumentación se basa en considerar que muchos de los problemas económicos de la sociedad capitalista derivan de la escasa dispersión del capital empresarial: las acciones de las diferentes compañías se reparten entre un número de individuos que suponen, en términos relativos sobre el conjunto de la población, una cifra ínfima. El hecho de que los trabajadores no participen en la propiedad de la empresa determina el que éstos presionen continuamente en búsqueda de incrementos salariales, que se traducen en tendencias inflacionistas.

Además, el trabajador asocia el término de beneficio a la idea de que con ello simplemente se hace más rico al que ya lo es, no apreciando el papel que los beneficios juegan en la formación de capital y en su contribución al crecimiento económico y al incremento del empleo. De este modo, Kelso sostiene que esta forma de pensar variaría si los trabajadores accedieran a un determinado volumen de acciones de la empresa, obteniendo así una segunda renta vía dividendos empresariales que complementarían a lo que obtienen en forma de salarios.

Según este mismo autor, el acceso a la propiedad de las acciones por parte de los trabajadores requiere de unos mecanismos de crédito adecuados. Así, la primera ESOP nace en 1958 auspiciada por Kelso, al buscar el método

preciso para permitir el acceso a sus empleados de la propiedad de la papelera West Coast<sup>25</sup>.

El ESOP comienza a implantarse, de forma generalizada, en empresas comerciales norteamericanas a mediados de la década de los setenta, siendo actualmente, según los datos en poder del National Center for Employee Ownership (1989), más de 10000 las empresas que han realizado esta experiencia, permitiendo el acceso a la propiedad a más de 12 millones de empleados. De las diferentes modalidades de ESOP recogidas por la General Accounting Office norteamericana (GAO): apalancables, no apalancados, con crédito a la inversión —basados en la Tax Reduction Act de 1975<sup>26</sup> y apalancados, son estos últimos, por su singularidad e importancia, los que van a ser objeto de nuestra atención a continuación.

El proceso de acceso a la titularidad de las acciones por los empleados en este último caso supone la inter-mediación de un trust integrado por los mismos y nacido para instrumentalizar el Plan o ESOT (Employee Stock Ownership Plan Trust), entre una entidad crediticia y la propia sociedad: a grandes rasgos, consiste en lo siguiente<sup>27</sup>:

1. El ESOT, al que se hallan adscritos un cierto número de trabajadores de la sociedad, recibe un préstamo de una entidad bancaria —la cual desgrava hasta un 50 % de los intereses recibidos por este concepto

<sup>25</sup> Extraído de J. HOERR: «ESOPs: Revolution or Ripoff», Business Week, April 15, 1985, pág. 55.

<sup>26</sup> Puede consultarse para más documentación sobre este punto: J. F. WESTON, K. S. CHUNG y S. E. HOAG: Mergers, Restructuring and Corporate Control. Prentice Hall. New Jersey. 1990, páginas 360-392

<sup>27</sup> J. F. WESTON, K. S. CHIJNG y S. E. HOAG: Mergers, Restructuring ... op. cit. Véase también: J. HOERR: «ESOPs: Revolutions or Ripoff». Business Week. April 15. 1985; y A. C. MORALES GUTIÉRREZ: «Las E.S.O.P. americanas y las empresas de trabajo asociado españolas». Revista de Fomento Social Madrid, enero-marzo 1988. núm. 169.

en el impuesto sobre beneficios<sup>28</sup>: esto implica que es el propio Estado el que está financiando, por esta vía, el acceso a la propiedad de acciones por los empleados. Se trata, por tanto, de una adquisición apalancada, dado el uso de recursos ajenos para financiar el proceso.

El importe del préstamo pasa a la sociedad a cambio de un cierto número de acciones, que se atribuirán a los diferentes empleados adscritos al ESOP Trust o ESOT a medida que se vaya amortizando el préstamo —y pagando los intereses correspondientes —, lo que se hace a través de Los dividendos repartidos por la sociedad y de los que participa el ESOT como entidad administradora de las anteriores acciones —el pago anual que realiza la empresa al ESOT por los conceptos antedichos tiene consideración de gasto deducible del impuesto sobre beneficios en su totalidad para la sociedad.

Al final del proceso, el empleado será propietario de unas acciones que normalmente revertirán al propio ESOT mediante la venta por aquél una vez que cese su relación laboral con la sociedad, con lo que a efectos prácticos, es como si se tratara de un Plan de Pensiones convencional: sin embargo, en ningún momento los ESOPs han desplazado a éstos, sino más bien se han complementado.

---

<sup>28</sup> La fórmula ESOP continúa siendo muy popular a pesar de que existe una reciente legislación tendente a reducir este porcentaje de deducción impositiva. Vid. al respecto: P. FEINBERG: «ESOP boom draws legislativ attention, market doubts». Corporate Cashflow Magazine, August 1989. Num. 10. Pags. 50-52.

## E. MATERIALES Y MÉTODOS

Los materiales usados en la presenta investigación consisten en la bibliografía sobre temas de fusión, privatizaciones, adquisiciones, textos como derecho económico empresarial, normas como la Constitución Política de 1993 y 1979, el código civil – Libro VII, fuente de las obligaciones, Código de Comercio, Ley General de Sociedades N° 26887, el Estatuto Revolucionaria de 1968, plan Inca y las normas de fusión de empresas y cambio de estructuras y las normativas en la nueva ideología neoliberal para las privatizaciones.

En Perú la fusión de empresas a estado orientado por el pensamiento político del régimen que pospuso a la Constitución Política de 1933 de orientación privatista liberal causante de la crisis económica e introdujo una legislación progresista dándole al estado iniciativa en el campo económico sintetizado en el Estatuto Revolucionario – Plan Inca<sup>29</sup>.

La sustitución de este régimen cambio la ideopolítica hacia el neoliberalismo apareciendo la política de privatización.

---

<sup>29</sup> El proceso peruano. Editorial Ministerio de Educación 1968 – Lima.

## F. RESULTADOS

1. Los resultados de la presente investigación bibliográfica y la observación de nuestra realidad socioeconómica y proyecto de desarrollo entre 1990 – 2000, son positivos preliminarmente; pero exige una investigación más sostenida y en equipo con enfoques empíricos. En la Constitución Política de 1993 vigente es el sector privado mediante la inversión directa quien debe ocuparse del desarrollo económico para cumplir dicho objetivo nacional las empresas privadas voluntarias y libres se fusionan y el Estado vende sus empresas, sus acciones, sus activos mediante la privatización concertada.



La fusión de empresas fue un acto político para solucionar la crisis económica mediante los ajustes estructurales, es así que en los años 1968 – 1975, se da una nueva visión económica en la aparición de la empresa estatal y empresa cooperativa. Las empresas privadas son expropiadas y transferidas al sector estatal y sector social. El mecanismo para la transferencia fue por mandato de la ley de acuerdo a la ideopolítica del nuevo régimen de gobierno<sup>30</sup>.

2. La política de la privatización de empresas, también fue consecuencia de la crisis económica externa y la pérdida de mercados internacionales que provoca la falencia de balanza de pagos, falta de divisas para el pago de las obligaciones y también el pago de la deuda externa 1990 - 2000, es así como la nueva ideopolítica neoliberal se orienta hacia la privatización o

---

<sup>30</sup> Estatuto de la Revolución Peruano – El Peruano – 1968.



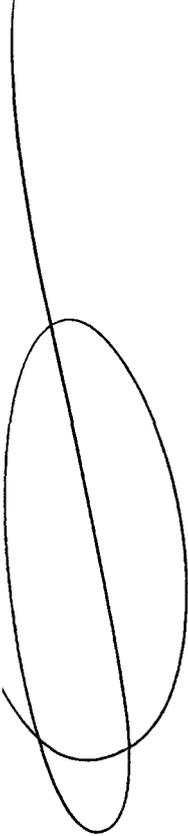
venta de las empresas estatales al capital extranjero con el auspicio del Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial su legítimo promotor. Las privatizaciones y fusiones de empresas cuando son contratos con consentimiento libre de las partes son positivas, eficaces con beneficios iguales para ambas partes a pesar de la diferencia ideológica. No se trata de fusión, no privatización; se trata de cooperación internacional para un beneficio compartido o alianza estratégica o también Joint Venture; es decir alianza de empresas con pensamientos opuestos. Lo deseable es que debe operar estas alianzas estratégicas en Perú, en el de campo de la producción donde la inversión privada externa dueños del capital y tecnología; el Estado copropietarios de los recursos naturales art. 66 constitución y los pueblos indios convenio 169 - OIT; conformen alianzas estratégicas con fines de exportación y transformación de nuestras riquezas para el mercado mundial.

También constatamos que en el caso español las empresas en estado crisis son transferidas a sus trabajadores libremente para evitar el colapso. Sin embargo las empresas en Perú con accionariado laboral han colapsado por falta de voluntad del empresario nacional.

Los resultados de nuestra investigación son preliminares pero aun así son bastante alentadores para seguir profundizando hasta conseguir la soberanía nacional total.

## G. DISCUSIÓN

1. Fueron la crisis económica estructural los factores económicos y políticos los que gestaron las fusiones forzadas de las empresas privadas, 1968 – 1975, como la política de privatizaciones también motivan la crisis económica del sistema capitalista mediante los planes de ajuste estructural operados por el FMI y BM. La formación de empresas de acuerdo del derecho económico como son empresa estatal, empresa social o cooperativas de producción o empresa privada reformada con accionariado laboral, fueron cambios estructurales para combatir la grave crisis económica o crisis estructural.



Los planes de ajuste estructural aplicados por el gobierno de Belaunde Terry, 1962 – 1968, en la finalidad de la estabilización económica a corto plazo, en la devolución de la moneda, y la liberalización del mercado fueron las causas para el cambio de dirección política y la puesta en ejecución de las empresas públicas y cooperativas de producción mediante las fusiones de empresas y transferencias respectivas sin que intervenga el consentimiento de ambas partes.

2. Igualmente la crisis económica internacional y la falencia económica en la balanza comercial de pago, provocaron la inflación y la entrada en crisis de las empresas auspiciadas por el derecho de economía, es decir, la empresa cooperativa, la empresa con accionariado laboral, la empresa estatal; es así, bajo el auspicio del FMI y BM, comienza la transferencia masiva de las empresas estatales a la empresa privada con capital

foráneo vía las privatizaciones 1990 – 2000; de tal suerte hay el factor de desarrollo económico constitucionalmente se le ha asignado al sector privado con capital externo para la inversión. Estas transacciones de privatización o venta de empresas públicas también fueron impulsadas entre la voluntad de la sociedad.

3. Las fusiones y privatizaciones de empresas son tan antiguas las mismas empresas; pero desde los años ochenta se han convertido en un fenómeno de fundamental importancia, sin embargo la bibliografía en castellano es muy escasa. Una fusión consiste en un acuerdo de dos o más sociedades jurídicamente independientes que se comprometen juntas sus patrimonios y forman una nueva sociedad económica. Las fusiones de empresa de una transnacional en una nacional siempre traen beneficios como la de ampliar el mercado, el capital y así solucionar la crisis de capital para materia de producción de bienes y servicios. En este marco a pesar de abundancia de materias primas, como los minerales, la pesca, etc., al régimen le falta una política económica, auspiciar alianzas estratégicas de empresas mediante Joint Venture y es una de los motivos de nuestro débil desarrollo socio-económico.

Si los recursos son abundantes, pero lo que falta es capital y tecnología, entonces, lo que falta es voluntad para fusionar intereses mediante un acto contractual en beneficio mutuo, pues a la fecha las grandes corporaciones económicas internacionales aún tienen muchas reservas de riesgos para invertir por medio de fusión de empresas como cooperación estratégica por falta de una legislación equitativa.

## H. REFERENCIALES

- Andía Valencia, Walter. Manual de Proyectos de Inversión para el Sector.
- Barre, Raymond. Economía Política. Barcelona: Ariel. 1958. Público, Lima: Ed. Evolution Graphic. 2012
- Bradley, Michael. The Economic Consequences of. Mergers. Madrid. Ed. Mc Graw- Hill 1992.
- Bravo Melgar, Sidney. Contratos Modernos Empresariales. Lima Ed. Fecat 1996.
- Cooke, Terence. Mergers Adquisition. Londres: Bocil Blackwel. 1998.
- Constitución Política del Perú. Lima: Ed. El Peruano. 1993.
- Código Civil Peruano. Lima: El Peruano. 1984.
- Código de Comercio del Perú: Lima. Imp. Amauta 1902.
- Diez de Castro, Luis T. La Dimensión de la Empresa Bancaria. Madrid. Mc Graw-Hill. 1992.
- El Proceso Peruano. Lima. Talleres INIDE. 1974
- Earl, Peter y Fischer, Fred. International Mergers and Acquisitions. Londres: Euromoney 1987.
- Stiglitz, Joseph. Cómo hacer que funcione la globalización. Bogotá. Tours. 2007.
- Eauban, Patrick. Fusiones y Adquisiciones. Madrid. Deusto. 2006.
- Ley General de sociedades del Perú. Lima. El Peruano. 2002.
- Lev, Baruch. Razones de las fusiones y adquisiciones de empresas. Madrid: Ariel 2006.
- Mascareñas, Juan. Adquisiciones y privatizaciones. Madrid: Ariel 2006.

- Michael, Allen y Shaker, Israel. Takeover Madnes. Nueva York. Ed. Welly y Sant. 1986.
- Noya Geraldo, Carlos. Teorías de las Finanzas Corporativas. Lima. Ed. UIGV. 2009.
- Pike, Richard y Dobbing, Richard. Investment Dicisions and Financial
- Stratege. Londres, Oxfor. 1986.
- Sumariva Gonzales, Víctor. Derecho de autor y propiedad intelectual. Lima. Ed. UIGV 2003.
- Petensi, Guillermo. La empresa: Administración y Funcionamiento. Lima: 1990.
- Toussaint, Eric y Zachoyrie, Arnaud. Salir del Impase: Deuda y Ajuste. Quito. Ed. VASB 2003.
- Starwartby, Adand y Khorbande, D.P. Adquisiciones and Margers. Londres: Euromoney. 2000.
- Suares, Andres. Decisiones óptimas e inversión y financiación de la empresa. Madrid: Pirámide 1990.
- Van Hame, James. Administration Financiera México: Prentiec Hill 1988.
- Velaochaga Gil, Carlato. Derecho económico empresarial. Lima. Ed. UIGV. 2008.
- Westan, Fredt. The Revolution in Corporations Finance. Nueva York, 1987.
- Willansont, Jhon. Mergons and Acquisitions. Nueva York. Ed. Invertions. 1990.



## **I. APÉNDICE**

## **ANEXO N° 1**

Hemos creído conveniente, anexar a la presente los siguientes dispositivos legales, merced a su relevancia. Estos son:

Declaran de necesidad pública Inversión privada para el desarrollo de actividades mineras en zona de frontera Sur Este (22-12-95)

### **DECRETO SUPREMO N° 41-95-EM**

**EL PRESIDENTE DE LA REPUBLICA**

**CONSIDERANDO:**

Que, el Artículo 710 de la Constitución Política del Perú establece que dentro de cincuenta (50) kilómetros de las fronteras, los extranjeros no pueden adquirir ni poseer, por título alguno, minas, directa ni indirectamente, individualmente ni en sociedad, bajo pena de perder, en beneficio del Estado, el derecho adquirido, exceptuando el caso de necesidad pública expresamente declarada por Decreto Supremo aprobado por el Consejo de Ministro conforme a ley;

Que, Compañía Minera Bencasi S.A; ha solicitado autorización para suscribir el Contrato de Riesgo Compartido o Joint Venture con Luckfrost Limited, Corporación Británica, para la exploración y estudios en las áreas de veintitrés (23) petitorios mineros de los que es titular la primera de las nombradas los que se encuentran ubicados en la frontera Sur Este del país;

Que, Grupo Exploro ADH, C.A; integrado por capitales venezolanos, ha solicitado autorización para la adquisición e inicio de actividades mineras en el Área de No Admisión de Denuncios denominada "Mazo Cruz" ubicada en la frontera Sur Este del país;

Que, las solicitudes presentadas por las referidas empresas cuentan con opinión favorable del Comando Conjunto de las Fuerzas Armadas;

Que, con el fin de resolver las solicitudes para la realización de actividades mineras en las zonas de frontera se requiere de la expedición de un Decreto Supremo aprobado por el Consejo de Ministro conforme a ley;

Que, el Decreto Legislativo N° 560 Ley del Poder Ejecutivo en su Artículo 3° establece el procedimiento para la aprobación de estos dispositivos;

De conformidad con el inciso 24) del Artículo 118° de la Constitución Política del Perú;

Con el voto aprobatorio del Consejo de Ministros;

**DECRETA:**

**Artículo 1°.-** Declárese de necesidad pública la inversión privada en actividades mineras, a efecto que las empresas que se indican en los artículos siguientes, puedan adquirir y poseer concesiones y derechos sobre minas y recursos complementarios para el mejor desarrollo de sus actividades productivas dentro de los cincuenta (50) kilómetros de las fronteras, en los lugares donde se ubican los derechos mineros que detallan en los Artículos 2° y 3° de este decreto Supremo.

**Artículo 2.-** Autorizar a la Compañía Minera Bencasi S.A. para que, previa suscripción del Contrato de riesgo Compartido o Joint Venture con la empresa Luckfrost Limited, realice trabajos de exploración y estudios en las áreas de los petitorios mineros ubicados en la frontera Sur Este del país y que se indican a continuación:

N°	NOMBRE	ÁREA	CÓDIGO	DISTRITO	PROV.	DPTO.
1.	BRUJO	1,000 ha.	01-02470-93	Zepita	Chucuito	Puno
2.	APRENDIZ	1,000 ha.	01-02471-93	Zepita	Chucuito	Puno
3.	CHALACA	600 ha.	01-02472-93	Santa Rosa	Chucuito	Puno
4.	EL HUECO	1,000 ha.	01-02473-93	Santa Rosa	Chucuito	Puno
5.	CHIQUITO	200 ha.	01-02474-93	Santa Rosa	Chucuito	Puno
6.	ENSAYO	700 ha.	01-02475-93	Pizacoma	Chucuito	Puno
7.	CCAPIA 1	600 ha.	01-02476-93	Yunguyo y Zepita	Chucuito	Puno
8.	CCAPIA 2	800 ha.	01-02477-93	Zepita	Chucuito	Puno
9.	CCAPIA 3	1,000 ha.	01-02478-93	Zepita	Chucuito	Puno
10.	CCAPIA 4	1,000 ha.	01-02479-93	Zepita	Chucuito	Puno
11.	CCAPIA 5	1,000 ha.	01-02480-93	Zepita	Chucuito	Puno
12.	AYMARITA	500 ha.	01-02481-93	Santa Rosa	Chucuito	Puno
13.	JULIANA	600 ha.	01-02482-93	Juli	Chucuito	Puno
14.	COTACUCHO	400 ha.	01-02483-93	Huacullani	Chucuito	Puno
15.	SOLITARIO	500 ha.	01-02484-93	Pizacoma	Chucuito	Puno
16.	SORAVICO	600 ha.	01-02485-93	Pizacoma	Chucuito	Puno
17.	MILENA	800 ha.	01-02486-93	Pizacoma	Chucuito	Puno
18.	CORINTI	700 ha.	01-02487-93	Santa Rosa	Chucuito	Puno
19.	NORI QUILLA	300 ha.	01-01318-94	Huacullani	Chucuito	Puno
20.	PAN DE AZUCAR	400 ha.	01-01319-94	Huacullani	Chucuito	Puno
21.	PIÑON	500 ha.	01-01320-94	Santa Rosa	Chucuito	Puno
22.	CUESTA BLANCA	700 ha.	01-01321-94	Santa Rosa	Chucuito	Puno
23.	SAN AGUSTIN	800 ha.	01-01322-94	Santa Rosa	Chucuito	Puno

**Artículo 3°.-** Autorizar al Grupo ADH, C.A: para que adquiera Derechos Mineros e inicie actividades mineras en el área de no Admisión de Denuj denominada "Mazo de Cruz" ubicada en el distrito de Capaso, provincia de El Collao, departamento de Puno, en la frontera Sur Este del país con 48.00 hectáreas delimitadas por las siguientes coordenadas:

VNO	8'148,000	N	428,000	E
VNO	8'148,000	N	428,000	E
VSE	8'124,000	N	448,000	E
VSO	8'124,000	N	448,000	E

**Artículo 4°.-** La autoridad minera otorgará las concesiones y otras formas de autorización para la explotación de recursos minerales dentro de cincuenta (50) kilómetros de las fronteras del país, donde se ubican los referidos derechos mineros, en favor de las empresas mencionadas en los artículo precedentes, previo cumplimiento de las disposiciones legales aplicables.

**Artículo 5°.-** La adquisición de los bienes a que se refiere el Artículo 1° del presente Decreto Supremo o la transferencia de la posesión o propiedad de dichos bienes a otros inversionistas extranjeros, que no cuenten con la correspondiente autorización, serán sancionados con la pérdida para el inversionista del derecho adquirido, en beneficio del Estado, conforme a lo prescrito en el Artículo 71° de la Constitución Política.

Cuando la transferencia de los bienes a que se refiere el párrafo anterior se realice a inversionistas nacionales, sólo requerirá ser comunicada al Ministerio de Energía y Minas.

**Artículo 6.-** El presente Decreto Supremo será refrendado por el Presidente del Consejo de Ministros y por los Ministros de Defensa y de Energía y Minas.

Dado en la Casa de Gobierno, en Lima, a los veinte días del mes de diciembre de mil novecientos noventa y cinco.

ALBERTO FUJIMORI FUJIMORI,  
Presidente Constitucional de la República

DANTE CÓRDOVA BLANCO,  
Presidente del Consejo de Ministros,

VÍCTOR MALCA VILLANUEVA,  
Ministro de Defensa

AMADO YATACO MEDINA,  
Ministro de Energía y Minas.

## ANEXO N° 2

### CONTRATO DE JOINT VENTURE

Notario Público de Lima.

Lima,..... de.....199.....

SEÑOR NOTARIO

Sírvase extender en su Registro de Escritura Públicas una de JOINT VENTURE, que suscriben A, debidamente representado por don ....., con R.U.C. N° ..... con domicilio en ....., y B, debidamente representado por ....., con R.U.C. N° ....., con domicilio en ....., en adelante LOS VENTURES, bajo los términos y condiciones siguientes:

PRIMERO: De conformidad con lo dispuesto en el artículo 1354° de Código Civil, que establece la libertad de determinar el contenido del contrato, siempre que no sea contrario a norma legal de carácter imperativo.

Que, dentro del marco legal de Promoción a la Inversión Privada con el objeto de privatizar las empresas públicas a través de subasta pública, dentro de la cual se encuentra ....., las partes acuerdan celebrar el presente contrato de JOINT VENTURE.

SEGUNDO: LOS VENTURES celebran el presente contrato de participación y colaboración conjunta, obligándose a aportar al grupo de empresas que se forma toda la potencialidad que su capacidad e infraestructura empresarial lo permitan, conservando cada uno sus bienes puestos para obtener el objeto principal de adjudicación de la buena pro en la subasta pública realizada para privatizar a ....., y las metas trazadas.

TERCERO; El plazo del presente contrato es hasta la conclusión del proceso de licitación y adjudicación de ....., quedando resuelto de pleno derecho en contrato para los VENTURES, en caso de no obtenerse el objeto trazado.

CUARTO; En el caso de que uno de LOS VENTURES decidiera ceder su condición de ventuerer deberá cursar una comunicación por vía notarial al Comité de Gestión, quien podrá en conocimiento de los demás integrantes, a fin de decidir en el plazo de 30 días, la aprobación o negativa de dicha solicitud. Para la aprobación de la misma se requiere la conformidad unánime de los demás VENTURERS.

QUINTO; LOS VENTURERS aportan en dinero la cantidad de US\$ (US\$ .....00 dólares americanos) dividido en partes proporcionales, como fondo común. La misma que será utilizada en los gastos comunes que deriven del presente contrato. El Fondo común será administrativo por la Empresa Líder.

SEXTO; LOS VENTURERS acuerdan formar un Comité de Gestión, el mismo que será conformado por ....., representando a cada uno de las empresas intervinientes. El mismo que tomará las decisiones más importantes derivadas del presente contrato, las cuales serán adoptadas por unanimidad, así como revisar los balances de situación periódica que debe presentar la Empresa Líder. De otro lado, el Comité de Gestión tendrá la organización y las facultades contenidas en las normas de la ley General de Sociedades para el Directorio de una sociedad anónima.

SÉPTIMO; A fin de coordinar sus actividades individuales y la relación con terceros, así como la de realizar las tareas administrativas del presente contrato, LOS VENTURERS deciden otorgar un poder conjunto a la Empresa Líder, quien además se encargará de gestionar y obtener todas garantías

financieras y la financiación requeridas en las bases de la subasta pública de privatización de....., representar a LOS VENTURERS ante las autoridades competentes de la privatización (COPRI) creada para tal efecto, así como las facultades señaladas y de Sociedades para el Gerente General de una sociedad anónima.

OCTAVO; LOS VENTURES, deben recíprocamente y en general el deber de fidelidad en todo lo concerniente a las relaciones nacida del presente contrato, contemplándose las normas siguientes:

- a) No pueden realizar actividades que compitan con la que es materia del JOINT VENTURE, mientras esta mantenga su vigencia; sin perjuicio de competir entre ellos en otras.
- b) Su deber de colaboración se cumple poniendo el máximo esfuerzo en la realización de las actividades comprometida.
- c) Deben guardar reserva respecto a la información confidencial de otros VENTURERS conocida durante la vigencia del JOINT VENTURE.

NOVENO; LOS VENTURERS, son responsables solidariamente frente a terceros, con responsabilidad ilimitada con su patrimonio social, por la totalidad de las obligaciones asumidas por el negocio que es materia del JOINT VENTURE.

DECIMO; La participación de LOS VENTURERS en los que se obtengan al desarrollarse el objetivo trazado, estará constituido por una participación fija en proporción al aporte que se realice, sobre las utilidades comunes, ingresos brutos o de producción.

La participación variable, en razón de la participación dentro de JOINT VENTURE, se abonará a cada uno de LOS VENTURERS el % de los ingresos netos, entendiéndose como tales el ingreso bruto total por ....., menos los impuestos de ley.

DECIMO PRIMERO; En el caso Hipotético de que no se obtenga la buena pro en la subasta pública de ....., La Empresa Líder, devolverá cada uno de los VENTURERS su aporte al fondo común previa liquidación de los gastos ocasionados para realizar el fin trazado en el presente contrato.

DECIMO SEGUNDA; Constituye causal de resolución parcial de presente contrato entre LOS VENTURES:

- a) Cuando su vínculo está vinculado de nulidad, se compromete en esta causal la situación en la que las prestaciones a cargo de LOS VENTURERS, devienen en física o jurídicamente imposibles.
- b) Cuando le sobreviene la imposibilidad de cumplir las prestaciones a su cargo, resolviéndose parcialmente en cuanto a la parte incumpliente. El contrato seguirá rigiendo entre los demás VENTURERS, de acuerdo a lo estipulado en el artículo 1434° del Código Civil.
- c) Cuando el VENTURER incumple sus obligaciones esenciales establecidas en el presente contrato.
- d) Por acuerdo entre LOS VENTURES que deseen apartarse del contrato.
- e) Por disolución o quiebra de EL VENTURER.

DECIMO TERCERO; LOS VENTURES, acuerdan que el caso de practicarse una liquidación parcial de cuentas para determinar los resultados a ese momento y la participación de EL VENTURER, a consecuencia de un incumplimiento en su obligación, de acuerdo a lo señalado en el literal a) de la cláusula anterior, la responsabilidad serán sin perjuicio de iniciarse las acciones correspondientes además de la indemnización por concepto de daños y perjuicios contra EL VENTURER incumpliente.

DECIMO CUARTA; El presente contrato se extinguirá cuando se concluya el negocio para el que fue concertado o de acuerdo a lo dispuesto la cláusula décima.

DECIMO QUINTA; LOS VENTURERS, acuerdan que cualquier litigio, pleito, controversia, duda, discrepancia o reclamación resultante de la interpretación o ejecución de este contrato o de sus documentos complementarios o modificatorios o relacionado con este contrato, directa o indirectamente, así como cualquier caso de incumplimiento, terminación, rescisión, resolución, nulidad o invalidez del mismo, o cualquier otra causa relacionada con este contrato será resuelto por el procedimiento arbitral, remitiéndose a la corte de Arbitraje de la Cámara de Comercio de Lima, quien organizará el arbitraje.

Agregue usted Señor Notario, las cláusulas de Ley pertinentes, cursándose los partes respectivos al Registro Mercantil, para la inscripción del presente contrato.

Lima,.....de.....de 199.....



ANEXO Nº 3

FIGURA 1. LAS ACTIVIDADES FUNCIONALES DE LA EMPRESA

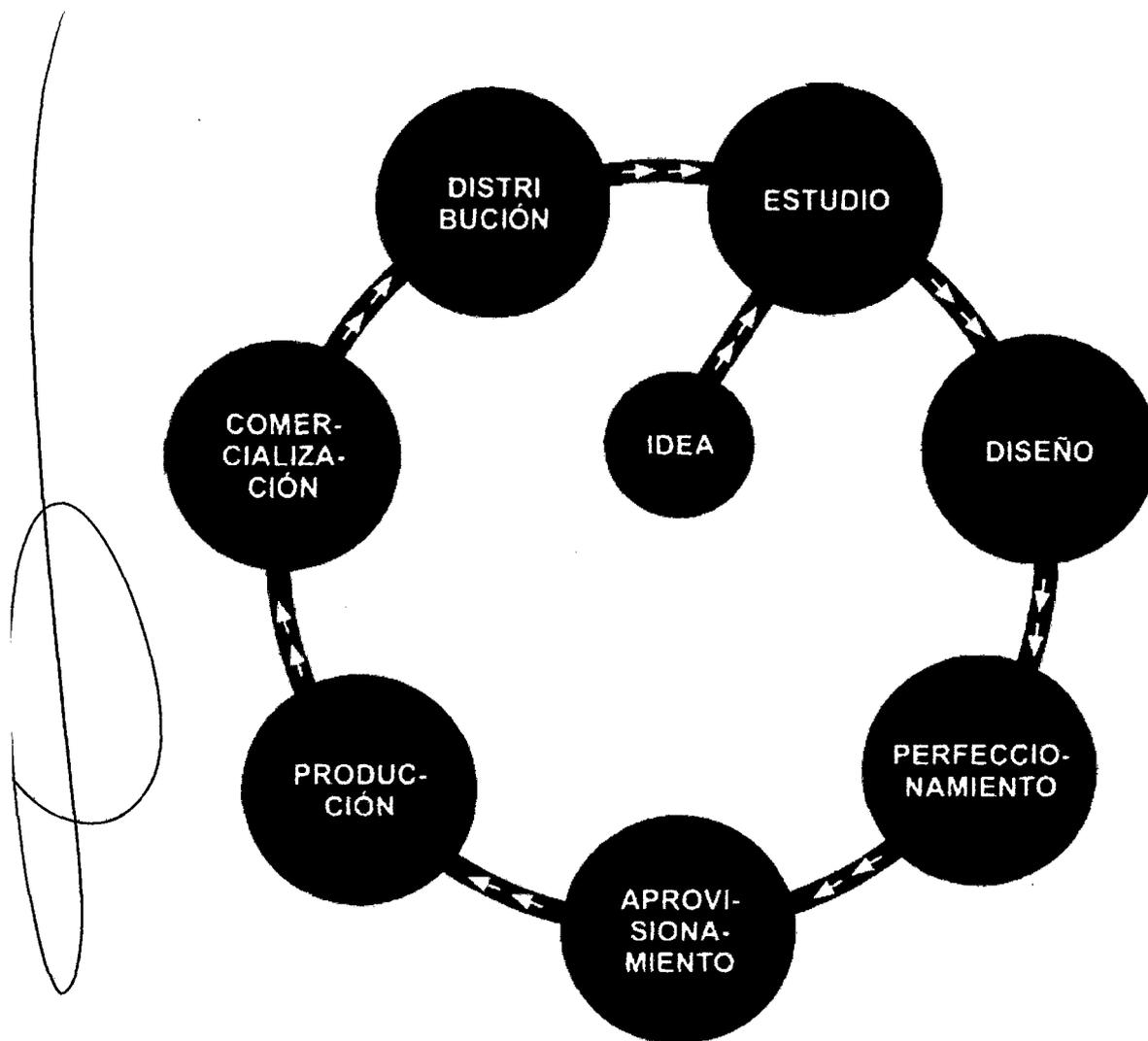


FIGURA 2.

LAS ACTIVIDADES FUNCIONALES EN EL MARCO FINANCIERO

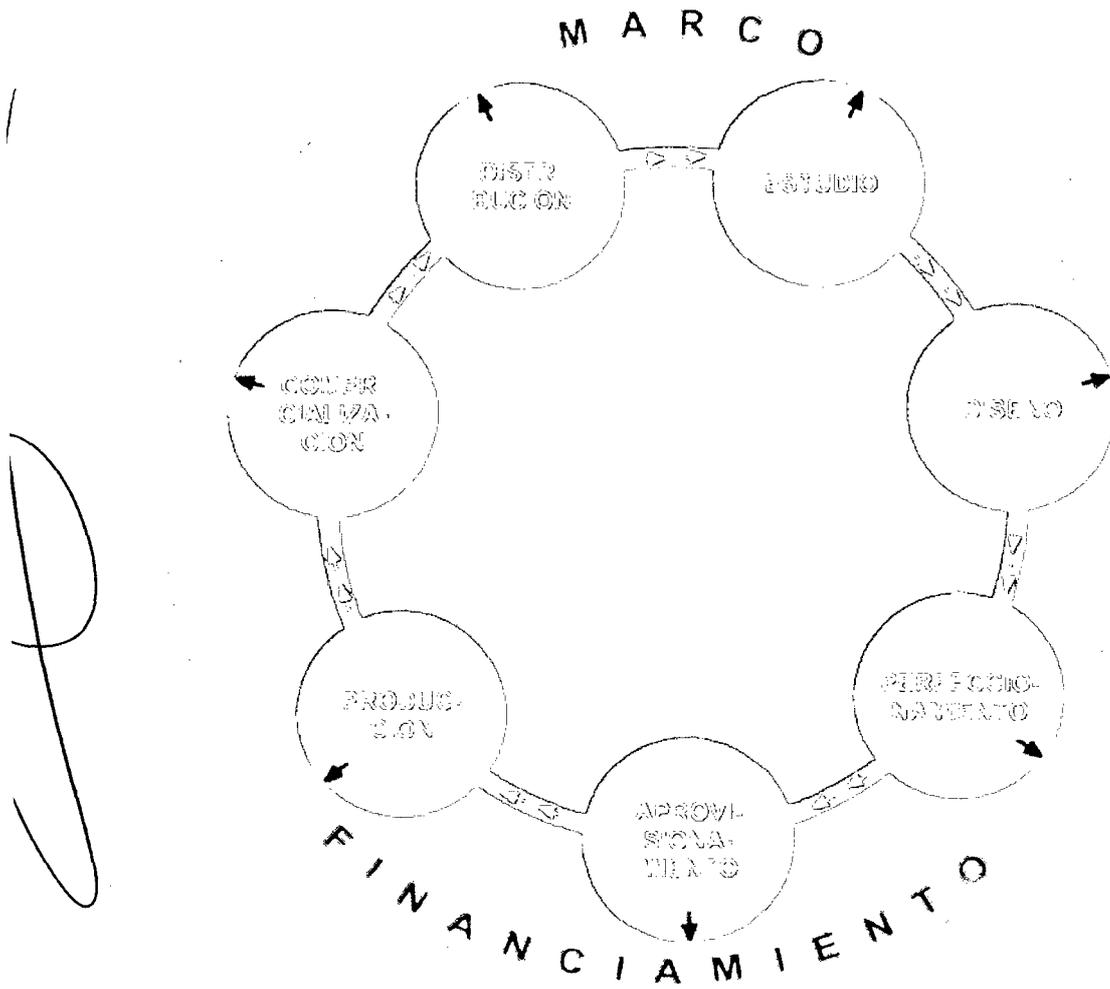


FIGURA 3.

IMPOSIBILIDAD DE EXPANSIÓN DE LAS ACTIVIDADES DE APROVISIONAMIENTO, PRODUCCIÓN, COMERCIALIZACIÓN Y DISTRIBUCIÓN POR FALTA DE RECURSOS FINANCIEROS

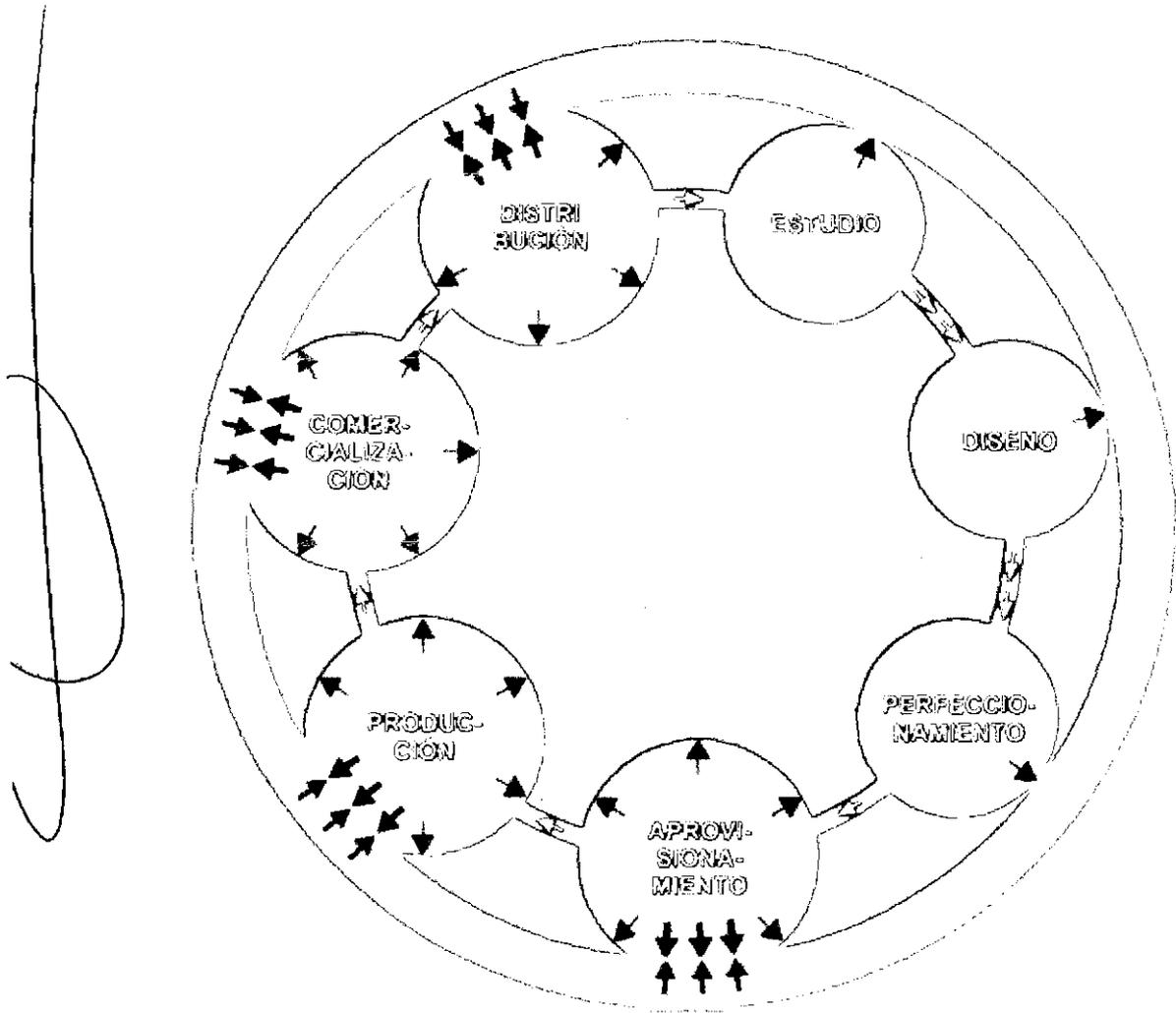


FIGURA 4.

EXPANSIÓN DE LAS ACTIVIDADES FUNCIONALES GRACIAS  
AL AUMENTO DE RECURSOS FINANCIEROS

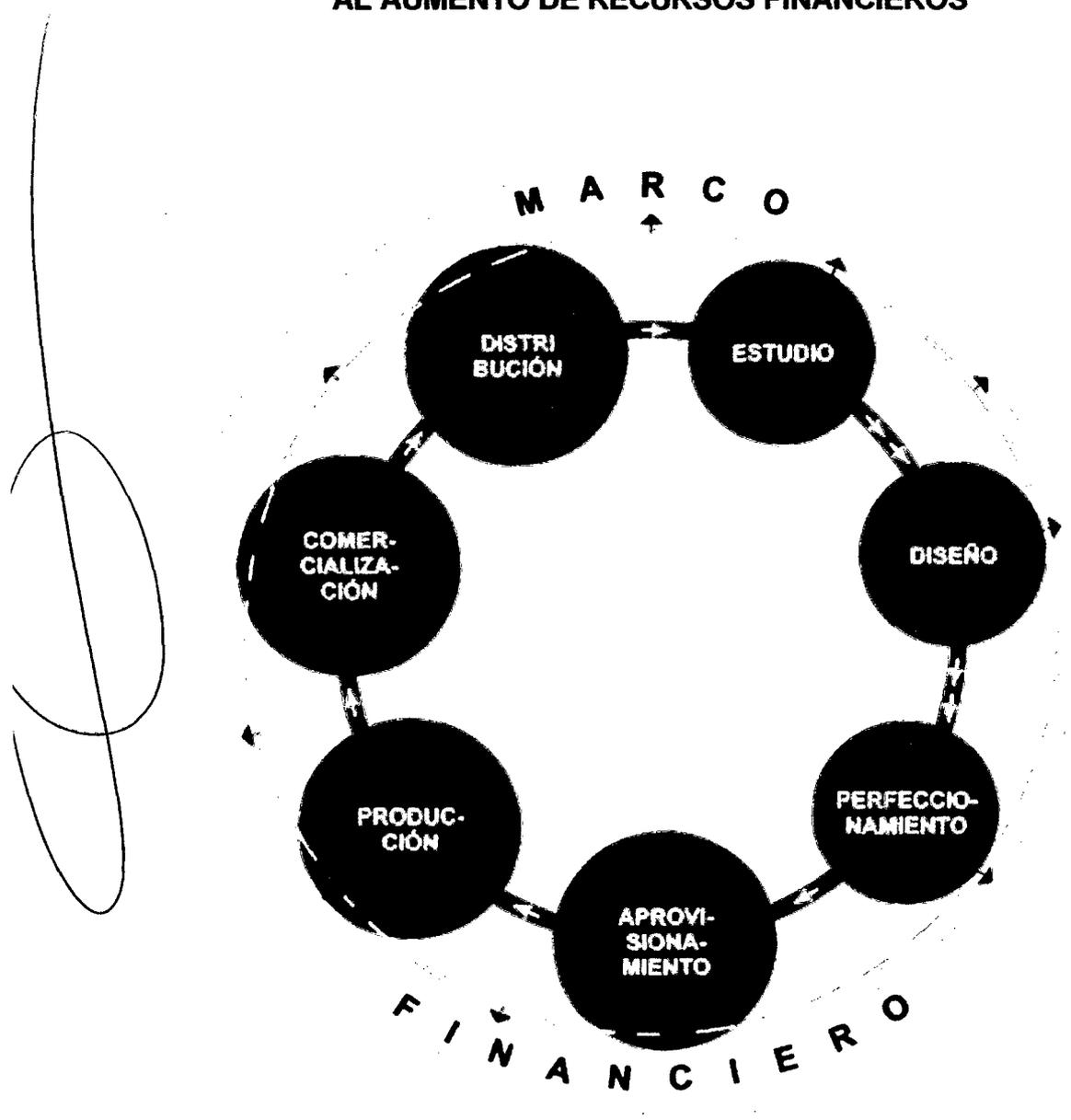
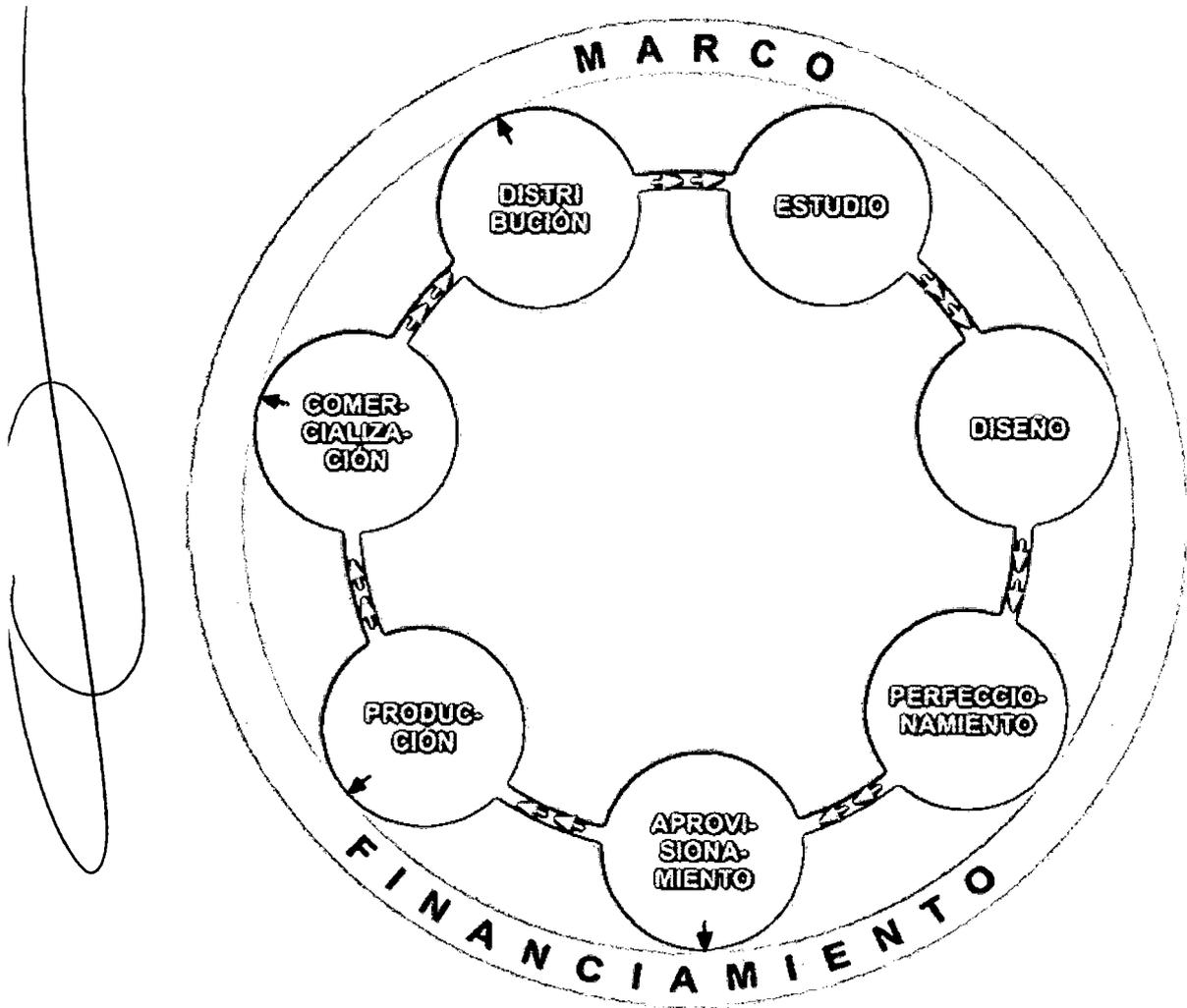


FIGURA 5.

UNA MAYOR PRODUCTIVIDAD EN LAS ACTIVIDADES DE APROVISIONAMIENTO, PRODUCCIÓN, COMERCIALIZACIÓN Y DISTRIBUCIÓN PERMITE LOGRAR EL AUMENTO APETECIDO SIN NECESIDAD DE ENSANCHAR EL MARCO FINANCIERO



**FIGURA 6**

**CONTRACCIÓN DE LAS ACTIVIDADES FUNCIONALES POR FALTA DE RECURSOS FINANCIEROS**

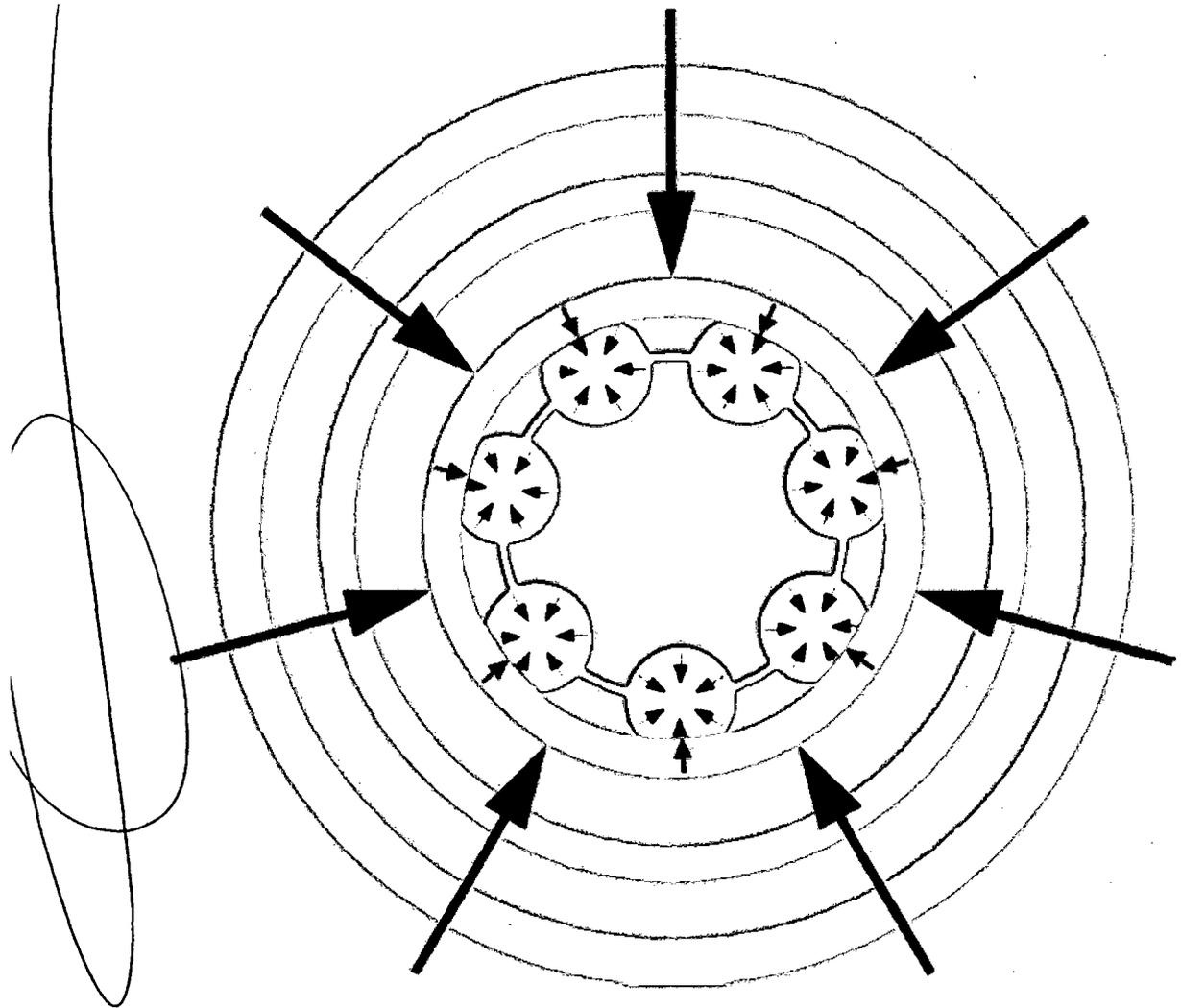


FIGURA 7.

EL ELEMENTO HUMANO EN LA EMPRESA

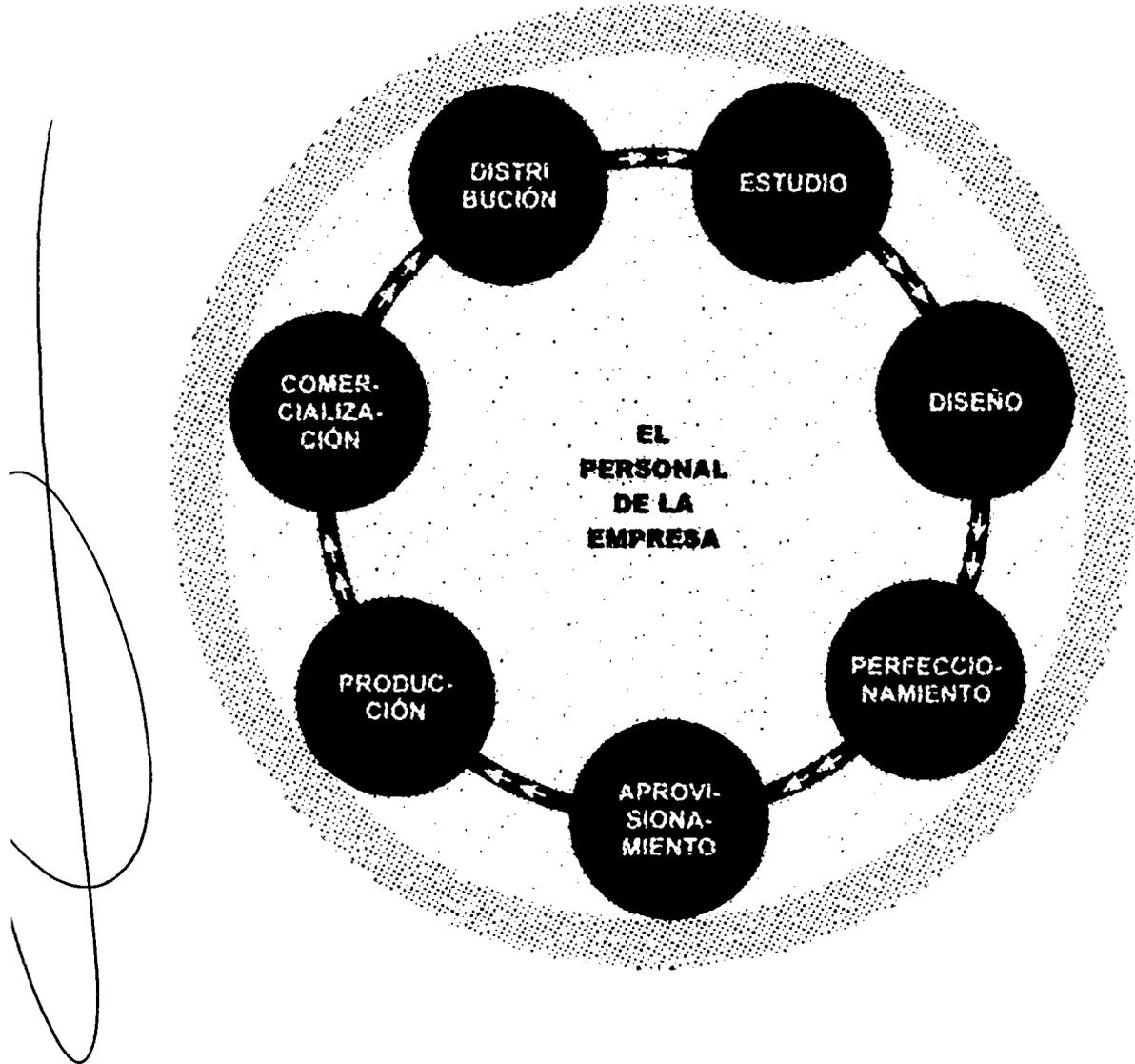


FIGURA 8.  
LA EMPRESA EN SU MEDIO AMBIENTE NACIONAL E  
INTERNACIONAL

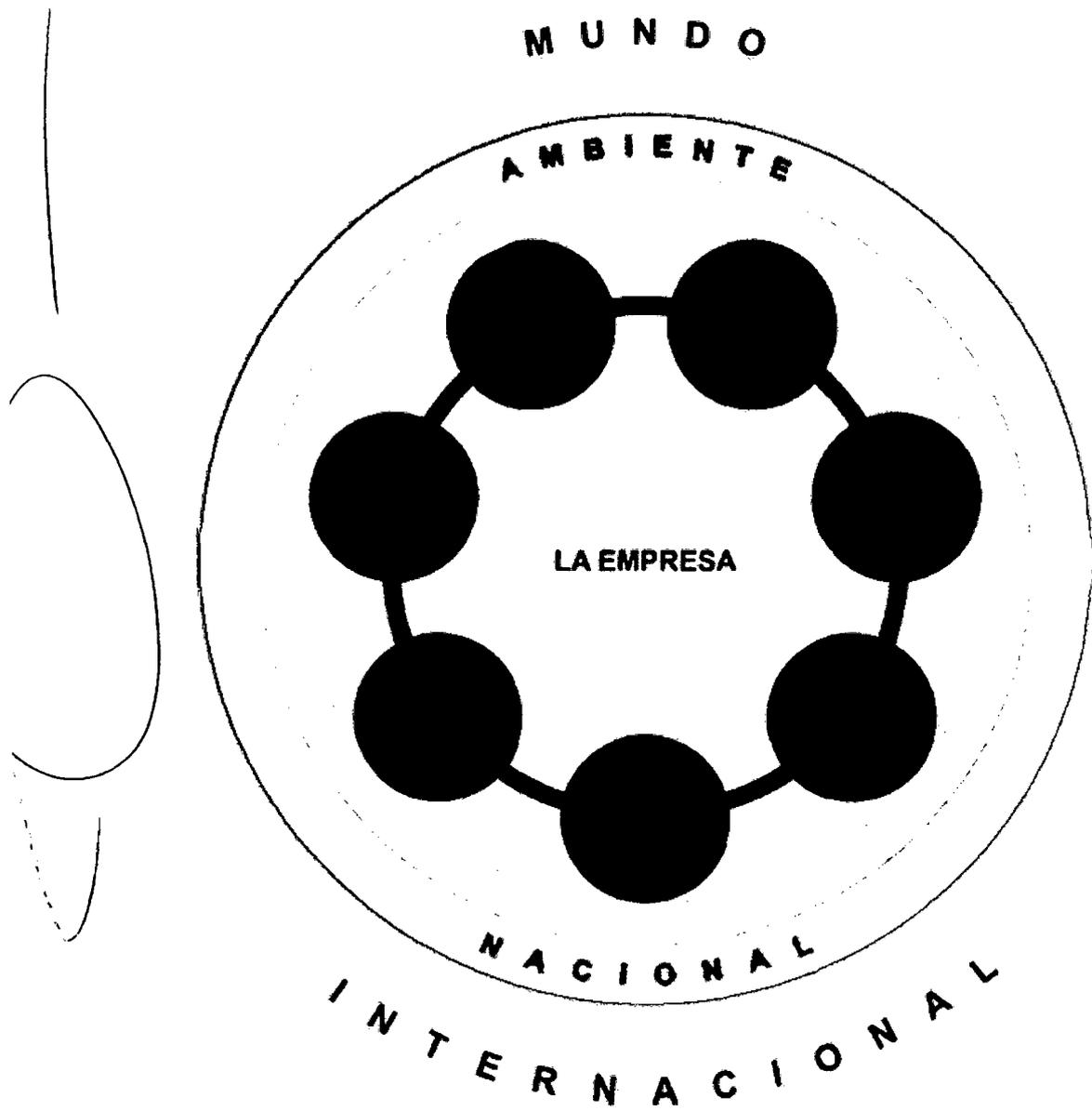


FIGURA 9.

LOS FACTORES EXTERNOS QUE INFLUYEN EN LA EMPRESA

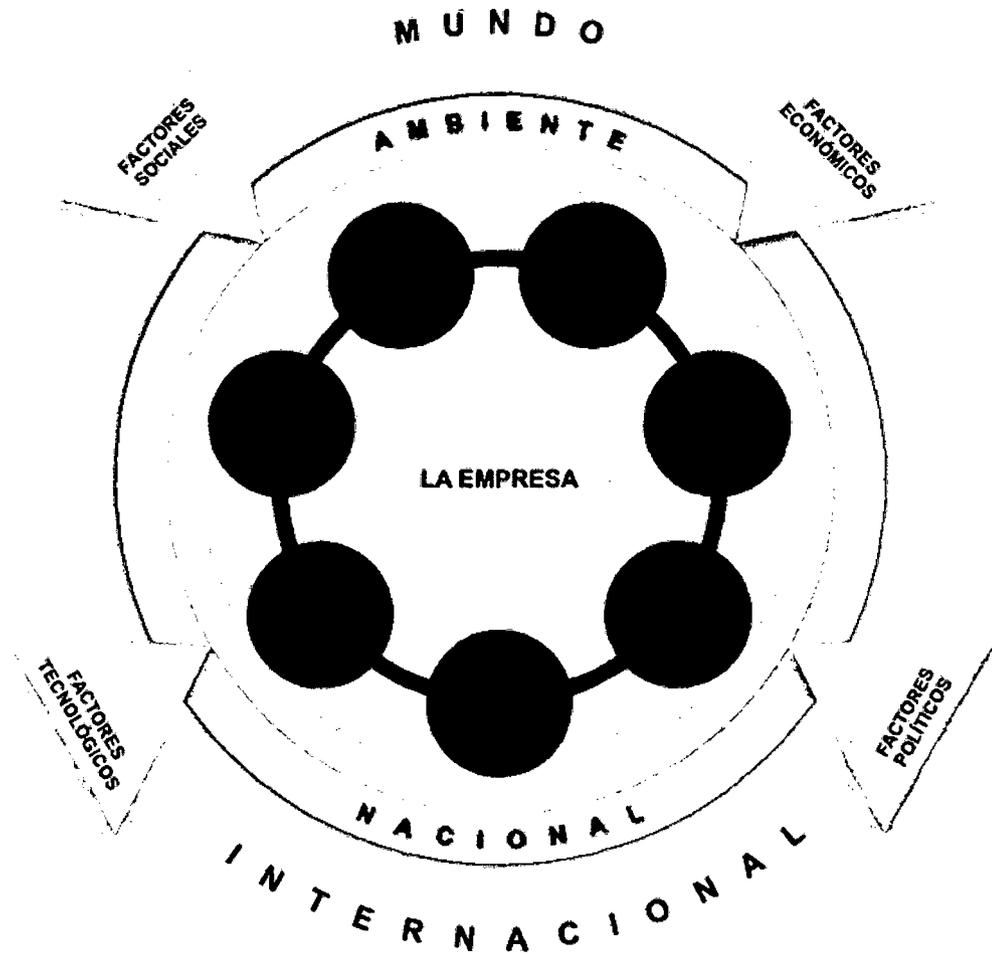


FIGURA 10.

FACTORES ECONÓMICOS EXTERNOS QUE RESTRINGEN LAS  
ACTIVIDADES FUNCIONALES

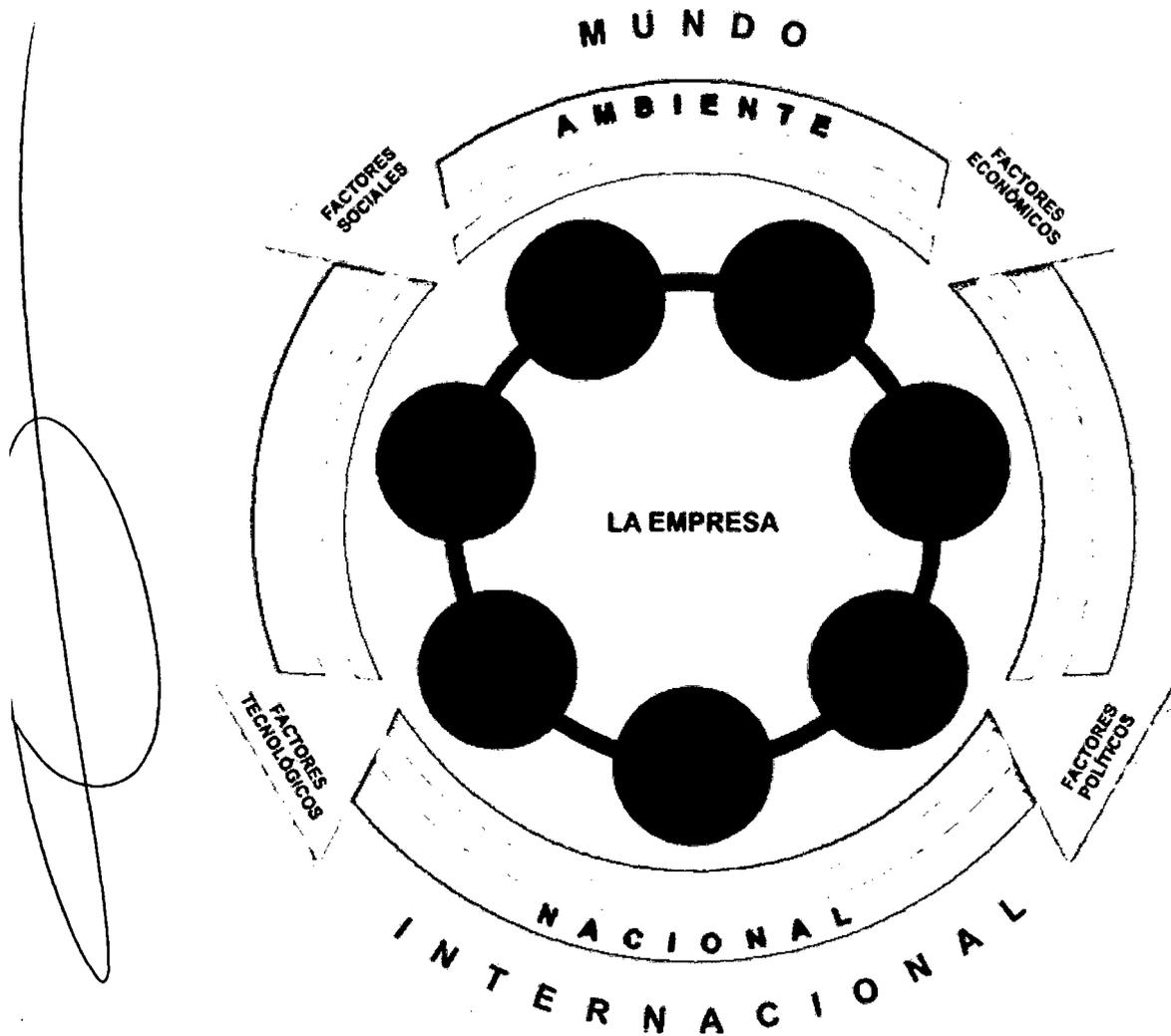


FIGURA 11.

LA EMPRESA Y SUS REACCIONES FRENTE A LOS FACTORES EXTERNOS

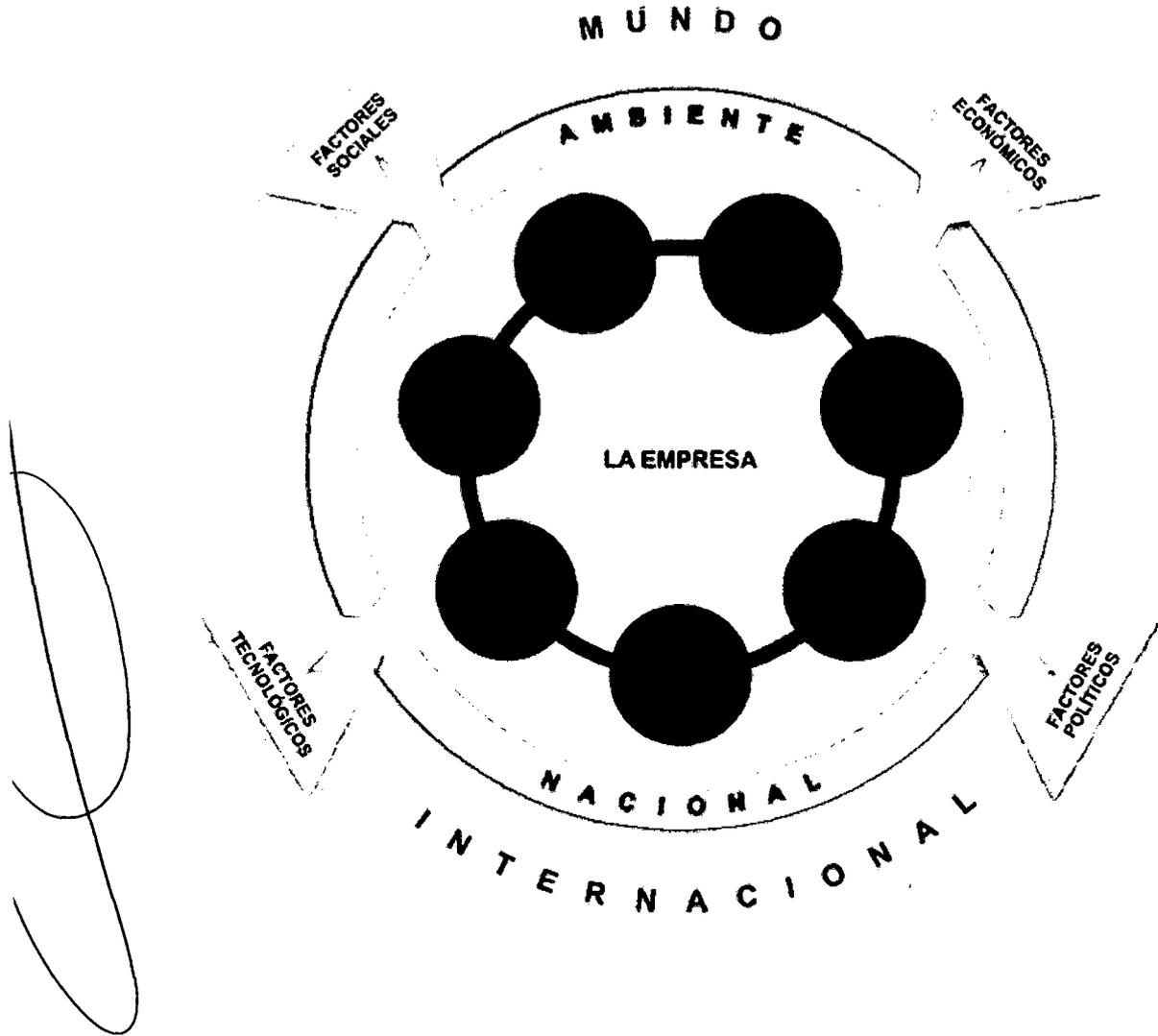


FIGURA 12.

LAS ACTIVIDADES FUNCIONALES PREPARATORIAS Y DE EJECUCIÓN

