Universidad Católica Andrés Bello
Facultad de Ciencias Económicas y Sociales
Escuela de Economía

ANALISIS EVOLUTIVO DEL PROCESO DE FUSIONES CORPORATIVAS Y SUS IMPLICACIONES EN EL DESEMPEÑO DE LAS EMPRESAS

Profesor Guía: Rafael Antonio Franco
Por: Luis Felipe Pérez Coury
Ana Cristina Sogbi Correa

Caracas, Octubre de 2001

A nuestros padres,
Solo ustedes son incondicionales

Agradecimientos

En primer lugar deseamos agradecer a nuestro tutor Rafael Antonio Franco por su dedicación, guía e interés.

Al Ing. Carlos Rojas por su apoyo incondicional a lo largo de todo el proceso de investigación y ejecución de nuestro Trabajo de Grado.

A Carlitos por su diligente trabajo en todos los trámites que nos permitieron cumplir con los requisitos exigidos por la escuela, para la realización de este trabajo de grado.

A Oscar Pérez Coury en la recolección de bibliografía.

A Ana Gabriela Sogbi por las innumerables diligencias a toda hora.

A nuestras mascotas Rascabuche y Baco, por acompañarnos en nuestras noches de insomnio.

.

Gracias.....

INDICE DE CONTENIDO

I. Introducción **1**
II. Hipótesis **4**
III. Objetivos **6**
III.1. Objetivo General 7
III.2. Objetivos Específicos 7
IV. Marco Teórico **9**
IV.1. Conceptos 10
IV.2. Historia de las F&A 12
IV.3. Actividades típicas para llevar a cabo una F&A 14
IV.4. Clasificación de las Fusiones y Adquisiciones 16
IV.5. Motivos para fusionarse 17
IV.6. Definición de los términos de negociación 23
IV.7. Valoración de empresas 26
IV.8. Reacción Ex ante del mercado al momento de una F&A 35
IV.9. Reacción Ex Post al proceso de F&A 35
IV.10. Razones que pueden llevar una F&A al fracaso 37
IV.11. Factores que ayudan al éxito de una F&A 38
IV.12. Pasos Ex ante que favorecen al éxito deF&A 39
V. Casos de estudio **43**
V.1. Entorno Económico 44
V.2. Caso Boeing McDonnell-Douglas 45
V.2.1. Entorno 45
V.2.2. Características principales de cada empresa antes de la fusión 46
V.2.3. Razones para la fusión 47
V.2.4. Términos del acuerdo 49
V.2.5. Trabas regulatorios para la fusión 50
V.2.6. Desenvolvimiento Post-Fusión 51
V.2.7. Otras Consideraciones 58
V.3. Caso Citi-Travelers 61
V.3.1. Entorno 61
V.3.2. Características principales de cada empresa antes de la fusión 65

INDICE DE CONTENIDO

V.3.3. Razones para la fusión 67
V.3.4. Términos del acuerdo 69
V.3.5. Trabas regulatorios para la fusión 71
V.3.6. Desenvolvimiento Post-Fusión 75
V.3.7. Otras Consideraciones 83
V.4. Caso Daimler-Benz-Chrysler 86
V.4.1. Entorno 86
V.4.2. Características principales de cada empresa antes de la fusión 88
V.4.3. Razones para la fusión 89
V.4.4. Términos del acuerdo 92
V.4.5. Trabas regulatorios para la fusión 94
V.4.6. Desenvolvimiento Post-Fusión 95
V.4.7. Otras Consideraciones 100
VI. La Medición 103
VI.1. Análisis de indicadores Caso Boeing McDonnell Douglas 104
VI.2. Análisis de indicadores Caso Citicorp-Travelers 115
VI.3. Análisis de indicadores Caso Daimler-Benz-Chrysler 128
VII. Presentación y Análisis de Resultados 137
VII.1. Análisis de resultados Caso Boeing-McDonnell Douglas 138
VII.2. Análisis de resultados Caso Citicorp-Travelers 146
VII.3. Análisis de resultados Caso Daimler-Benz-Chrysler 155
VII.4. Contraste de los tres casos de estudios analizando el éxito o fracaso de la fusión 161
VIII. Conclusiones y Recomendaciones 168
IX. Bibliografía 171
X. Anexos 175

I. INTRODUCCIÓN

Introducción

Las F&A comienzan a aparecer en los Estados Unidos a finales del siglo XIX y a comienzos del siglo XX. Es a partir de finales de los años 60 que debido a la burbujeante economía existente aparecen las F&A con mayor fuerza, seguido durante los 80 potenciadas por una etapa de reestructuraciones. Finalmente en los años 90 surgió la moda de las mega-fusiones. En este período sobre el cual enfocaremos nuestro estudio, a finales de los años 90, la economía americana se encontraba en un excelente estado en donde la mayoría de los títulos del mercado venían experimentando un incremento sostenido.

En el caso Europeo, después de la introducción del Euro las F&A se hicieron muy comunes. Por el contrario, en lo que respecta al continente Asiático (excluyendo a Japón) y al Latino Americano este tipo de operaciones han sido muy escasas.

El propósito general de nuestra investigación, es analizar el resultado del proceso de fusión en las empresas para determinar si el mismo mejoró el desempeño de la empresa fusionada en el corto plazo. Por esta razón examinaremos la situación de las empresas desde el punto de vista ex -ante y ex –post.

Nos basaremos en el estudio de tres casos de fusiones de empresas con alta capitalización, de diferentes industrias y ocurridas a finales de los años noventa. Con el fin de contar con una visión amplia, y de esta manera obtener conclusiones de tipo general.

Existen muchos estudios dirigidos a determinar los factores que influyen sobre el comportamiento de las empresas luego de realizar un proceso de fusión o adquisición. Pero estos en su gran mayoría no realizan un estudio a fondo de las empresas, sino que por el contrario toman muestras muy amplias. En consecuencia el objetivo de nuestra investigación será el de realizar un análisis detallado sobre las empresas escogidas, las cuales atravesaron un proceso de F&A.

Lo que nos motivó a realizar este trabajo fue el hecho de que hoy en día en Venezuela y en el mundo entero las fusiones están ocurriendo en gran número y de manera acelerada. Gran parte de estas F&A no han conseguido los resultados esperados, es por ello que consideramos importante determinar los factores que conllevan a que dichas operaciones sean exitosas. Para esto tomaremos en cuenta la teoría de valor de los accionistas, según la cual el objetivo principal de toda empresa debe estar dirigido a maximizar el valor de sus propietarios.

II. HIPÓTESIS

Hipótesis

Si el objetivo de las fusiones es buscar mayores rendimientos y competitividad, entonces aquellas empresas que se fusionan obtendrán dichas mejoras en el corto plazo considerando su entorno específico y los parámetros de negociación.

III. OBJETIVOS

Objetivos

III.1. Objetivo General:

Analizar el resultado del proceso de fusión en las empresas sobre variables financieras y de competitividad para de esta forma determinar si el desempeño de la empresa fusionada mejoró.

III.2.Objetivos Específicos:

- Efectuar una breve reseña de la evolución de las fusiones y adquisiciones desde sus comienzos.
- Realizar un seguimiento histórico del precio de la acción. Desde 2 años antes de la fusión hasta el año 2000.
- Determinar el entorno de cada industria para el momento de la fusión.
- Identificar el tipo de compra realizado en cada caso (hostil o amistoso).
- Obtener los parámetros de negociación (monto de prima, manera de pago, gerencia)
- Determinar luego de realizar el análisis expost cuales empresas fueron exitosas y cuales no, analizando los factores que influyeron en dicho resultado.

- Comparar el precio de la acción con los diferentes índices de rentabilidad después de la fusión.

- Identificar variables externas al proceso de fusión que influenciaron el precio de la acción.

- Sugerir a partir de nuestro proyecto de investigación, que nuevos estudios recomendaríamos, con el fin de ampliar el aporte empresarial.

IV. MARCO TEÓRICO

Marco Teórico

En este capítulo se presentan los aspectos principales de carácter teórico que se relacionan con el proceso de fusión y con el valor de las empresas. Este proceso es complejo y ambicioso, ya que el problema de evaluar el proceso de fusión en términos de valor ha sido analizado por investigadores catedráticos en finanzas y economía, desde diferentes perspectivas.

Es importante aclarar los diferentes términos que se utilizan a la hora de efectuar una compra o una combinación de empresas, ya que muchas veces son utilizados como sinónimos a pesar de que poseen claras diferencias. Es por eso que para evitar la confusión, se presentarán las definiciones de dichos términos más algunas otras que estimamos pertinentes al estudio en cuestión.

IV.1. Conceptos

-Fusión: consiste en el acuerdo de dos o más sociedades, jurídicamente independientes, donde se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad.[1]

-Fusión por absorción: ocurre cuando una de las sociedades absorbe el patrimonio de la otra.[2]

-Adquisición: consiste en una combinación de dos empresas en la que no hay la necesidad de mezclar patrimonios de la vendedora y de la compradora, ya que una de ellas se hace con la mayoría de acciones de la otra.[3]

-Bolsa: es el lugar en donde se transan títulos, acciones y demás papeles comerciales.

-Mercado Competitivo: "Es un mercado que proporciona la producción eficiente de un bien o servicio al menor costo posible".[4]

-Forma eficaz de eficiencia de Precios: existe en un mercado donde el precio de un valor refleja toda la información, ya sea disponible públicamente o de manera privada por los directores de una empresa.[5]

-Riesgo Total: "Desviación estándar o varianza de los rendimientos de un activo o de una cartera de activos".[6]

-Riesgo relacionado al mercado: Variabilidad en los rendimientos de un activo que refleja cambios en el valor de los mismos, derivados de su relación con el mercado de valores.[7]

---

[1] Sabine, Martín; "*Finanzas Corporativas*"; Ediciones Gestión 2000; Pág. 1; 1996.
[2] Idem.
[3] Idem.
[4] F&Abozzi, Frank; Modigliani Franco y Ferrí Michael; "*Mercados e Instituciones Financieras*"; Editorial Prentice-Hall Hispanoamericana; Pág. 52; 1996.
[5] Idem, Pág. 390
[6] Idem. Pág. 296
[7] Idem. Pág. 295

IV.2. Historia de las F&A

Creemos conveniente realizar una breve reseña histórica del desenvolvimiento de las F&A en los distintos continentes.

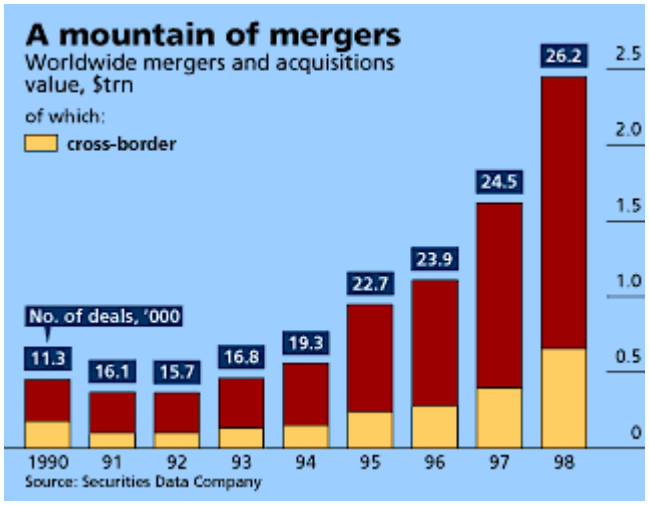
Las F&A comienzan a aparecer en los Estados Unidos a finales del siglo XIX con actividades como las de los "Robber Barons" y a comienzos del siglo XX con las de J.P. Morgan y otros. Es a partir de finales de los años 60 con la burbujeante economía existente que aparecen las F&A con mayor fuerza, seguido con otro pico durante la etapa de reestructuraciones de los 80 y finalmente con la moda de las mega-fusiones a finales de los años 90.

En el continente Europeo, también han ocurrido abundantes fusiones y adquisiciones sobre todo después de la introducción del Euro. En el continente Asiático, las actividades de fusiones han sido bastante pobres a excepción de Japón. Y en América Latina los casos de F&A de las empresas públicas existentes son igualmente muy reducidos, con el predominio de escasas privatizaciones dado el escaso número de empresas existentes en la región.[8]

---

[8] Copeland, Tom; Koller, Tim y Murrin, Jack; "*Valuation*"; John Willey & Sons, Inc. 2000; Pág. 111-112.

Hay que resaltar que las fusiones generalmente vienen dadas en oleadas las cuales están muy relacionadas a épocas de bonanza donde los precios de las acciones son elevados.[9] Otro punto importante en la evolución histórica de las fusiones y adquisiciones es que anterior a los años 80 las adquisiciones se daban de manera amistosa, mientras que en los años 80 y 90 eran más comunes las de tipo hostil. Durante los 60 la toma de decisión a la hora de llevar a cabo una fusión era mucho más cuidadosa, mientras en los años 80 y 90 se daba a pasos muy veloces. Antes de los 80 se usaban pocos outsourcing para llevar a cabo las fusiones mientras que durante los 80 y 90 se contrataban servicios para llevarlos a cabo. Y para terminar, las fusiones antes de los 80 eran insoladas a diferencia de los años 80 y 90 cuando eran de industrias enteras.[10]



[9] Brealey, Richard A. y Myers, Stewart C.; *"Principio de Finanzas Corporativas"*; Editorial McGraw-Hill; Pág. 1029-1030; 1993.
[10] Corporate Strategy Board; *"Best Practices in M&A Execution"*; Primary Research; Pág.4; June 1997.

Para el mejor entendimiento del lector en el proceso de fusiones y adquisiciones, a continuación señalaremos los principales pasos que se deben seguir para realizar este tipo de operaciones:

IV.3. Actividades típicas para llevar a cabo una F&A.

Estas actividades se dividen en tres etapas: la identificación de los candidatos, la ejecución del trato y la integración de la adquisición.

- La primera etapa, *identificación de los candidatos*, se divide en las siguientes actividades[11]:

- Identificar el área de crecimiento (mercado, productos, geografía).
- Estudiar de las dinámicas de mercado (incluyendo presiones internas y externas).
- Establecer un criterio para la viabilidad del posible trato.
- Generar una lista de candidatos.
- Seleccionar los candidatos más viables para la F&A.
- Realizar una valoración inicial basándose en la data pública.
- Establecer los contactos iniciales.
- Despertar el interés del candidato para el trato.
- Firmar una carta de intención para la posible F&A.

[11] Idem; Pag. 20

- La segunda etapa, *ejecución del trato*, se puede segmentar así:

- Realizar un escrutinio de las tendencias y dinámicas del mercado.
- Dirigir un análisis de mercado y de compañías comparables.
- Cuantificar la reducción de costos y las oportunidades de crecimiento de rentabilidad.
- Crear un modelo financiero.
- Evaluar el estado legal, financiero y funcional del candidato.
- Discutir los términos de negociación.
- Firmar el contrato de compra.[12]

- La tercera etapa, *integración de la adquisición*, engloba los siguientes pasos:

- Identificar las tareas de integración.
- Crear un plan del proyecto y una línea de tiempo para la integración.
- Comunicar el plan a los nuevos y antiguos empleados.
- Desarrollar y ejecutar nuevos paquetes accionarios.
- Implementar facilidades de reestructuración y reubicación.
- Eliminar solapamientos entre dos entidades.
- Entrenar y educar nuevos empleados.
- Evaluar sinergias capturadas y asegurar la completación de los objetivos estratégicos. [13]

---

[12] Idem, Pag. 21

IV.4. Clasificación de las Fusiones & Adquisiciones

Coma ya hemos visto, las diferentes operaciones de F&A se realizan entre dos partes, la empresa vendedora u objetivo y la compradora. Dichas empresas se diferenciaran dependiendo de la actividad que realicen:

-F&A Horizontales: se realiza entre dos empresas que producen productos similares o practican la misma línea de negocios. En este tipo de fusiones las compañías en términos generales presentaran similares estructuras y organización. Así, el comprador tendrá la facilidad de entender y asimilar la actividad de la compañía objetivo.

-F&A Verticales: Es aquella fusión que se realiza entre una empresa y su proveedor o entre el proveedor y sus clientes, es decir, es aquella operación en donde el comprador se expande hacia delante (último consumidor) o hacia atrás (fuente de materias primas). Esta conduce a una concentración de negocios bajo el control de un mismo cuerpo directivo.

-F&A en Conglomerado: Se realiza entre dos empresas que presentan líneas de negocios sin relaciones comerciales estrechas, o no pertenecen a la misma rama de la actividad económica. Estas forman grupos compuestos de negocios.[14]

---

[13] Idem; Pág. 22

[14] Brealey, Richard A. y Myers, Stewart C.; *"Principio de Finanzas Corporativas"*; Editorial McGraw-Hill; Pág. 997-998; 1993.

IV.5. Motivos para Fusionarse

Para realizar el proyecto de investigación estimamos pertinente precisar que motivos llevan a las empresas a fusionarse.

El hecho de que dos empresas decidan realizar una fusión posee un trasfondo. Lo hacen por una o varias razones que se basan en lograr que el valor de ambas empresas en conjunto sea superior a si operasen por sí solas. Estas razones o motivos que dan lugar a las distintas combinaciones de empresas, no son excluyentes, de hecho por lo general existe más de un motivo que originan las fusiones. Estos pueden resumirse en:

-Comercial

Fortalecer la posición comercial y elevar el nivel de competitividad es el objetivo de muchas compañías a la hora de realizar una fusión. A continuación se expondrán los principales puntos que persiguen dicho objetivo.

- Aumento de la cuota de mercado

Las fusiones de tipo horizontal, elevan la cuota de mercado del comprador en el sector específico en donde se envuelven las empresas que realizan dicha fusión. Además refuerzan la posición de mercado del comprador mediante la reducción de la competencia y la eliminación de la duplicidad.

- Crecimiento

Muchas empresas no están en condiciones de crecer a una tasa rápida o suficientemente equilibrada, fundamentándose en su propia expansión interna, es por eso que prefieren obtener de otras, elementos que las ayuden a obtener dichas tasas de crecimiento, en vez de tratar de conseguirlas por sí solas. Esto se debe muchas veces a que pueden alcanzar los objetivos de crecimiento de forma: menos costosa, más fácil o más eficiente. Por esta razón surgen numerosas fusiones.

Es importante establecer el tipo de crecimiento que se tiene como fin en este tipo de operaciones, si es un crecimiento en: activos, ventas, rentabilidad o en el poder de los directivos, en este último caso la fusión se realiza para incrementar el tamaño de la empresa y no para maximizar su valor.[15]

- Sinergias

Los efectos de las sinergias se producen cuando, el valor de la combinación de las empresas que realizan una fusión es mayor al valor que cada empresa posee por separado, es decir, cuando el resultado de la operación es superior a la suma de las partes.

[15] Sabine, Martín; "*Finanzas Corporativas*"; Ediciones Gestión 2000; Pág. 196; 1996.

Muchas veces las operaciones de fusiones logran potenciar el comportamiento de las compañías que intervienen en el proceso, y elevar sus capacidades, tomando ventajas de las fortalezas de cada una. Es así como se da lugar a las sinergias, objetivo final de las fusiones.[16]

Según Bill Persche (1988) las sinergias se pueden definir en tres tipos:[17]

1. Universal: Son aquellas sinergias generales que se pueden obtener de cualquier F&A, dado un uso adecuado de recursos así como una buena gerencia. Estas sinergias se pueden definir como el recorte de costos con la reducción de personal en áreas similares, uso de sistemas similares para áreas comunes, etc.
2. Endémica: Estas son explotables por aquellas compañías que estén relacionadas en la misma industria. La ventaja más notable que estas presentan es la expansión a nuevos mercados a nivel geográfico y el aprovechamiento de la redundante fuerza de ventas que poseen cada una de las empresas.
3. Únicas: Estas son las sinergias que solo se pueden dar, dada una unión específica, tanto para el comprador como para el vendedor.

- Seguridad de Abastecimiento y Ventas

La fusiones de tipo vertical persiguen la seguridad de abastecimiento y ventas, ya que para las empresas sus relaciones con proveedores y consumidores son muy importantes,

[16] Mascareñas, Juan; "*Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*"; Editorial McGraw-Hill; Pág. 1; 1996.
[17] W. Prusche; "*Building Better Bids: Synergies and Acquisition Prices*"; Chief Financial Officer USA; Pás.63-64; 1988.

y en muchos casos muy estrechas. Esto lleva a dificultar que se realicen las actividades de provisión, producción y comercialización de forma independiente, es por eso que estas tareas muchas veces prefieren controlarse dentro de un mismo grupo o empresa. A pesar de las ventajas que acarrean este tipo de fusiones, presentan algunas desventajas como: la difícil asignación de beneficios y costos, la dificultad de evaluar y controlar las actuaciones y responsabilidades de los ejecutivos. [18]

- Eliminación de Ineficiencias

En muchas ocasiones las empresas que poseen una buena dirección, ven como objeto de fusión a aquellas compañías que presentan oportunidades de disminuir costos y de elevar ventas y beneficios sin explotar, y que por sí solas no pueden lograrlo debido a que cuentan con una dirección poco calificada para realizar dichos propósitos.[19]

- Diversificación

Los conglomerados logran adquirir una cartera variada de activos o de compañías, en vez de contar solo con un sector o producto. De esta manera tratan de reducir el riesgo del grupo de negocios. A pesar de estas ventajas que presentan los conglomerados, se debe tener cuidado con dificultades que pueden presentarse por el hecho de tener que controlar a grupos muy diversos. Este tipo de fusión cuando esta constituida por parte

---

[18] Sabine, Martín; "*Finanzas Corporativas*"; Ediciones Gestión 2000; Pág. 197; 1996.

[19] Mascareñas, Juan; "*Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*"; Editorial McGraw-Hill; Pág. 7; 1996 .

muy dispares tienden en las etapas finales de su desarrollo, a racionalizar sus actividades, escogiendo los negocios principales y vendiendo aquellos menos relacionados con estos. [20]

- Economías de Escala

Estas se logran cuando al elevar los niveles de producción se consigue disminuir los costos por unidad de producción.

Muchas fusiones (sobre todo las de tipo horizontal) se dan, debido a que las empresas que intervienen en el proceso buscan generar estas economías de escala; con el fin de compartir servicios: administrativos, contables, financieros y humanos, para así lograr incrementar los niveles de producción y reducir los costos unitarios, afrontar inversiones a grandes escalas, asignar costos sobre bases de ventas más elevadas y sobre mayores activos.[21]

- Economías de Integración Vertical

Las Fusiones formadas por compañías que se expanden hacia delante o hacia atrás, para aproximarse al consumidor final o a la fuente de materias primas, se conocen como de integración vertical. Este tipo de economías pretende conseguir el control de la mayor

[20] Idem; Pág. 9.
[21] Brealey, Richard A. y Myers, Stewart C.; *"Principio de Finanzas Corporativas"*; Editorial McGraw-Hill; Pág. 998; 1993.

parte del proceso productivo facilitando la coordinación y administración de dicho proceso y eliminando los costos contractuales y de transacciones.[22]

- Combinación de Recursos Complementarios

Esto se consigue en las diferentes fusiones cuando dos empresas deciden fusionarse para aportar, la una a la otra, componentes (recursos complementarios) que les hacen falta para conseguir el éxito de la empresa, de manera más económica que generándolos cada una por separado.[23]

-Otras Motivaciones

Además de los motivos anteriormente expuestos, podemos nombrar algunos otros:

- Subvaloración de Empresas
- Ventajas Fiscales no Aprovechadas
- Descuentos sobre el Valor de Activos
- Aumento de los Beneficios por Acción
- Apalancamiento Financiero
- Empleo de Fondos Excedentes
- Facilidades Crediticias
- Ambición de los Directivos
- Extensión del Control

[22] Idem; Pág. 999.

- Estrategias de Defensa
- Razones personales[24]

IV.6. Definición de Los Términos de Negociación:

Para el desarrollo del análisis, emplearemos los principales parámetros que se fijan e intervienen en todo el proceso de negociación, antes de realizar la F&A. Los cuales se exponen a continuación:

-Tipo de Compra:

- **F&A Amistosas o Negociadas:** la mayoría de la F&A son de éste tipo. Durante su desenvolvimiento existe voluntad y tiempo por ambas partes para concretar y definir los parámetros y aspectos legales de la unión. Es importante contar con la aprobación de la mayoría de los accionistas, y además definir los limites de la negociación.[25]

- **Adquisiciones Hostiles:** estas representan un pequeño porcentaje del total de compras realizadas anualmente, ya que en principio no cuentan con la vista buena de la directiva de la empresa objetivo, no existe voluntad propia por parte de ésta para

---

[23] Idem; Pág. 999

[24] Sabine, Martín; "*Finanzas Corporativas*"; Ediciones Gestión 2000; Pág. 202-204; 1996.
[25] Mascareñas, Juan; "*Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas"*; Editorial McGraw-Hill; Pág. 145-146; 1996.

realizar la adquisición. Por lo cual la compañía que desea comprar se verá en la obligación de recurrir a recursos que la ayuden a finiquitar la operación. Una de ellos consta en buscar apoyo de los accionistas de la empresa objetivo en sus asambleas anuales, esta táctica es conocida como batalla por delegaciones. El otro recurso con que cuentan los que van a adquirir, es el de realizar una oferta pública de acciones (OPA), con el principal objetivo de negociar un rápido acuerdo de unión entre ambas partes. Para tratar de evitar la adquisición de tipo hostil la empresa objetivo puede recurrir a diferentes tácticas de defensa en las cuales no ahondaremos en esta investigación ya que los casos que examinaremos no son de este tipo.[26]

-Definición de las Formas de Pago de F&A. (según Martín Sabin, 1992)[27]

A la hora de realizar las negociaciones, uno de los puntos en los que nos afincaremos a lo largo del estudio, son las formas de pago que utilizará la empresa que compra, entre las cuales destacan:

- **Al Contado o en Efectivo**: éste se puede conseguir con fondos propios, obteniendo financiamiento por medio de: préstamos bancarios, mediante la venta de acciones a instituciones y a terceras partes, emitiendo bonos de alta rentabilidad o financiando la compra con préstamos que serán devueltos a través de la venta de activos (LBO o leveraged buyout).

[26] Idem; Pág. 173-174.

- **Pagos Aplazados**: muchas veces se puede acordar entre el comprador y el vendedor, que parte del pago de la F&A se haga de manera aplazada en lugar de inmediata.

- **Intercambio de Títulos:** es una alternativa de pago a las antes expuestas, consiste en ofrecer un intercambio de títulos que se coticen en bolsa y que tengan un nivel de rentabilidad razonable.

-Determinación de la Prima.

Antes de definir el precio de la F&A se deben analizar los estados financieros de la empresa objetivo además de recolectar información acerca de dicha compañía, ya que estas serán las bases de la oferta inicial y de la prima que luego será modificada por las conversaciones que se realicen durante el proceso de negociación.[28]

Otro de los factores que investigaremos en los procesos de fusiones y adquisiciones a lo largo de todo el trabajo, será el de la competencia. Ya que según la creencia general, las operaciones de F&A mejoran la competitividad de las empresas.

---

[27] Sabine, Martín; "*Finanzas Corporativas*"; Ediciones Gestión 2000; Pág. 240-245; 1996.
[28] Mascareñas, Juan; "*Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas"*; Editorial McGraw-Hill; Pág. 55,158; 1996.

-Diamante de Porter:[29]

Segun Michel Porter existen 5 fuerzas que hacen que una empresa sea más competitiva, las cuales expondremos a continuación:

- Amenaza de la Entrada de Nuevos Competidores
- Poder de Negociación de Los Proveedores
- Poder de Negociación de Los Clientes
- Amenazas de Productos o Servicios Substitutos
- Competidores en la Industria

Por otro lado, uno de los objetivos del trabajo de estudio, es determinar como las fusiones y adquisiciones influyen sobre el valor de las empresas y sí realmente consiguen mejorarlo. Es por eso que consideramos necesario resumir los principios básicos de valoración.

IV.7. Valoración de Empresas

Constituye una manera de medir la eficacia de la gestión de una empresa en particular. Cuando se realiza una F&A, una empresa compra a otra, es decir, se hace una inversión y por lo tanto son aplicables los principios básicos de inversión de capital. [30]

---

[29] Porter, Michael; "*Competitive Advantage*"; 1990.
[30] Brealey, Richard A. y Myers, Stewart C.; "*Principio de Finanzas Corporativas"*; Editorial McGraw-Hill; Pág. 993; 1993.

Si existen varios compradores potenciales interesados en la empresa objetivo seguramente habrán más de una idea acerca de lo que vale el negocio para cada uno de ellos, además puede que cada comprador fije un fin diferente a la F&A. Todo esto hace que existan diferentes métodos de valoración y por lo tanto distintos valores de las empresas[31].

Para el desenvolvimiento del proyecto de investigación tomaremos como base la teoría que dice: " El principal objetivo financiero de los directivos empresariales debe ser la maximización del valor de la empresa para sus propietarios".[32]

La gerencia de las empresas deben tener cuidado de que sus acciones estén subvaluadas en el mercado de valores, ya que si esto llegase a ocurrir, probablemente serán objeto de una adquisición hostil. Es por eso que los directivos buscan implementar en su empresa una estrategia que logre hacer crecer el precio de la acción, de manera de hacer de la empresa un objetivo más caro de adquirir. De hecho según la T*eoría de Agencia*, el objetivo trazado por la directiva de maximizar el valor de sus accionistas es perseguido, entre otros motivos, por el miedo de que la empresa que dirigen, sea atacada por lo que ellos denominan un tiburón financiero.[33]

---

[31]Sabine, Martín; "*Finanzas Corporativas*"; Ediciones Gestión 2000; Pág. 226; 1996.
[32] Copeland, Tom; Koller, Tim y Murrin, Jack; "*Valuation"*; John Willey & Sons, Inc. 2000; Pág. 3-4.
[33]. Clemente Mark ;Greenspan David; "*Winning At Mergers and Acquisitions"*; EditorialJohn Willey & Sons,Inc.; Pág. 157-176; 1996.

Como expusimos anteriormente, cuando explicamos los parámetros de negociación a estudiar, al una empresa tomar la decisión de adquirir a otra debe indagar si el precio de mercado de la empresa objetivo esta subvaluada o sobrevalorada. Para determinarlo deberá comparar el precio de mercado con el precio intrínseco o teórico. Este último viene determinado por los flujos de caja futuro de un activo financiero en específico, y dado que las acciones pueden ser consideradas como un activo financiero, el precio intrínseco de las mismas puede ser medido sobre la base de los flujos monetarios que se espera que está genere, desde el momento de su adquisición en adelante, es decir, será estimado sobre la base de los dividendos futuros que la empresa espera percibir (Modelo de Gordon, 1959).[34]

Una de la maneras de valorar y medir el desempeño de las empresas es a través de indicadores financieros, entre los cuales destacan:

- De la Escuela Técnica

- **Precio-Utilidad (P/E - Price Earnings Ratio)[35]**

El indicador Precio Utilidad (P/E en sus siglas en ingles), nos muestra el múltiplo de ganancias de la empresa (a cuanto la acción se vende). Lo determinamos dividiendo el precio de la acción (al cierre del año fiscal en nuestro caso) entre las ganancias por acción. Se divide entonces las Ganancias Netas del cierre del año (acumulado en 12

[34] Gordon, M.J.; "*Dividends, Earnings, and Stock Prices*" ; Review of Economics and Statistics; 41 Núm., Pág. 99-105, 1999.

meses) entre el número de acciones comunes circulantes (siempre tomando en cuanta los ajustes por splits). Cuando el ratio nos da un valor alto quiere decir que las expectativas de crecimiento futuras son elevadas, lo que ha hecho que el precio de la acción sea alto para las ganancias que presenta.

Precio / Utilidad (x)

Precio / (Utilidad / Cant Total de Acciones Calculada)

- **Precio / Valor Libros (P/B - Price / Book)**

El Ratio "Precio / Valor Libro" nos compara el valor de mercado de una acción con el valor total de activos menos el total de pasivos (valor en libros). Lo obtenemos dividiendo el actual precio de la acción entre el patrimonio neto por acción (ajustando los splits si el caso lo amerita).

El P/B nos muestra cuanto quedaría para los accionistas si la empresa fuese vendida luego de retirar sus deudas. En otras palabras, el P/B mide cuanto esta dispuesto el mercado a pagar por los activos netos también conocido como el Capital Total de los accionistas.

Mientras menor es el ratio, mejor es para la empresa. Hay que tomar en cuenta que este indicador se lleva muy bien con empresas que poseen activos pesados como fábricas e industrias de manufactura e igualmente refleja bastante bien los grandes activos

[35] Schwab.com - IInvesting

financieros que presentan los bancos y compañías de seguros. En cambio las empresas cuyos activos fuertes son los intelectuales, y dado que estos no son reflejados en los balances, hace ver que la empresa posee muy bajos activos en relación a su valor de acción. El resultado de esto es un P/B muy alto cuando en realidad no lo es. Se dice que estos elevados P/B son artificiales.

Un problema que presenta el P/B es que generalmente este representa el activo al valor que se compró y no al valor de mercado, por lo que es definido como una medida imprecisa.

Pero en general el P/B es un buen indicador cuyo cálculo y entendimiento es sencillo pudiéndose así realizar comparaciones entre gran cantidad de empresas de la industria clásica, entre ellas Boeing.

Precio / Valor Libro (x)

Precio / (Patrimonio Neto / Cant. Total de Acciones Calculada)

- **Precio / Ventas Totales (P/S – Price / Sales)**

El Ratio "Precio / Ventas Totales" se obtiene de dividir el precio de la acción entre las ventas por acción (ajustando los respectivos splits). Las ventas por acción la obtenemos dividiendo las ventas acumuladas al cierre del año fiscal entre el número total de acciones circulantes.

Últimamente el P/S se ha convertido en una medida muy popular de valoración por diferentes razones. Una de ella, es que dado que el P/E tiende a ser manipulado contablemente, el P/S muestra un resultado más veraz. Las ventas son mucho más difíciles de alterar que las ganancias netas. Otra razón es que luego del boom en Internet, los inversionistas buscaron formas de evaluar compañías con grandes potenciales, pero sin ganancias.

Por lo general un P/S menor que 1 debería ser un atractivo, ya que si por ejemplo una empresa que vende $100 millones y posee una valoración de mercado de $80 millones, es decir un P/S de 0.8, esto nos quiere decir, que uno puede comprar $1 de sus ventas por $0.80 centavos. Es muy probable que existan otras razones negativas que reflejen este valor, como por ejemplo que la empresa este perdiendo dinero, pero en algunos casos quiere decir que la empresa esta algo subvaluada.

- Price Sales Ratio(x)

Precio / (Ingresos Operacionales / Cant. Total de Acciones Calculada)

-De la Escuela Fundamental

- **EBIT (Earning Before Interest and Taxes)**[36]

Esta medida Financiera se define como los Ingresos menos los costos de los productos vendidos, costos generales y administrativos. En otras palabras, esta determinado por

las utilidades operativas y no operativas antes de deducirles los intereses e impuestos. Esta medida es generalmente usada para medir el desempeño de compañías con altos niveles de deuda y gastos de intereses.

EBIT ($)

Resultado Operativo Ordinario

- **EBITDA (Earning Before Interest Taxes Depreciation and Amortization)**[37]

Esta medida Financiera se define como los Ingresos menos los costos de los productos vendidos, costos generales y administrativos. En otras palabras esta determinado por las utilidades operativas y no operativas antes de deducirles los intereses e impuestos. Los gastos de Depreciación y Amortización no están incluidos. Es muy parecido al EBIT con la diferencia que al EBITDA se le suma tanto la Depreciación como la Amortización. El EBITDA es una medida muy utilizada para medir el flujo de caja de compañías que presentan bajos ingresos dados los altos costos de reestructuración, de capital o de adquisición. El EBITDA también es conocido como el Flujo de Caja Operativo.

EBITDA ($)

Resultado Operativo Ordinario + Depreciación y Amortización del Demostrativo de Flujo de Caja.

---

[36] Marketguide.com – Investing.
[37] Idem.

- **NOPLAT (Net Operating Profits Less Adjustable Taxes)**[38]

Este Indicador representa las utilidades operacionales de la compañía después de los impuestos ajustados.

NOPLAT ($)

EBITA – Impuestos sobre EBIT – Impuestos Diferidos

- **Margen Bruto (%)**[39]

El Margen Bruto nos muestra el valor total de las ganancias brutas con respecto a los Ingresos Totales. Esta medida se muestra en porcentaje. La obtenemos dividiendo el total de ganancias brutas entre el total de ventas y otros ingresos operativos para el cierre de año.

Margen Bruto (%)

Resultado Bruto / Ingresos Operacionales

- **Margen Operativo (%)**[40]

El Margen Operativo nos muestra el valor total de las ganancias operativas con respecto a los Ingresos Totales. Esta medida se muestra en porcentaje. La obtenemos dividiendo el total de ganancias en operaciones entre el total de ventas y otros ingresos operativos para el cierre del año.

Margen Operativa Ordinario (%)

---

[38] Yahoo! Finance – Financial Glossary.
[39] Invertia.com – Financieros.

Resultado Operativo Ordinario / Ingresos Operacionales

- **Margen Neto (%)**[41]

El Margen Neto nos muestra el valor total de las ganancias netas con respecto a los Ingresos Totales. Esta medida se muestra en porcentaje. La obtenemos dividiendo el total de ganancias netas entre el total de ventas y otros ingresos operativos para el cierre del año.

Margen Neto (%)

Utilidad Neta / Ingresos Operacionales

- **Capitalización de Mercado**

La Capitalización no muestra el valor que el mercado le da a la empresa. La obtenemos multiplicando el precio de la acción por el número total de acciones. Aquellas empresas cuyo precio de la acción es muy volátil, tienden a variar considerablemente su Capitalización.

Valor de Mercado ($)

Precio * Cant. Total de Acciones

---

[40] Idem.
[41] Idem.

Luego de haber expuesto las ideas básicas de valoración de empresas que nos servirán durante el desarrollo de toda la investigación, es importante determinar como enfocaremos las reacciones ex -ante y ex –post del proceso de F&A .

IV.8. Reacción Ex – ante del Mercado al Momento de la F&A

Es como se comporta el mercado (valor de las acciones si las empresas son publicas) ante la noticia o rumor de la adquisición. Esta reacción no solo toma en cuenta los costos y beneficios de la F&A sino la expectativa de que será de ésta. Se asume que en esta reacción, el mercado toma en cuenta el precio pagado, las sinergias que se pueden lograr y la eficiente integración de la gerencia.[42]

IV.9. Reacción Ex – post al Proceso de F&A

Es como realmente se comporta la F&A luego de finiquitada. Dicho análisis ex-post es un factor imprescindible en este tipo de operaciones, ya que te permite realizar un seguimiento de los diferentes resultados que arrojó el tipo de compra.[43]

---

[42] Copeland, Tom; Koller, Tim y Murrin, Jack; "*Valuation*"; John Willey & Sons, Inc. 2000; Pág. 112-114.
[43] Idem, Pág.114-115.

Muchos estudios se basan en la teoría de que las empresas tienen por objeto maximizar el valor de sus accionistas. Es por eso que durante el proceso de recolección de información, previo a la investigación, hallamos una cantidad considerable de trabajos que de una u otra forma, trataban de determinar la reacción del precio de la acción o sus retornos, sobre los accionistas como un indicador del desarrollo o desenvolvimiento de las empresas después de realizar una operación de F&A.

La mayoría de estos estudios, se basaron en el Modelo de Mercado según el cual se plantea estimar el valor de la empresa combinada, libre de influencias externas relativas al libre juego de la oferta y la demanda.[44] Este modelo surgió debido a que la evidencia empírica demostraba que el mercado era capaz de anticipar la F&A varios meses antes de que la operación fuese anunciada. La mayoría de estos proyectos de investigación realizaron investigaciones con grandes muestras, para lo cual definieron una regresión lineal con variables especificas en cada caso, tratando de llegar a conclusiones acerca del resultado del proceso de F&A sobre la riqueza de los accionistas, con el fin de determinar si estas operaciones tienden a maximizar el valor de los mismos.

La conclusión central a la que llegaron dichos trabajos, consiste en que en promedio a corto plazo, los inversionistas o accionistas de la empresa adquiriente reciben retornos negativos sobre sus acciones, y que los de la empresa objetivo por el contrario reciben retornos positivos. Esto se debe a que por lo general los inversionistas de la compañía

que compra reciben menos retornos con más riesgo, que los que hubiesen podido obtener invirtiendo en un portafolios de acciones en el mercado.

Además de haber expuesto las reacciones ex -ante y ex-post sobre las cuales nos fundamentaremos, es de suma importancia entender los factores o variables que juegan un papel primordial en el resultado de las fusiones y adquisiciones, ya que estos en muchos casos determinan el éxito o fracaso de dichas operaciones.

IV.10. Razones que pueden llevar una F&A al Fracaso:[45]

- Pago exagerado de primas.
- Gerencia Post-Merger deficiente.
- Acuerdo entre empresas no relacionadas
- Empresas con un core business débil.
- Cuando una empresa se fusiona por miedo a que ciertas amenazas externas la perjudiquen corre el riesgo de que dichos problemas sean transmitidos a la nueva empresa.
- El azar también juega un papel muy importante en el fracaso de una F&A. En un mercado en alza es más fácil de llevar a cabo una fusión, porque los beneficios en

[44] Sharpe, William; Alexander, Gordon, y Bailey Jefrey; "Investmens" ; Prentice Hall, Págs. 193-231.
[45] Idem, Págs.115-116

una economía pujante son mayores y porque el alto precio de las acciones le dan un mayor valor a las empresas, el cual aprovechan para utilizarlo a la hora de financiar sus adquisiciones.

- Las malas relaciones humanas entre los trabajadores de las compañías, en especial los dirigentes de altos rangos. Ninguna compañía puede tener dos jefes.[46]

Luego de haber examinado los factores que llevan a una operación de fusión al fracaso debemos ahondar sobre aquellos que por el contrario, influyen en que el proceso resulte de forma exitosa.

IV.11. Factores que Ayudan al éxito de una F&A:[47]

- Creación de Valor a la empresa dada la F&A: Si la fusión promete generar sinergias únicas que den valor extra a la fusión, el mercado reaccionará aumentando el precio de la acción.
- Pago de Primas bajas por la empresa adquirida: Aquellas empresas que pagan primas bajas son mucho más propensas a ver variaciones favorables en el precio de la acción.

[46] The Economist, "*How Mergers go wrong*", July 2000.
[47] Copeland, Tom; Koller, Tim y Murrin, Jack; "*Valuation*"; John Willey & Sons, Inc. 2000; Pág. 113-114.

- Desempeño financiero Favorable de la empresa adquiriente: Si la empresa compradora ha mantenido un desenvolvimiento financiero mejor al promedio, será más propensa a que el precio de su acción se vea afectada favorablemente a la hora del anuncio de la F&A.
- Gerencia Post-Merger eficiente.
- Acuerdo entre empresas relacionadas.
- Empresas con un core business fuerte.
- Las buenas relaciones humanas entre los trabajadores de las compañías, en especial los dirigentes de altos rangos.[48]

IV.12. Pasos Ex -Ante que Favorecen el Éxito de una F&A[49]

- Analizar los beneficios que puedan traer la F&A y comenzar a trabajar en ello.

- Fortalecer el negocio principal de la compañía captando nuevos clientes y complementando la línea de productos y servicios.
- Aprovechar al máximo las economías de escala, con el recorte de costos y eficiencia en la producción.
- Aprovechar el intercambio de tecnologías que pueden tener gran eficiencia en distintas etapas de la producción.

---

[48] The Economist, "*How Mergers go wrong*", July 2000.
[49] Idem.; Págs. 128-125.

- Identificar y estudiar al posible candidato.

En este punto se quiere resaltar que la empresa debe ser activa en la búsqueda de posibles candidatos para adquirir o fusionarse en lugar de esperar a que alguna se ofrezca o que un banco de inversión le presente una.

-Evaluar profundamente los candidatos más prometedores así como el valor agregado a obtener gracias a las posibles sinergias.

.El estudio debe ser desde todas las perspectivas posibles, incluyendo el desenvolvimiento de la empresa a lo largo del tiempo (sobre todo en los años más recientes), tomándose en cuenta una visión general de lo que opinan la mayoría de los analistas acerca de la empresa y monitorear el buen funcionamiento de la gerencia del momento. Además de identificar y evaluar todas las sinergias posibles, hay que tomar en cuenta el tiempo necesario para que éstas sean efectivas. Tampoco se debe olvidar el impacto que generaría la reacción de la competencia a la hora de llevar a cabo la F&A. Igualmente se debe identificar y evaluar las sinergias que le generarían a la competencia si realizase la misma compra. Dado el caso que las sinergias a obtener por la competencia sean mayores, muy probablemente no se logre ganar la oferta por la compañía.

- Proceso de contacto, discusión y negociación.

Una vez hecho los análisis de los candidatos, llega la hora de hacer los respectivos contactos de los mejor calificados. En muchos de los casos, los candidatos no desean ser

comprados por diferentes motivaciones. Si la empresa es publica, tiene pocas defensas y la situación financiera lo permite, puede realizarse una compra hostil, pero esta forma de adquisición no es la mas adecuada, ya que trae dificultades en la integración de la gerencia y el precio a pagar se eleva.

Una vez tomado en cuenta estos puntos, es bastante probable estar en una buena posición en el logro de la adquisición.

Existen ciertos puntos a seguir que ayudan a lograr un post-merger exitoso:

- Definir el modelo de negocio: Aquí lo que se busca es focalizarse en una dirección estratégica única, desarrollar un nuevo modelo operativo e identificar y aplicar las ventajas comparativas obtenidas de las sinergias.

- Resolver los conflictos e incertidumbres reinantes después de la F&A: Para ello se debe determinar rápidamente la alta directiva que manejara la compañía. Esto se hace para evitar que se creen conflictos de rivalidades que afecten la compañía. Identificar los mejores gerentes existentes para asignarles los nuevos planes y evitar perderlos. Comunicarse frecuentemente con los empleados e informarles de los que esta sucediendo para así eliminar la incertidumbre existente y lograr un enfoque hacia la productividad y eficiencia de la compañía.

Además se debe justificar el pago hecho por la adquisición logrando el adecuado funcionamiento gerencial y productivo de la empresa. Logrando llevar a cabo las sinergias esperadas, que justificaban la compra de la compañía.

- Dar respuesta a los agentes externos: Se debe mantener al tanto a los entes reguladores para así tenerlos tranquilos de que el proceso se esta llevando con todo orden. Se le debe comunicar a los accionistas e inversionistas (si la empresa es pública) de los planes y beneficios que le dará a la empresa la nueva adquisición. Por último, el proceso debe ser informado a los clientes, en especial a aquellos clientes claves, dándoles a conocer igualmente los beneficios que les aportarán con la negociación.

En general, la velocidad con que se lleva a cabo la F&A es sumamente importante. Mientras mejores flujos de caja se logren en menor tiempo, mejores serán las perspectivas de valoración.

V. CASOS DE ESTUDIO

Casos de Estudio

V.1. Entorno Económico

Comenzamos con una robusta economía para 1996 en los Estados Unidos. Esta combinaba un sólido crecimiento, baja inflación, ningún aumento de intereses por parte de la Reserva Federal y unas ganancias corporativas muy saludables. Este conjunto de factores se convertía en un paraíso para los inversionistas de Wall Street.

Para el año 1997, la economía americana revelaba un fuerte 3,7% de crecimiento, baja inflación del 2%, 4,6% de desempleo, bajas tasas de interés, fuertes ganancias para las compañías y un indetenible mercado accionario hacia el alza. Estas características crean en el año 1997 un increíble ambiente para la inversión y desarrollo. Podemos decir que 1997 continúa, y hasta mejora, la increíble trayectoria sucedida en 1996. Por el lado Europeo, el crecimiento para el año 1997 rondaba el 3%, el cual era bastante alentador, y el consumo interno estaba relativamente fuerte con lo cual se contrarrestaba la desaceleración en las exportaciones acontecidas por la crisis asiática.

En 1998, acontecimientos como el temor de una crisis financiera en Brasil, las caídas de las economías de Alemania y el Reino Unido y la profunda depresión por la cual Japón atravesaba, no lograron detener el crecimiento económico de los Estados Unidos. Pero

ya esta economía comenzaba a desmejorar su increíble desempeño de los años anteriores. Se anunciaron 678.000 despidos aunque la tasa de desempleo disminuyó a un 4,3% en Diciembre, llegando a estar en el mínimo valor en 28 años. Los sueldos aumentaban rápidamente, mientras la inflación se mantenía estable. El mercado accionario tocaba nuevos récords en Enero, a pesar de que las ganancias de las compañías estaban estancadas.

V.2. Caso Boeing - McDonnell Douglas

V.2.1. Entorno

Durante los años 90's debido al fin de la guerra fría ocurrieron numerosas fusiones de empresas de defensa. En 1993, el Pentágono anunció a las más importantes empresas de este sector, que su presupuesto iba a ser cortado a la mitad por lo que la industria debería adaptarse a esta nueva realidad. Por esta razón, dicha industria se consolidó en 9 empresas de defensa de un total de 32.[50] El estudio del siguiente caso consta de la fusión de una gran empresa de aviación civil, Boeing, con otra gran empresa de defensa, McDonnell Douglas.

V.2.2. Características Principales de cada empresa antes de la Fusión

-Boeing

Boeing fue establecida en 1916. Después de llevar una larga trayectoria de crecimiento y éxitos, Boeing estaba preocupada, dados los nuevos tiempos, en seguir dependiendo de los ingresos cíclicos que generaban el mercado de aviones comerciales. Por este motivo, busca diversificarse para poder ser un actor importante en el mercado de la aviación militar y poder estabilizar sus ingresos. Es así como decide en un primer lugar adquirir la mayor parte de la empresa "Rockwell Internacional" la cual era una empresa de mediana estatura en el área de defensa. Finalmente decide comprar una empresa mucho más grande, "McDonnell Douglas", para así crear la segunda empresa de defensa y el grupo aeroespacial más grande del mundo.

Antes de la fusión Boeing contaba con 120.000 empleados, ingresos por más de 19.5 billones de dólares siendo la tercera empresa exportadora de los Estados Unidos y estaba ubicada en Seattle/Puget Sound Area en el Estado de Washington, U.S.A. Phil Condit era el entonces CEO.[51]

---

[50] Economist, Building a new Boeing, 10 Agosto 2000.
[51] CNN; McDonnell Douglas; Boeing announce merger plan; 15 Diciembre 1996.

- McDonnell Douglas

McDonnell Douglas se crea después de la fusión ocurrida en 1967 entre la compañía "California's Douglas Aircraft" la cual producía jets de uso civil con la compañía "McDonnell", uno de los líderes en la fabricación de aviones militares.[52]

Los resultados de dicha fusión no fueron para nada alentadores. Nunca lograron acoplarse bien dichas empresas. Los trabajadores de la antigua Douglas Aircraft se sentían ignorados y menospreciados por los empleados de la empresa militar McDonnell.

Antes de la fusión con Boeing, McDonell Douglas contaba con 63.000 empleados y estaba ubicada en St. Louis, Missouri, U.S.A. Harry Stonecipher era su CEO.[53]

V.2.3. Razones para la Fusión

En 1996 ocurrió un hecho que hizo encender el interés por una fusión entre Boeing y McDonnell Douglas. El departamento de Defensa Americano estaba llevando a cabo un proyecto para el desarrollo y producción del Joint Strike Fighter (JFS) el cual significaba un contrato de aproximadamente 300 billones de dólares para el ganador. McDonnell Douglas ya había perdido la opción para participar en la licitación lo cual fue un gran

golpe para la empresa.[54] Además de esto, McDonnell Douglas venia presentando una caída en sus órdenes de jets comerciales y a esto se le sumó el paro en el desarrollo de nuevos modelos. El panorama para McDonnell Douglas no era nada alentador. Por el lado de Boeing, éste quedó para competir con Lockheed Martin en el desarrollo del JFS, pero el Departamento de Defensa tenía sus dudas en que Boeing fuese a utilizar técnicas de producción de aviones comerciales para bajar el costo del JFS. Es por esta razón que Boeing, queriendo y necesitando ser más competitivo en el área de defensa, buscar una empresa especializada en dicho negocio como lo era McDonnell Douglas.

Otra razón de suma importancia para la fusión, fue que Boeing quería diversificar su negocio de aviones comerciales que era sumamente cíclico y por tal motivo busca otras áreas de negocios, como la industria de defensa, para estabilizar y aumentar sus ingresos. [55]

En 1995 Boeing había tratado de llegar a un acuerdo con McDonnell Douglas, pero no lograron fijar un precio interesante para ambos. Un año mas tarde volvieron a intentarlo sin éxito y quedaron en negociar una vez más, pero cuando Boeing terminara la compra de la empresa Rockwell.

---

[52] Boeing.com; History.
[53] Idem
[54] Boeing.com; News.
[55] Economist; Building a new Boeing; 10 Agosto 2000.

Por su parte McDonnell Douglas preparó un plan de contingencia dado el caso de que no se lograra ningún acuerdo con Boeing. Este plan consistía en adquirir las divisiones de defensa de Hughes Electronics y Texas Instruments.

Llegado el momento de la nueva negociación, Boeing tenia dos opciones, lograr un precio que le conviniera y que le pareciera atractivo a McDonnell Douglas o dejar que ésta comprara las divisiones de defensa de Hughes Electronics y Texas Instruments. Este segundo escenario convertiría a McDonnell Douglas en una empresa sumamente cara, para que Boeing pudiese hacer una nueva oferta futura. Sin McDonnell Douglas la oportunidad de ganar la licitación por el JFS se aminoraría.[56]

V.2.4. Términos del Acuerdo

El 15 de Diciembre de 1996 Boeing y McDonnell Douglas anuncian planes de fusionarse para crear la compañía aeroespacial más grande del mundo cuyo nombre seria "The Boeing Company".[57]

Luego de haber llegado a un acuerdo en el precio de compra, el siguiente paso difícil seria cumplir con todas las regulaciones y lograr convencer tanto al Federal Trade Commision (FTC) como al European Commission (EC) en aprobar la fusión.

El tipo de compra fue amistosa, en otras palabras, fue una fusión cuya manera de pago fue un intercambio accionario donde los accionistas de McDonnell Douglas recibían 0.65 acciones de Boeing por cada acción de esta compañía. Para el momento de la fusión la nueva compañia estaba valorada en $US 48 billones aproximadamente.[58] A nivel gerencial, Phil Condit mantendría el puesto de Chairman y CEO de la nueva compañía, mientras que Harry Stonecipher antiguo CEO de McDonnell Douglas asumiría el cargo de Presidente y COO.

V.2.5. Trabas Regulatorias para la Fusión

Por lo general todas las fusiones presentan trabas regulatorias, pero cuando se trata de empresas relacionadas con el área de defensa y milicia, dichas trabas se multiplican. A Boeing y a McDonnell Douglas le tomó casi un año, desde su anuncio el 15 de diciembre de 1996 hasta agosto de 1997, en lograr satisfacer todas las regulaciones exigidas tanto por el FTC como por la EC.[59] Como estrategia ambas empresas buscaron a un ex oficial del Pentágono, Paul Kaminski, para que los asesorara en cómo convencer a dicho departamento de que la fusión no presentaria riesgos mayores.

---

[56] Economis; Building a new Boeing; 10 Agosto 2000.
[57] CNNfn.com; Boeing deal good for all; 16 Diciembre 1996.
[58] CNNfn.com; Boeing, MD to merge; 16 Septiembre 1996.
[59] FTC.com; Joint Statement (Boeing/McDonnell Douglas)

El plan de Kaminski consistió en dividir a Boeing en dos divisiones, una dedicada a Información Espacial y Sistemas de Defensa, y otra como Grupo Boeing de Aviones Comerciales.[60]

V.2.6. Desenvolvimiento Post-Fusión

- Año 1997

En 1997 Boeing tuvo que luchar fuertemente en el área de aviones comerciales y no en el área de defensa como se había pensado. Boeing para mantener su posición dominante sobre Airbus, el otro gran coloso en la producción de aviones comerciales, bajo los precios de sus jets civiles en un momento de crecimiento en la demanda. Esta movida trajo como consecuencia un aumento aún más fuerte de la demanda de aviones comerciales, la cual no podía ser suplida ni por la planta ubicada en Seattle ni por los suplidores de partes de Boeing.[61] Todo esto se tradujo en la venta de aviones a bajo precio cuya producción era más costosa de lo normal por la falta de partes las cuales debían ser conseguidas a como de lugar y por supuesto a un mayor precio. Además de esto, ocurrieron demoras en las entregas de los pedidos quedando Boeing mal frente a sus clientes, aparte de las altas multas aplicadas por dichas demoras.[62] A la final Airbus termina obteniendo la mitad del mercado después de venir de principios de los 90's con

[60] Economist; Building a new Boeing; 10 Agosto 2000.
[61] BusinessWeek Online; A Test of Faith for Boeing's Believers; 25 Septiembre 2001.
[62] Economist, Bouncing Boeing, 11 Enero 1998.

solo un tercio de participación. Podemos observar claramente como esta crisis de producción hizo bajar las ganancias brutas a su nivel más bajo en el período 1995-2000, llegando a estar en $US 5.156 millones. A pesar de que los ingresos totales aumentaron para este año 1997, los costos de productos y servicios lo hicieron en mayor proporción (de $US 45.800 M. a $US 56.154 M. para las ventas y otros ingresos operativos y de $US 40.644 M. a $US 50.492 M. para los costos de servicios y productos). Además de la disminución de las ganancias brutas, el incremento en los gastos operativos hizo disminuir aun más las ganancias operativas para llegar a una pérdida de 256 millones. Estos gastos especiales se deben en gran parte a los cambios estructurales que se producen en una fusión de tal magnitud.

Al parecer el proceso de la fusión distrajo a la nueva empresa de enfocarse a realizar y vender aviones que le fuesen rentables. Esto lo negaba Stonecipher, ahora como nuevo presidente de Boeing, argumentando que esos planes ya los tenían pensados para contrarrestar la entrada al mercado americano del A320 de Airbus que competía directamente con el 737 de Boeing. Para Stonecipher la crisis de producción habría ocurrido si se hubiese o no dado la fusión.

- Año 1998

Durante la gran crisis en la producción de aviones comerciales, Boeing decide reemplazar al entonces jefe de ventas de dicha división, Ron Woodard por Alan Mulally,

específicamente el 1 de Septiembre de 1998 toma el mando. Alan logra introducir con éxito el Boeing 777 y luego de la fusión es colocado al mando de la división de defensa.

Para el año 1998 Boeing continuaba teniendo problemas provenientes de la crisis de producción que venían desde el año anterior. El boom en la demanda de aviones comerciales, ocurrida en 1997 y parte de 1998, no pudo ser aprovechada por Boeing dada la insuficiente capacidad en sus plantas y por los bajos ingresos por avión, los cuales se habían reducido significativamente debido a la guerra de precios.

Ahora el panorama se tornaba aún peor, ya que con la crisis asiática la demanda de aviones comerciales comenzaba a mermar. En un primer momento esto parecía ser un alivio para Boeing, ya que le daba más capacidad a sus plantas que estaban a full producción. Pero la crisis estuvo peor de lo esperado por lo que gran número de órdenes de producción fueron canceladas.[63] Esta incertidumbre y panorama poco alentador se ve reflejado en una fuerte caída en el precio de la acción a su nivel más bajo del período 1995 – 2000, llegando a estar a 29$ el 31 de Agosto de 1998. Como podemos observar en la capitalización de mercado de Boeing, 1998 fue el peor de los años en estudio llegando a estar al cierre del año fiscal en $US 31.545,11 M. Esto se traduce a una disminución de $US 20.038,16 M de su capitalización desde el año 1996 ($US 51.583,28 m) y de $US 15.929,16 M desde 1997 ($US 47.474,27 M), 38,84% y 33,55% respectivamente.

Como mencionamos para el año 1997, uno de las consecuencias más graves después de esta crisis fue la pérdida de mercado por parte de Boeing, la cual se debió, en gran parte, a la demora en el cumplimiento de los contratos que hizo disgustar a muchos de sus grandes y pequeños clientes. Esta crisis fue aprovechada inmediatamente por su archirival Airbus, quien para principios de los años 90 poseía solo un tercio del mercado de aviones comerciales y para el año 1998 su participación era de un 50%, igualando así a Boeing.[64]

Una de las preocupaciones de Boeing tras la caída en el precio de sus acciones es que podría ser adquirida por otra empresa. A los niveles que estaba Boeing la posibilidad de una compra hostil era factible, dijo el Sr. Condit, y que uno de los objetivos principales de la empresa era lograr subir el precio de las acciones a sus antiguos niveles, rondando los $US 60 por acción.[65]

Pero no todo el año 1998 fue tan negativo. Ya para el último trimestre del año, Boeing bajo la nueva dirigencia en el área de aviones comerciales, comenzaba a recuperarse obteniendo unas ganancias netas de $US 465 M. Esto vino seguido de un despido de 50.000 trabajadores que tendría como consecuencia una fuerte reducción en los costos. El despido se dio en parte como anticipo a la deprimida economía asiática que afectó a

---

[63] Economist; Boeing woeing; 6 Agosto 1998.
[64] Economist; A boom ends?; Enero 15 1998.

todo el globo y cuyo momento de recuperación aún era incierto. Se temía una fuerte baja en las órdenes de aviones comerciales.

- Año 1999

El peligro de Boeing de ser presa de otra empresa que pudiese comprarla, dado su bajo precio en comparación a lo que valían sus activos, se había esfumado prácticamente para el año 1999.[66] Se había logrado una considerable mejora en las ganancias netas para llegar a más de $US 2.3 Millardos al cierre del año fiscal, el doble del año anterior, lo cual se vio reflejado en el mercado por un aumento en el precio de la acción de casi 30%. Estas mejoras en las ganancias netas se debieron en gran parte a la nueva estructura llevada a cabo por la gerencia, encabezada por el Sr. Condit, Harry Stonecipher y Mulally, la cual se enfocaba en la eficiencia dada la reducción de costos. Estas mejoras las podemos observar claramente comparando la ganancia bruta con la ganancia operativa, donde a pesar de que ambas aumentaron sustancialmente, la ganancia operativa lo hace en mayor proporción debido a la reducción de gastos. Vemos como la ganancia operativa prácticamente se duplica pasando de $US 1.567 M. en 1998 a $US 3.170 M. en 1999, mientras que las ganancias brutas aumentan considerablemente pero en mucha menor proporción pasando de $US 5.662 M. en el año 1998 a $US 6.673 M en el año 1999 (casi un 20% de aumento).

---

[65] Economist; Fearful Boeing; 25 Febrero 1999.
[66] Boeing.com; News.

Prácticamente todo parecía haber mejorado, las ganancias brutas, operativas, netas, los márgenes de utilidad, y la economía mundial y en especial la Americana, la cual se encontraba en un buen momento.

Boeing ya no era quien podía ser comprado, ahora era esta compañía quien estaba comprando la división espacial y satelital de Hughes Electronics por $US 3.75 millardos como parte de su estrategia para incursionar más agresivamente en el negocio de información y comunicación aeroespacial.

Otro factor a favor en la nueva manera de manejar el negocio de Boeing fue su gerencia financiera. En años pasados, Boeing mantenía el descontento entre los inversores de Wall Street, dada la cantidad de fallas a la hora de estimar sus ganancias. Ahora el control financiero era mucho más rígido, lográndose así la credibilidad financiera nuevamente. La nueva directora en finanzas de Boeing, Deborah Hopkins, provenía de General Motors.[67]

- Año 2000

Comenzando el período del año 2000 podemos mencionar el desarrollo de una fuerte huelga. Dicha huelga, representada por los ingenieros de alto nivel de la empresa, trajo

[67] Boeing.com; News.

como consecuencia una caída en las ganancias y con esto un deterioro en el precio de la acción.[68]

Por el otro lado, uno de los principales objetivos de la empresa para este período fue mantener y mejorar la reducción de costos. Una parte de esta reducción se llevó a cabo mediante la disminución aún mayor de personal. La idea era aumentar la productividad de los trabajadores, es decir, menos trabajadores por avión construido. La otra forma de reducción de costos era mediante el cierre de ciertas plantas. Con esto se buscaba utilizar menos plantas, pero a full capacidad.

Esta reducción de costos la podemos observar claramente comparando el margen bruto en el período, que luego de haber caído considerablemente hasta su punto más bajo en 1998, nos muestra una recuperación sostenida pasando de 10,08% para ese año a 11,51% y 14,83% para los años 1999 y 2000 respectivamente.

Pero el margen que buscaba Boeing y el que esperan los inversionistas todavía estaba lejos de los obtenidos. La empresa espera aumentar dichos márgenes con los nuevos negocios que ha estado desarrollando y cuyos márgenes de por sí son más altos. Para la época todavía Boeing generaba el 60%, de sus $US 51.3 millardos en ventas, de su negocio de aviones civiles. Dicho porcentaje espera reducirlo paulatinamente.[69]

---

[68] Economist; The slow death of Boeing man; 16 Marzo 2000.
[69] Boeing.com; News.

Este año, el desenvolvimiento de la acción fue bastante sorpresivo al aumentar casi un 60% durante el período del año 2000. Este aumento es de gran magnitud para una empresa del tamaño y del tipo de industria a la cual pertenece Boeing. Dicho aumento en la acción se ve reflejado en la capitalización de mercado al cierre del año, $US 57.127 M., la cual termina siendo la más alta del período en estudio (1995-2000). Un aumento tan fuerte de la acción nos da a ver como los inversionistas recuperaron la confianza y expectativas positivas en la empresa y el sector. Aún queda mucho por ver en el desenvolvimiento de Boeing como una nueva empresa dados los nuevos negocios que ha estado preparando. Estos nuevos negocios prometen nuevos ingresos con mayores márgenes y una diversificación que le dará una mayor estabilidad a la empresa en su flujo de caja.

V.2.7. Otras Consideraciones

- Transformaciones Claves y nuevos negocios Post-Fusión

Uno de los más importantes cambios que decide hacer Boeing, luego de la fusión, es crear una tercera división además de las dos que se habían formado dada la separación que se decidió realizar para satisfacer los requisitos del pentágono. Esta tercera división encargada del espacio y mercados de comunicaciones realizaría actividades como

lanzamiento de satélites y además proveer acceso de transmisión de data para las aeronaves por medio de dichos satélites.

Boeing comienza entonces a cambiar de ser prácticamente un productor de aeronaves comerciales a competir con igual fuerza en el área de defensa y en el área de servicios de comunicaciones espaciales. A consecuencia de esto, Boeing tendría 3 tipos de cliente, el gobierno para lo referente a defensa, el gobierno y privados para negocios espaciales, y las aerolíneas, cuya tendencia es a la privatización, para los aviones comerciales. Cada uno de estos clientes presenta distintas necesidades las cuales serian nuevos retos para la empresa.[70]

Además de esta movida, Boeing se percata del potencial que tiene en conocimientos técnicos y de servicios que pudiese ofrecer a todos sus clientes. Muchas pequeñas y grandes empresas son muy productivas prestando servicio técnico y de mantenimiento a los productos que hace Boeing, e incluso obtienen mayores márgenes que el mismo Boeing al vender sus productos. Es entonces que la empresa decide incursionar en esta área para obtener nuevas fuentes de ingresos.

Otro nuevo negocio que nace luego de la fusión fue dentro del área de aeronaves comerciales. Consistía en ofrecer servicios de comunicaciones de banda ancha, mediante la utilización de satélites, a las líneas aéreas en sus aviones. Este nuevo

negocio se afianza con la compra del departamento de espacio y comunicaciones de Hughes Electronics quien es uno de los líderes en la comercialización de satélites.[71]

Por ultimo, el control del tráfico aéreo mediante la navegación por satélites le ofrece a Boeing otro posible medio de ingresos. Los altos costos de mantenimiento por parte del gobierno para el control del trafico aéreo han provocando la privatización del mismo. Por esta razón Boeing ve una gran oportunidad en participar en este negocio dadas las ventajas comparativas que presenta.

En general el punto más importante para Boeing luego de su fusión con McDonnell Douglas y de los cambios en la gerencia y reestructuración fue la diversificación del negocio. A pesar de que el negocio de aviones comerciales seguiría siendo su principal fuente de ingresos, este ya no tendría tanto peso en el total.

El factor luego de la fusión que le permitió a Boeing consolidar y utilizar todos sus conocimientos del gran conjunto de divisiones que presentaba para prestar los diferentes servicios innovadores que mencionamos, se le denominó "Phantom Works".

El "Phantom Works" era el antiguo centro de desarrollo e investigación (R&D) de McDonnell Douglas. Condit y Stonecipher deciden mantenerlo, pero ahora no solo para

---

[70] BusinessWeek Online; A Test of Faith for Boeing's Believers; 25 Septiembre 2001.
[71] Economist; A new kind of Boeing; 20 Enero 2000.

McDonnell Douglas sino para la nueva compañía. A partir de entonces, el "Phantom Works" seria el gran foco integrador.

Para el Sr. Condit, el Phantom Works como integrador de la fusión, no le convencía. Ni siquiera estaba en los planes post-fusión. Pero igualmente se llevó a cabo y con el tiempo los resultados fueron muy alentadores, ya que además de ser un excelente integrador, generaba grandes avances tecnológicos que ayudaban mucho a todas las divisiones de la compañía en el desarrollo de proyectos a corto, mediano y largo plazo. Contaba con 4.500 empleados aproximadamente de las tres empresas en conjunto, Boeing, McDonnell Douglas y Rockwell.[72]

V.3. Caso Citicorp - Travelers

V.3.1. Entorno

La consolidación en el sector bancario es innegable para el período en estudio 1996-2000, nada más es suficiente ver a los grandes acuerdos anunciados para dicha época como: Citicorp/Travelers Group; NationsBankCorp./BankAmericaCorp.; Banc One Corp. And First Chicago/NBD Corp.; y Norwest Corp./Wells Fargo & Co. Es por eso que en la última década se ha discutido mucho el tema acerca de las llamadas "mega-

fusiones" en la industria bancaria, ya que se ha presenciado una gran explosión en el número y en el tamaño de dichas fusiones en los últimos años.[73] Los Estados Unidos tiene más del doble de bancos per cápita en comparación con las otras naciones industrializadas, es así como se puede decir que el proceso de consolidación en este país todavía tiene un largo camino que recorrer

Desde principios de los años ochenta las fusiones han contribuido a la caída en el número de bancos en los Estados Unidos, de 15.000 a 9.000 aproximadamente.[74] Es importante recalcar que esta merger manía como otros la denominan no solo se limita a la industria financiera. Las fusiones y adquisiciones alcanzaron un récord de $957 billones en el año 97 y de $1.5 trillones en al año 98.[75]

Según Thomas K. Brown, las fusiones y adquisiciones bancarias son movidas por factores racionales e irracionales. Las fuerzas racionales empujan la consolidación del sector, incluyendo una desregulación gradual de la industria que ha venido experimentándose desde mediados de los años setenta. Ya no más, protegidos por barreras geográficas artificiales, los bancos ahora deben competir en un mercado abierto en donde solo los más fuertes sobrevivirán.

---

[72] Economist, Building a new Boeing, 10 Agosto 2000.
[73]Kramer Robert; Chief Litigation II Section; Antritust Division; U.S. Department of Justice, Washington, D.C.; April 14, 1999.
[74] Según cifras oficiales del NIC Data Base; Board of Governors of the Federal Reserve System.
[75] News and Letters Editorial ,*Capitalism´s Merger Mania; 1998.*

Pero los factores irracionales también juegan un importante papel a la hora de tomar la decisión de llevar a cabo una fusión. Mucho de lo que pasa en las estrategias de las industrias es una especie de juego de "quién puede superar a quién". A este grupo de pensamiento lo mueven varias teorías, la más notable entre ellas es la de la idea de que mientras más grande es una compañía mejor, y la de que los consumidores quieren satisfacer todas sus necesidades financieras en un mismo lugar, o a través de un mismo proveedor. Muchos estudios empíricos refutan estas dos teorías, lo que sugiere que muchos de los acuerdos de F&A se basen en falsos supuestos. El deber de los directivos es tratar de separar las motivaciones racionales de las irracionales, ellos deben asegurarse que están realizando el trato por las razones correctas. [76]

Por otro lado, la pesada regulación que se ejercía sobre el sector bancario había venido actuando como una especie de escudo para proteger ciertas organizaciones ineficientes y mal manejadas. El régimen que venía operando desde 1930 no fue un error para la época, el país estaba en crisis, había la necesidad de hacer algo rápido, y es por eso que se pasaron una serie de leyes bancarias con el fin de lograr la confianza del público en los bancos. Este régimen funciona bien hasta finales de los años 60, cuando entró en ciertas dificultades debido en gran parte a que las tasas de interés doblaron sus dígitos. Es así como los bancos comenzaron a ver como iban perdiendo sus mejores mercados, debido a la existencia de instituciones no bancarias en el sentido legal pero que ejecutaban muchas de las funciones de los bancos de tal manera, que las hacían más

[76] Brown, Thomas K., *Strategists or Lemings*, Forbes, 1998.

atractivas para los consumidores. Y es así como tenemos que el mercado monetario y el de los fondos mutuales aparecieron y tomaron muchos de los mejores depositantes de los bancos, haciendo que estos perdieran poder sobre sus clientes. [77]

Así pues el más importante factor para la consolidación del sector bancario ha sido la gradual desregulación que ha venido experimentando dicho sector desde mediados de los años setenta. Ahora en un ambiente menos regulado, aquellas compañías ineficientes que sobrevivieron gracias a las fuertes regulaciones que existían antes, se convirtieron en presas para las firmas bancarias más fuertes, un proceso que según el analista Dick Fredericks ha sido denominado como "Darwinian Banking". [78]

Así las innovaciones como el descubrimiento del mercado de papeles comerciales y los fondos mutuales, finalmente abrieron sus puertas a productos y a desregulaciones geográficas, elevando de esta manera la competencia entre los jugadores pertenecientes al sector financiero.

Finalmente, existen otras razones que contribuyeron a esta ola de fusiones bancarias, entre las cuales podemos acotar que, muchos de los adquirientes estuvieron también influenciados en vender por los altos niveles absolutos de sus precios en los stocks, de sus price/earnings ratios, y price books múltiples. Los stocks bancarios para el período

---

[77] Halverson, Guy*; Big Mergers= Big Banks= Bigger Fees*; Work & Money; 1998.
[78] James, Ingle, *Mergers in the Banking Sector*, Business Week, 1998.

en cuestión, presenciaron un mercado alcista dentro del contexto de un mercado igualmente en alza para las acciones estado unidenses en general. Muchos vendedores se dejaron influenciar por la creencia de que esa mejora no sobrepasaría los niveles hasta ahora alcanzados, esta creencia se mantuvo hace cinco años atrás, por el contrario desde entonces los stocks bancarios han continuado experimentando alzas. Además, el declive histórico en los intereses en los últimos 18 años ha hecho que bajen las tasas de retorno libres de riesgo y los costos de capital para las adquisiciones. [79]

V.3.2. Características Principales de cada empresa antes de la Fusión

- Citicorp

A principio de los años 90, Citicorp era el segundo banco comercial más grande de Estados Unidos luego del Chase Manhattan Corp, y el más destacado distribuidor de tarjetas de crédito a nivel mundial. Citicorp estaba experimentando problemas de insolvencia financiera, causados por malos préstamos otorgados en Latinoamérica y en el Estado, problemas que amenazaron con hundir la compañía. Además, Citicorp y otros grandes

Bancos que se encontraban en esta misma peligrosa posición, fueron ayudados a reponerse de esta larga crisis, gracias a un ambiente generoso de tasas de interés,

[79] Idem.

construido por el Presidente de la Reserva Federal para la época, Alan Greenspan. Él mantuvo las tasas de interés bastante bajas, permitiendo prestar a tasas más altas mientras trabajaran para deshacerse de los malos préstamos. Citicorp eventualmente se recuperó y para mediados de los años 90, había emergido como uno de los bancos más competitivos y rentables en el país, enfatizándose en su negocio de consumo global, que incluía servicios como tarjetas de crédito y cuentas de ahorro, y disminuyendo su participación en los negocios domésticos al por mayor como los prestamos corporativos. Antes de la fusión Citicorp era uno de los bancos de mayor envergadura global y tenía más de 20 años construyendo canales de distribución global para sus servicios financieros.[80]

- Travelers

Por su lado Travelers era la más grande compañía Property-casualty y aseguradora de vida en los Estados Unidos, era un conglomerado financiero que ofrecía servicios de seguros e inversión, pero estaba eventualmente fuera de los mercados globales. Travelers era una empresa que quería lograr un impacto en el ámbito mundial, es por ello que en Septiembre de 1997, compra a Salomon Brothers por 9 billones de dólares, convirtiéndose en la tercera compañía de corretaje a nivel mundial. Travelers tenía dos grandes unidades en Atlanta: Robinson-Humphrey en Buckhead y Primerica Financial Services en Duluth, además de contar con Salomon Smith Barney, Salomon Smith

[80] Mark, Sirower; *The Biggest Umbrella of Them All*, Fortune, 1997.

Barney Asset Mangement, Travelers Life & Annuity, Primerica Financial Services, Travelers Property Casualty Corp. y Comercial Credit.[81]

V.3.3. Razones para la Fusión

Según los directores ejecutivos de la nueva empresa Citigroup, la verdadera motivación de esta fusión fue la de poder cruzar servicios financieros a través de la afiliación de compañías de banca, inversión y seguros y de esta manera generar incrementos sustanciales en los ingresos y disminuir los costos. Se ofrecería una gran gama de productos y servicios creando un supermercado de servicios financieros capaces de brindar servicios cruzados de banco de inversión y seguros, tales como cuentas de ahorro y corrientes, tarjetas de crédito, cheques, hipotecas, acciones o valores, bonos suscritos (bond underwriting), seguros para autos, propietarios, y de vida, manejo de activos, asesoría en fusiones y adquisiciones, préstamos comerciales, títulos derivados, fondos mutuales e intercambio comercial extranjero, para así lograr un alcance realmente global, y proveer a los consumidores de "one-stop shopping". Los consumidores eventualmente podrán obtener en un mismo sitio, todo esto con tan solo una llamada telefónica o visitando a una de las sucursales de Citigroup. Ambas compañías creyeron que con la fusión lograrían expandir su base de clientes. Esta fusión gracias al cruce de ventas que pretende lograr, convertirá a Citigroup en una de las

[81] Idem.

empresas más competitivas del mercado financiero, dará a la nueva compañía la oportunidad de bajar los honorarios a los consumidores a través del alza en los volúmenes en operaciones, más la habilidad de invertir en nueva tecnología que hará a largo plazo que los costos bajen.[82]

Según Marcus Alexis, Profesor de economía en Northwestern University, antiguo Presidente de la junta del Banco de la Reserva Federal de Chicago, y según Rodgin Cohen, socio de Sullivan y Cromwell una firma Neoyorkina , (ambos analistas financieros) las razones por las que Citicorp y Travelers quisieron fusionarse son: la demanda de tecnología, que esta siempre creciendo, las presiones competitivas en el mercado doméstico, la globalización de los mercados financieros, la homogenización de los productos financieros, la demanda de los consumidores, los cuales para el momento de la fusión querían obtener un rango amplio de servicios financieros en una sola institución, las economías de escala que surgen de cruzar los productos y servicios que ambas compañías ofrecen.

El éxito o el fracaso de esta fusión o de este supermercado de servicios financieros, dependerá en gran medida en cuan bien las dos compañías logren integrar información tecnológica, porque hasta el momento ambas tienen sistemas muy diferentes. Para alcanzarlo debían, primero mantener dos comercios primarios, fuerzas de ventas y escritorios comerciales, e integrar las dos empresas lo más que se pueda. Una vez que

[82] The Michigan Daily Online ; *Citicorp Tavelers agree on Merger*; 7 de Abril de 1998.

los sistemas se hayan fusionado, los costos en futuros desarrollos para Internet, y en los sistemas de transacciones u otras capacidades serán compartidos. Las compañías podrán de igual manera combinar sistemas de contabilidad, cuentas, mercadeo y ventas, para así lograr grandes ahorros.

Esta fusión creó una gran firma, pero todavía debían hacer algo con lo que habían formado al fusionarse, ahora el gran desafió era manejar un conglomerado de servicios financieros como el que habían creado, añadiendo un nuevo sistema de ventas al detalle o al por menor y expandiendo las inversiones bancarias al mercado internacional. Además debían estar conscientes que habían combinado dos compañías con culturas y directores ejecutivos muy distintos, y la meta más grande como ya hemos dicho, era lograr integrarlas.[83]

V.3.4. Términos del Acuerdo

La nueva compañía, fundada en 1998 se llamaría Citigroup Inc., y tendría 100 millones de clientes en 100 países distintos, con ingresos cercanos a los 50 billones de dólares, activos que superan los 700 billones de dólares y una capitalización del mercado por encima de los 140 billones de dólares. Este acuerdo requeriría de la aprobación legal por

[83] BBC News Online; *The Citicorp-Travelers Merge*; 6 de Abril de 1998.

parte de los accionistas. En un principio la fusión fue declarada como un acuerdo entre iguales partes.

Cuando la fusión fue anunciada a tempranas horas del 6 de Abril de 1998, las acciones de ambas empresas se elevaron. Ya para el 8 de octubre de 1998, la empresa Citigroup Inc. estaba formada, y es entonces cuando sus acciones comunes comienzan a comercializarse como "CCI" luego de realizar la fusión. Los accionistas de cada compañía se adueñaron del 50% de la nueva empresa fusionada respectivamente. [84]

Para los accionistas de Citicorp el acuerdo al que se llegó fue el siguiente: se cambiarían cada una de sus acciones por 2,5 acciones de Citigroup libre de impuestos. Los accionistas de Travelers se quedarían con sus acciones, las cuales automáticamente se convertirían en acciones de la nueva compañía. Las acciones preferentes de Citicorp se transformarían de manera inmediata en acciones preferentes de la empresa fusionada bajo los mismos términos y condiciones. [85]

Esta fusión dobló el récord impuesto por Wall-Street de 37$ billones. El acuerdo se valoró en aproximadamente 82$ billones. Sandy Weils y John Reed, Directores Ejecutivos de Travelers Group y de Citicorp respectivamente compartirán responsabilidades en el cargo de Director Ejecutivo y Presidente de la Juntas de la nueva

[84] Business Week; *Citigroup: Just the Start?;* 1998.
[85] CNNfn; *Citigroup execs exited*; 1998.

compañía fusionada, formarán parte de una junta de directores constituida por 24 personas, que incluye 11 directores fuera de los que formaban parte de la junta de cada empresa antes de realizar el acuerdo. Entre los negocios de la nueva compañía formada están: Citibank, Comercial Credit, Primerica Financial Services, Salomon Smith Barney, Salomon Smith Barney Asset Management luego llamada SSBC Asset Mangement Group, Travelers Life & Annuity, and Travelers Property Casualty. [86]

V.3.5. Trabas Regulatorias para la Fusión

Cuando en Abril de 1998 anunciaron ambas compañías sus planes de realizar una fusión, asumieron los grandes obstáculos legales a los que se enfrentarían, ya que estaban conscientes que este acuerdo desafiaría las leyes que separan a los bancos y a las casas de inversión, es por eso que ejercieron presión sobre el congreso de los EEUU para que revisaran las leyes bancarias, muchas de las cuales prevenían a los bancos de entrar en negocios riesgosos y prevenían a las compañías de adueñarse de los bancos y utilizarlos para fondos. Los bancos estaban impedidos de afiliarse con compañías de inversión de Wall Street bajo The Glass-Steagall Act como una forma de evitar que los problemas en la bolsa infectaran al mercado bancario, y por disposición de la Bank Holding Company Act, que prohibe a los bancos de suscribir seguros. [87]

---

[86] Citigroup.com; *Citicorp and Travelers group to merge, Creating Citigroup*; 7 de Abril de 1998.

Por suerte para las dos compañías en cuestión, en los años cercanos a la fusión el Fed había suavizado su interpretación de la Glass-Steagall. Mientras Citicorp estaba legalmente obstaculizado de comprar una compañía de seguros bajo The Bank Holding Company Act de 1956, Travelers podía aplicar a la Reserva Federal para ser una Bank holding company. Si esta aplicación era aceptada, la nueva compañía Citigroup Inc. , tenía dos años, con tres posibles años de extensión luego de cumplidos estos dos (2) de ser necesario, para deshacerse del negocio de los seguros, tiempo en el cual la maniobra de estas dos empresas sería la de presionar al Congreso para dictar alguna ley de reforma bancaria, que permitiera a los dos negocios trabajar de forma conjunta y de este modo modernizar la legislación financiera. [88]

Es más fácil dividir las actividades que realizaba Citicorp en sus componentes, antes de la fusión para entender un poco más los problemas legales que tendría esta operación. El negocio de financiar a largos consumidores, es claramente parte de la banca comercial, es por eso que por este lado nunca existió ningún tipo de preocupación. En cuanto al negocio de manejo de activos, tampoco se vio como un problema ya que es algo que los bancos pueden realizar. En el año 1997 La Reserva Federal liberaliza significativamente las restricciones existentes en las combinaciones entre bancos y compañías de títulos o valores, así que no debería haber mucha dificultad en los títulos suscritos y en el negocio del comercio, que Travelers lleva acabo. La barrera que queda

---

[87] CNNfn; *Banking Reform Skepticism*; Abril de 1998.
[88] Idem.

por analizar es entre los bancos y las compañías de seguros. En resumidas cuentas las áreas en las que operaba Travelers, en las que Citicorp no estuvo capacitada legalmente para llevar a cabo, eran limitadas. [89]

Sin embargo es importante recalcar que para el momento de la fusión, casi la mitad de las ganancias de Travelers provenían del negocio de seguros, siendo esta una de las partes más importantes del negocio que Travelers traía a la transacción. [90]

Muchos congresistas no estaban de acuerdo en la combinación de estas dos empresas y pensaron que si se daba el trato, se reducirían las alternativas de elección, se elevarían los precios para los consumidores y se llevarían por delante las leyes federales y estatales. Es más, afirmaban que las grandes corporaciones, como es el caso de Citicorp y Travelers jugaban con las leyes a su antojo, ya que si las leyes se interponían en su camino, ellos podían invertir millones de dólares en campañas políticas y contribuciones, y si con esos esfuerzos no lograban el cambio deseado en la legislación, simplemente la ignorarían[91] . De hecho según un artículo de News and Letters Editorial May 1998 denominado Capitalism´s merger manía, "Citicorp y Travelers están confiados que su poder y su contribución, ($1.3 millones desde las elecciones de 1996), finalmente romperían este atolladero." Es por eso que desde un principio el acuerdo entre estas dos grandes compañías prometía liberar una inmensa batalla legal en

[89] Sbfg.com; *Focus on the corporation*; 1998.
[90] Idem.

Washington acerca de la forma y el futuro de los servicios financieros en América. Los competidores en Asia y en Europa ya contaban con la ventaja de ofrecer los servicios de banca, de inversión y los productos de las casas de seguros, en un mismo lugar, denominados bancos universales. Ahora las firmas Americanas estaban luchando por los mismos derechos. Es por eso que los reguladores para ese momento tenían dos opciones, detener la fusión o dejar que se diera. [92]

Pero en Septiembre The Federal Reserve Board aprobó la Fusión hasta ahora más grande conocida en los Estados Unidos entre Citicorp y Travelers, juntando los Negocios de banca, de títulos o valores y de seguros bajo un mismo techo. Esta fusión, según los directores ejecutivos de ambas empresas para el momento, John Reed de Citicorp, y Sanford Weill de Travelers Group, era una fusión transformadora, ya que reestructuraría la industria de los servicios financieros en Estados Unidos. Antes de 1999, los mercados mundiales estaban esencialmente cerrados o bloqueados para los productos de aseguradoras vendidos por firmas internacionales. Fue hasta el primero de marzo de 1999, cuando la organización mundial del comercio rompió un acuerdo que involucraba más de 100 países, el cual abriría los mercados bancarios, de aseguradoras y de títulos a la competencia externa. Para tomar ventaja de esta oportunidad, Travelers necesitaba un

---

[91]Mokhiber Russell y Weissman Robert; editors of The Washington; D.C.-based Multinational Monitor.
[92] Ludwig, Sarah; Federal Reserve Rubber Stamps Citicorp Merger; 1998.

sistema global de distribución al detalle, es así su fusión con Citicorp parecía la solución ideal.[93]

V.3.6. Desenvolvimiento Post-Fusión

- Año 1998

En los tres meses de operación que tuvo la compañía para este año, ya que la misma fue formada el 8 de Octubre de 1998, consiguió un progreso substancial en la integración de ambas empresas, aunque sus dirigentes, John S. Reed y Sanford I. Weill, expresaron no estar totalmente satisfechos con el desarrollo de la compañía, para ese año. Durante este período comenzaron a percibirse los esfuerzos por parte de ambos dirigentes, para realmente mantener a la fusión lo más equitativamente posible, de hecho los jefes de Citicorp y Travelers se convirtieron tanto en directores ejecutivos de la compañía como en presidentes de la junta de accionistas.

Luego de finalizado 1998 se reconoció el potencial del negocio de consumo, el cual se esperaría continuara proporcionando buenos resultados. Se admitió que el progreso en el área corporativa seria más lento, en parte porque los mercados globales presentaron para la época extrema volatilidad causada por la crisis asiática, gracias a las turbulencias económicas debido a la caída en las ofertas públicas iniciales, en la actividad comercial

[93] Idem.

y en las fusiones y adquisiciones. De hecho la mayoría de las firmas de servicios financieros reportaron bajos ingresos en este último trimestre. Sin embargo Citigroup a pesar de verse afectado por esta crisis, contó con un factor que le permitió aminorar el impacto de esta volatilidad y este es el de la diversidad de sus negocios, pudiendo de esta manera contrarrestar los resultados negativos de unos con los positivos de otros. De esta manera la nueva compañía no terminó el año viéndose tan afectado como algunas de las otras grandes compañías de servicios financieros, obteniendo unas gracias netas de $6.950 millones de dólares, un total de ingresos neto de intereses de $55.233 millones y unos gastos operativos que ascienden los $31.360 millones según muestran los balances anexos, aunque no obtuvo tan buenos resultados como se esperó.

En resumidas cuentas, entre los logros alcanzados para este cierre estarían: el incremento de nuevos clientes potenciales; la habilidad de distribuir productos como fondos mutuales a través de diferentes canales; la organización del negocio de Consumo Global de Citigroup Inc. (Global Consumer Business) para acelerar la integración de los negocios de la compañía y conseguir altos niveles de ejecución; La introducción de una nueva unidad de negocio llamada SSBC Asset Management Group (Grupo de Manejo de Activos) que tendría la responsabilidad de coordinar los recursos representados por: Salomon Brothers Asset Management, Smith Barney Asset Management and Citibank Global Asset Management; la integración de las actividades de la unidad de Salomon Smith Barney y las actividades de la banca corporativa de Citibank con el fin de formar la más fuerte combinación de inversión global y de banca corporativa en el ámbito

mundial; El cambio del símbolo de las acciones de Citigroup Inc. de“CCI” a “C”; Las grandes inversiones en reestructuración con el fin de integrar el negocio de Citigroup, incrementar las eficiencias operativas globales, elevar el valor a los accionistas de la compañía y proveerlos de una plataforma más sólida para el crecimiento; la culminación de sus adquisiciones de depósitos, negocios de tarjetas de crédito, algunos activos y sucursales del Banco Mayo Cooperativo Ltda., Banco corporativo y de consumo ubicado en Buenos Aires, Argentina.

Las estrategias con las que se comprometieron los directores ejecutivos de Citigroup terminando el año fueron: alcanzar altos niveles de rentabilidad, a través de la combinación del crecimiento del negocio, un estricto control de gastos, y la continúa reducción de la exposición al riesgo. [94]

- Año 1999

Para este año los principales ingresos se incrementaron en 57% respecto al año anterior, presentando ingresos que duplicaron los gastos, con un total de ingresos netos de intereses de $65.722 millones y un total de gastos de $33.691 millones. Es este éxito en el recorte de gastos el que magnificó el crecimiento de los ingresos según los propios directivos de Citigroup. De hecho según ellos mismos a medida que las fuentes de ingresos de la compañía se hacen más diversificadas, su desarrollo financiero se hace más estable y predecible. La propia compañía reconoce que sus resultados se han

elevado gracias al continuo crecimiento del negocio de consumo y al mejoramiento de la calidad de los ingresos provenientes de la banca corporativa y de inversión. Y también debido al alcance del negocio de Citigroup y a su diversidad de fuentes de financiamiento lo que le permite a la empresa estar más aislada que otras instituciones financieras de las fluctuaciones en las tasas de interés domésticas. [95]

Por otro lado, ya para este año comenzaron a aparecer algunas discrepancias con el acoplamiento de las dos empresas, sobre todo a la hora de tomar decisiones, y entre los directivos de la nueva compañía Citigroup. Habiéndose públicas las tensiones reinantes entre Reed y Weill para mediados del año 1999. Sobre todo fue Mr.Reed quien comenzó a dudar del resultado del acuerdo.

Otro de los proyectos a explotar a partir de ese año fue el de construir una presencia fuerte en el Internet, ya que casi todo el comercio de Internet se realizaba por tarjetas de crédito, y Citibank tiene una buena porción de éste. Es por eso que durante 1999 crearon otra plataforma para incrementar los ingresos a través del negocio de servicios de e-commerce.[96]

Todos estos resultados muestran para este año de ejecución el progreso que se obtuvo al establecer a Citigroup como una compañía de crecimiento global. Es por eso que los

---

[94] Citigroup.com , Press Room, 1998.
[95] Idem; 1999.

directores ejecutivos pensaron para el momento que su fuerte posición de capital y la exitosa integración de su negocio global les permitiría tomar ventaja de la nueva modernización de la legislación financiera el año que viene. Esta legislación abriría nuevos horizontes para la compañía y facilitaría su expansión en el campo de los servicios financieros globales. Las diversidades geográficas de Citigroup con las que cuenta también elevaron su posición en Internet, permitiéndolos llegar a un número de clientes más amplio, proporcionando un vasto conjunto de productos de calidad y servicios virtuales más que cualquier otra compañía de servicios financieros. Además es importante acotar que aproximadamente 30 % de los ingresos de la nueva compañía fusionada son generados afuera de los Estados Unidos y presentan para el año en cuestión visibles esfuerzos de expansión en Latinoamérica y Japón, lo que les permitió estar muy bien posicionados en regiones prometedoras, en las cuales se esperó alcanzar niveles altos de crecimiento en el futuro.

En resumidas cuentas, entre los logros alcanzados para este cierre estarían: Las adquisiciones de: el negocio de tarjetas de crédito del Mellon Bank, incluyendo un portafolio de $1.9 billones en tarjetas de crédito por cobrar, además de los activos operativos principales y de ciertas responsabilidades de Source One Mortgage Services Corp (ubicada en Michigan) y su subsidiaria Central Pacific Mortgage, todo esto por parte de Citibank; Comercial Credit firmo un acuerdo de adquirir un portafolio de deuda de $558 millones y 128 sucursales de consumo financiero de Associates First Capital

[96] The Economist; *First among equals*; 1999.

Corporation; Citibank completo su adquisición de Financiero Atlas ubicado en Santiago de Chile, compañía de consumo financiero con 65 sucursales alrededor de Chile y $460 millones en activos. Esta es la cuarta adquisición de tipo consumo que Citigroup anunció a principios del año 99, transacciones que son parte de la estrategia corporativa global para alargar las fuerzas del negocio principal de Citigroup, el consumo, y así convertirse en la más destacada proveedora de servicios financieros. Por otro lado Citigroup finalizó su venta de la unidad Newbridge Securities a Donaldson, Lufkin & Jenrette .[97]

Al final de año la compañía reconoce que la generación de ingresos y los esfuerzos de cruzar las ventas han demostrado éxito durante el transcurso del 99, y que las reducciones de gastos y las eficiencias de integración que han logrado hasta la fecha les ha permitido construir una sólida base para incrementar los ingresos en el año 2000. Es por eso que para el año siguiente esperaron seguir creciendo como compañía no solo en los Estados Unidos sino también en Japón, Asia y Latinoamérica.[98] Todo esto con el fin de convertirse en la más amplia proveedora de servicios financieros, objetivo con el cual comenzaron desde que se realizó la fusión.

- Año 2000

A principios de este año se retiró uno de los directores ejecutivos fundadores de Citigroup John S. Reed, quien anunció su renuncia para el mes de Febrero del año 2000,

---

[97]Citigroup.com , Press Room, 1999.
[98] Idem.

ante la asamblea anual de accionistas. Es así como Mr. Weill finalmente tuvo bajo su poder a Citicorp. [99]

A pesar de esto, la compañía logra un buen desenvolvimiento durante el año, tanto así que ya para el cierre del año cada una de las unidades de negocio de Citigroup presentaba un fuerte desarrollo, con un crecimiento del 25% en el Negocio de Consumo Global, 10% en el de Banca Corporativa y de Inversión Global y un 8 % para el de Manejo de Inversión Global y Banca Privada. El total de ingresos se elevó en un 14%, de hecho según muestran los balances Citigroup arrojó para el año 2000 un total de ingresos netos de intereses de $75.188 millones y un total de gastos operativos de $38.559 millones. Estableciéndose para ese año como una de las compañías más rentables, ocupando entre los primeros cuatro lugares en cada una de sus distintas categorías de productos. Según Sanford I. Weill, director ejecutivo este fue un año de muchas mejoras para Citigroup, la compañía se encontraba posicionada entre los primeros puestos en cuanto a ganancias se refiere, con todos los diferentes segmentos de la empresa contribuyendo hacia este logro, ampliando de esta manera la base de futuras ganancias. Es por eso que este año también se llevaron a cabo una gran cantidad de inversiones que incluyeron adquisiciones, acuerdos y alianzas en distintas ramas del negocio de Citicorp sobre todo en el negocio de Consumo y en el área de Internet, en la cual la empresa espera consolidarse como número uno, sobre todo en cuanto a los productos bancarios se refiere. Todo esto con el fin de continuar expandiéndose como

[99] CNNfn; *Citigroup's Reed retiring*; 2000.

una compañía global, cuidando siempre en el manejo del riesgo y esperando continuar los planes de inversión en el futuro. Entre los logros alcanzados para este año destacaron: la adquisición de una de las principales empresas de banca de inversión y de manejo de activos en el Reino Unido, Schroders por parte de Salomon Smith Barney en una transacción de 2.2 billones de dólares que doblara las operaciones de Citigroup en Europa; La creación de un portal B2B por parte de Citigroup e-Citi unit, un líder global en servicios financieros electrónicos y en comercio electrónico, y Commerce One, (NASDAQ: CMRC) un líder en soluciones de comercio electrónico para los negocios, el cual brindaría servicios de comercio electrónicos a todos los consumidores corporativos a nivel mundial; Un acuerdo tecnológico con Yodlee un líder en servicios de cuentas personales que permitió el lanzamiento del site de servicios financieros www.myciti.com; Una alianza estratégica con America Online (AOL), una compañía de servicios interactivos, para ofrecerle a sus clientes un amplio rango de productos y servicios financieros y una nueva forma de pago diseñada para transformar los pagos en el Internet; La adquisición de AST StockPlan Inc. , un proveedor de planes y beneficios accionarios; la adquisición de Associates First Capital Corporation la cual contribuiría con la expansión global de los servicios financieros de consumo; entre los más destacados.[100]

[100] Citigroup.com , Press Room, 2000.

V.3.7. Otras Consideraciones

- Claves para el éxito de la integración de Citicorp y Travelers

- En el alcance global Citicorp es un líder en comercio electrónico, mientras que Travelers esta relativamente limitado.
- En cuanto al alcance domestico cae por muy poco en alcanzar o lograr cubrir toda la escala nacional, mientras que Travelers tiene máss de 80.000 personas vendiendo sus productos en casas y oficinas.
- En base de clientes, Citicorp es máss joven y menos afluente, mientras que Travelers es más viejo y más afluente.
- En canales de ventas Citicorp es más fuerte en correo, teléfono, tarjetas bancarias y sucursales, mientras que Travelers tiene fortaleza en ventas personales y hogareñas.
- En cuanto a los productos que cada una ofrece, ambas compañías son parte de la industria financiera, pero ofrecen productos muy diferentes con muy poca coincidencia.
- En cuanto al manejo de los activos de los clientes Citicorp es débil, pero Travelers es muy fuerte.
- En tecnología, Citicorp hace hincapié en el desarrollo y uso de tecnología avanzada, y es líder en, los servicios bancarios electrónicos, mientras que Travelers ha optado por sistemas de bajo costo.

- En cuanto a la centralización y estandarización ambas empresas están trabajando hacia sistemas de información centralizados, y Travelers esta más avanzado en centralización e integración.[101]

- Estrategias de globalización

La unión de Travelers y Citicorp esta persiguiendo los mercados globales con gran fuerza. La estrategia global de Citicorp para sus clientes ha sido la de estandarizar sus operaciones alrededor del mundo, ésta ha resultado efectiva y ha ayudado a esta empresa a establecer fuertes posiciones en ciertos mercados internacionales.

La compañía fusionada espera tomar este tipo de estrategias a un nuevo nivel con la suma del portafolio de productos y servicios de la aseguradora Travelers. Ya que una vez que una firma entra en los mercados globales, su mentalidad debe pasar de una tradición doméstica a una global.[102] Este caso ilustra cuan rápido pueden estar disponibles los mercados globales con cambios en las normas y regulaciones comerciales. Ahora Travelers esta expuesto a tremendas oportunidades globales, gracias al rompimiento del acuerdo realizado por la WTO(World Trade Organization) y a su fusión con Citicorp. Las fusiones o adquisiciones que elevan las capacidades globales de

[101] NYU Stern School of Business Opportunity, *Mergers and Acquisitions Brief*, 1999.
[102] Sandy Weils y John Reed, Co-Chairman de Citigroup Inc.

los compradores pueden añadir valor a los accionistas, que es claramente la motivación detrás de la fusión entre Citicorp y Travelers.[103]

- Preocupación por la Fusión

Esta propuesta de unión de una de las más grandes corporaciones bancarias y una de las casas de seguros e inversión más poderosas, ha provocado preocupación en algunos grupos de consumidores. Algunos grupos de consumidores estuvieron preocupados por la realización de este acuerdo, ya que pensaron que aumentar la concentración del sector bancario limitaría la competencia, y que los bancos mientras más grandes estarían interesados en clientes más grandes, dejando a los pequeños clientes a un lado, además estaba la preocupación de que sus depósitos actuarían como fondos para grandes corporaciones. Otros opinaban que mientras el mercado del consumidor luciera atractivo y mientras los clientes vinieran a las instituciones financieras(a los bancos) pidiendo más servicios, esos clientes junto con los mercados locales lucirían más atractivos.

Por otro lado, ese cruce entre ambos mercados podría conducir a que Citigroup violara la privacidad de los consumidores, ya que ambas compañías podrían compartir toda clase de información personal acerca de sus clientes sin su consentimiento. Además la nueva compañía combinada podría obligar a los consumidores a adquirir ciertos productos

[103] pbs.org; Online Newshours; *The Largest merger in History*; 1998.

como por ejemplo, presionando a los clientes a comprar un seguro a cambio de una aprobación de una aplicación hipotecaria. [104]

V.4. Caso Daimler-Benz - Chrysler

V.4.1. Entorno

Para los años 90, la industria automovilística estaba sufriendo una crisis de sobreproducción, es decir, existía una sobre capacidad en las plantas, que permitía producir una cantidad muy superior de autos a los que eran vendidos. Es por eso que la consolidación en este sector se mostraba inevitable, comenzando de esta manera para el período en cuestión, un proceso de reducción, de los jugadores que intervenían en este mercado. De hecho es posible observar que en el siglo pasado, encontrábamos cientos de empresas de automóviles, muchas de las cuales hoy en día han desaparecido ya sea porque salieron del mercado o porque se fusionaron. En el caso de los Estados Unidos, el número da compañías que venden autos, ha venido decayendo en los últimos años drásticamente, de 253 para 1908 a las tres grandes compañías que operan hoy en día: General Motors, Ford y Chrysler. Con la fusión de Daimler-Chrysler, la cual analizaremos a continuación. El número de empresas fabricantes de autos está tendiendo

[104] consunion.org; *Concerns about Citicorp-Travelers Mega Deal*; 1998.

de igual manera a reducirse pero ahora a nivel mundial. Presenciándose de esta forma un proceso de globalización de la industria, en pleno desarrollo.

Otro factor importante de recalcar en el entorno de la fusión de Daimler-Chrysler, lo es el hecho, de la mala situación a la que se enfrentaban las empresas automovilísticas japonesas debida en gran parte a la crisis asiática, la cual había tenido un fuerte efecto sobre estas empresas. Es así como compañías como Nissan y Mitsubishi estuvieron bajo la mira de muchos, ya que a pesar de la crisis, Asia se mostraba como uno de los mercados más prometedores.[105]

En este peligroso ambiente los depredadores potenciales eran: General Motors, Ford, Toyota, Honda, Volkswagen (VW) y Daimler-Chrysler, todas compañías globales y financieramente poderosas. Todos los demás eran presas como: Peugeot-Citröen y la Renault en Francia, La Fiat en Italia, Volvo en Suecia, Las compañías Coreanas, y Mitsubishi, Fuji, y Nissan de Japón. Por ejemplo tenemos a Rover, quien fue adquirida por la competencia de Mercedes, la BMW, en 1994; la adquisición de la compañía Británica Rolls-Royce por parte de la Volkswagen, en el año 1998; la compra de Nissan por parte de Renault para el mismo año, 1999; y por supuesto la unión de Daimler-Benz con Chrysler; entre otras.[106]

---

[105] Cook, William; *Maximum merger*; Business and Technology; 1998.
[106] Idem.

Los americanos y los japoneses han venido manufacturando autos en diferentes sitios desde hace décadas, Toyota, Honda y Ford habían sido las compañías más globales, hasta la fusión, en la forma en la que corrían sus operaciones. Pero nunca habían contado con una combinación internacional del tipo de DaimlerChrysler. Es así como esta fusión, fue reconocida para su época, como la provocadora de muchas otras megafusiones internacionales que se darían en la industria de autos.[107]

V.4.2. Características Principales de cada empresa antes de la Fusión

- Chrysler

Compañía automovilística norteamericana, fundada el 6 de Junio de 1925 en el estado de Delaware. Entre sus ramas de negocios tenemos a Chrysler/Plymouth, a Jeep (R) y en los camiones a Dodge/Dodge. Chrysler se destacaba en la producción de camiones, minivans, autos deportivos y en el mercado masivo de carros para pasajeros. Su misión era hasta entonces producir camiones y carros que la gente quisiera comprar, disfrutara al manejar y por lo tanto volvería a adquirir en un futuro. Para principios de los años 90 Chrysler presentó serios problemas de liquidez que casi lo llevan a la quiebra, pero ya para el año de la fusión, 1998, estos estaban solventados, gracias a la modernización

[107] SOURCE Fitch IBCA Financial Wire; *Daimler-Benz; Chrysler Merger Rise eyebrows in Japan*; 1998.

que implementó su compañía renovando su línea de productos, y a la manera como manejó su relación con los proveedores.[108]

- Daimler-Benz

Es una de las compañías industriales más grandes de Europa. Es un fabricante alemán de vehículos lujosos, como los autos, autobuses y camiones Mercedes Benz; famosa por sus diseños mundiales de clase, calidad y estructura, sinónimos de lujo. Siempre se ha destacado como pionera en lo que a avances tecnológicos se refiere. Cuenta con dos divisiones, autos para pasajeros y carros comerciales, que engloban sus sucursales de Mercedes-Benz, Setra, Freightliner y Sterling.

Para finales de los años 80 y principios de los 90, Daimler-Benz no se encontraba tampoco en su mejor época debido a malas adquisiciones por parte de la empresa, unido a una caída en las ventas de sus vehículos lujosos en Norteamérica. Pero luego, por cambios en la gerencia de la empresa logra recuperarse considerablemente, deshaciéndose de muchos de esos negocios que no rindieron como esperaban, tal es el caso de la empresa aérea Fokker.[109]

---

[108] SOURCE Fitch IBCA Financial Wire; *Terms of DaimlerChrysler deal*; 1998.
[109] SOURCE Fitch IBCA Financial Wire; *Merger agreement signed Daimler-Benz and Chrysler combined to form the leading global automotive company*; 1998.

V.4.3. Razones para la Fusión[110]

Una de las razones más importantes por la que se dio esta fusión según los propios directores ejecutivos de la nueva empresa fusionada, fue la de la continua búsqueda de la globalización de los mercados. De hecho reconocieron que si las dos empresas hubiesen seguido cada una su camino, de seguro serían fuertes jugadores regionales, pero en medio de una industria global movida por fuerzas de carácter mundial que están dirigiendo la industria automovilística hacia su consolidación. Para el momento de la fusión existieron dos fuertes factores que precipitaron la operación: la sobrecapacidad mundial en la fabricación de autos y la crisis asiática.

Otra de las razones para que estas dos compañías decidieran fusionarse fue el hecho de que al hacerlo ambas obtendrían sinergias producto del acuerdo. De hecho la combinación de producciones de ambas compañías lucia atractiva, tenemos que los carros de pasajeros de Daimler-Benz son sinónimos de lujo y de calidad para el mundo entero.

Por su lado Chrysler es reconocida por sus bajos costos de producción en camiones, minivans y en carros deportivos. Chrysler era mayormente una empresa doméstica, y Mercedes estaba incrementando sus ventas globales en el mercado de automóviles, para

---

[110] Kaye, Steven; Chrysler-Benz: *Possible mergers challenges automakers*; Business and Technology; 1998.

el momento de la fusión. Es por todo esto que el extender la experiencia productiva de Chrysler a las operaciones de Daimler y fusionar ambas fuerzas productivas, era el objetivo de las compañías para lograr de esta manera reducir costos de manera conjunta Esta fue una fusión en la que ambos participantes, aportó algo al otro, Chrysler proveería el acceso al mercado americano que Daimler-Benz quería, además de que le brindaría a Daimler un producto para comerciar en los mercados emergentes, los pequeños y económicos autos informales de Chrysler. Daimler-Benz por su lado lo supliría al mercado europeo además de a otros mercados internacionales, como es el caso del mercado latinoamericano y asiático en donde Daimler-Benz vende sus camiones pesados. De hecho uno de los primeros propósitos de la compañía luego de fusionada fue la fabricación de un modelo de carro compacto, más pequeño que el modelo Neon de Chrysler, el cual comercializarían en mercados como Latinoamérica y Asia.

De los dos el que probablemente necesitó más el acuerdo fue Chrysler, se esperó que Mercedes le brindara la influencia internacional que Chrysler necesitaba, y la experiencia necesaria para revisar su rango de mercado masivo, en la cual había permanecido débil por décadas.

Chrysler la única manufacturera grande de carros en ganar retornos mayores que sus costos de capital. Una de la preguntas que surgió de esta fusión fue la de su debilidad en el mercado asiático y latinoamericano, que son mercados relativamente pequeños, pero

es donde se esperó mayor crecimiento futuro, a pesar de los problemas de la crisis asiática.

V.4.4. Términos del Acuerdo

El 7 de mayo de 1998, se anuncia la fusión entre Daimler-Benz AG, compañía automovilística alemana, y Chrysler Corp. fabricante de autos norteamericana, en un acuerdo de tipo amistoso, y declarado como igualitario por sus propios directores, cercano a los 40 billones de dólares, quedando la nueva compañía repartida de la siguiente manera: 53% propiedad de la compañía Alemana y 47% de la Americana. La nueva compañía esperaba tener ventas de $ 130 billones anuales, 421.00 empleados y un total de activos de $120 billones, además de contar con fábricas en 4 de los 5 continentes. El anuncio de la fusión, acarreó una serie de especulaciones acerca de que se generaran más fusiones en la industria automovilística afectando a las acciones de las grandes compañías de autos.[111]

La nueva compañía se conoció con el nombre de DaimlerChrysler AG, y quedaría bajo el mando de los antiguos directores ejecutivos de cada compañía, Robert J. Eaton, por parte de Chrysler, dirigiría desde Auburn Hills Michigan a los ejecutivos de la empresa Americana, y Juergen E. Schrempp de Daimler-Benz., supervisaría todo desde Stutgart,

[111] CNNfn; *Investing in auto stocks*; 1998.

Alemania. La compañía se convertiría en la quinta fabricante de carros más grande a nivel mundial. La situación de los accionistas de la nueva compañía fusionada fue la siguiente: Los accionistas de Daimler-Benz se quedaron con una acción de DaimlerChrysler por cada acción de Daimler-Benz que poseían. Mientras que los accionistas de Chrysler percibieron un ratio de cambio de 0,547 acciones de DaimlerChrysler por cada acción que tuvieran de Chrysler. Al contrario de otras fusiones donde los ahorros son construidos a través de recortes, en el momento de la fusión los directores de la nueva compañía prometieron que no habrían despidos como consecuencia de la operación, ni tampoco cerrarían las plantas que habían venido funcionado.

DaimlerChrysler se proyectó como una compañía con grandes expectativas de crecimiento para explotar en el mercado mundial de autos en cuanto a la cobertura que alcanzaría y a las ventajas geográficas que presentaba al momento de la fusión. Con los negocios aparte de los carros de Daimler-Benz, que incluyen el departamento aeroespacial, servicios y sistemas de trenes, motores diesel, y operaciones electrónicas automovilísticas, Daimler-Benz se convertiría en un líder en el sector del transporte.

La misión principal con la que arrancó la compañía DaimlerChrysler era la de incrementar el valor de la compañía en los empleados y accionistas, desarrollar

productos nuevos para sus clientes y continuar expandiendo las operaciones de la compañía.[112]

V.4.5. Trabas Regulatorias para la Fusión

DaimlerChrysler sería manejada como una empresa Alemana para efectos contables y de impuestos. Sin embargo dicha operación de fusión entre estas dos grandes empresas de automóviles, no tuvo impedimentos de tipo legal para efectuarse, ya que no era la primera vez que se realizaba una fusión entre empresas del sector automovilístico. De hecho, al anunciar la fusión se tuvo que esperar por la aprobación de ambos accionistas de las dos compañías para poder finiquitar el acuerdo, ya que los dos directivos principales de Daimler-Benz y Chrysler llevaban discutiendo el acuerdo desde hacía varios años. Esto se logra meses después, el 18 de Septiembre de 1998 se consigue la aprobación de los accionistas de Daimler-Benz, y el 26 de Octubre de 1998 concluye el proceso con la aprobación de los accionistas de Chrysler. Sin embargo en el transcurso de la finalización de este proceso, se presentaron algunas demandas por parte de algunos de los accionistas de Chrysler, quienes veían difícil lograr la integración de dos compañías de tan diferentes costumbres, tanto en el manejo de la compañía como en su producción.[113]

---

[112] Car and Driver Magazine; *Could Daimler-Chrysler merger mean a Mercedes peacock! ;* 1998.

V.4.6. Desenvolvimiento Post-Fusión

- Año 1998

Como ya mencionamos cuando explicamos los términos del acuerdo de la operación entre Daimler-Benz y Chrysler, esta oficialmente se fusiona el 17 de noviembre de 1998. En el momento del anuncio, para el día 6 de mayo del mismo año, el precio de la acción de Chrysler se elevó en un 17,5% para el cierre de ese día. Obviamente este resultado refleja que el mercado aceptó de manera positiva el acuerdo entre estas grandes compañías pertenecientes al mercado automovilístico. De hecho para el día del anuncio, culminó siendo la segunda acción más activa en el New York Stock Exchange. Ford había liderizado el mercado accionario entre 1997 y 1998. Chrysler por su lado se había venido manteniendo estable y GM por el contrario se venía rezagando. Además la noticia de esta operación también afectó para ese día a las acciones de las otras dos grandes compañías de autos en EEUU de hecho las acciones de Ford y GM cerraron con una caída ese día. Luego de la consolidación la operación de fusión, notamos que el precio de la acción (DCX) se elevó en un 16,88% para finales del año 1998, sin embargo las ganancias netas de DaimlerChrysler al igual que las ganancias netas por acción disminuyeron para el cierre del año 1998 en un 27% aproximadamente. Lo que reflejó en los primeros años los costos relacionados a la fusión. Desde un principio se comenzaron a percibir las diferencias de costumbres entre las dos compañías, los alemanes fumaban, bebían en el almuerzo, y trabajaban hasta tardes horas de la noche,

---

[113] U.S.A Today; *Trade Group May Boot Chrysler*; 1998.

con pizzas y cervezas en sus escritorios. Por el contrario los americanos trabajaban por horario, con ciertas excepciones pero no era su rutina quedarse hasta tarde en las oficinas, y menos ingerir bebidas alcohólicas durante sus recesos del trabajo. Estas diferencias comenzaron a generar incertidumbre entre los propios empleados de Daimler-Benz y Chrysler.[114]

- Año 1999

Para comienzos del año 1999, a pocas semanas de haber comenzado el año, el precio de la acción de la nueva compañía conformada alcanzó un valor de 108$ por acción. Ya para mediados del año, el precio baja alcanzando valores de 72$, disminuyendo de esta manera el valor de los accionistas de la empresa fusionada. Además para el cierre del año fiscal en cuestión, baja en un 17,67%. Y las ganancias netas junto con las netas por acción presentaron un incremento del 19,21% y 16,18% respectivamente. Uno de los factores más importantes que propició esta caída del precio fue la reacción que tuvieron los inversionistas en deshacerse de gran cantidad de sus acciones, ante la sacada de la acción del índice S&P500, por Standard & Poor´s Corp. debido a que la nueva compañía DaimlerChrysler no estaba incorporada en América. Por otro lado, tenemos que algunos de los accionistas sobre todo los de Chrysler empezaron a mostrar insatisfacción debida al manejo hasta esta fecha realizado por la gerencia de la empresa. La queja que los inquietaba era el hecho de que el acuerdo de fusión cuando se finiquitó fue declarado

[114] CNNfn; *Daimler deal approved*; 1998.

como un acuerdo de iguales partes, y hasta ahora esto no había sido de esta manera, sino más bien parecía una adquisición por parte de Daimler-Benz a Chrysler. Objetaban que sí este hubieses sido el caso desde un principio, el acuerdo hubieses sido muy superior al monto en que se firmó. Además, a medida que transcurría el tiempo se podía observar, que cada vez más la gerencia y directiva de la empresa, era abarcada por los alemanes, cosa que disgustaba mucho a los accionistas y empleados de la empresa. Como ejemplo de esto tenemos que uno de los accionistas principales de Chrysler, Kirk Kerkorian quien controlaba el 4% de la compañía para ese momento, entabló en 1999 una demanda por $9 billones acusando al Presidente de la Junta directiva y CEO Juergen Schrempp, de fraude y engaño a los accionistas de la nueva compañía la empresa, ya que el acuerdo nunca fue de iguales.

Ya para este año se notan los primeros indicios de diferencias culturales y de manejo entre las dos gerencias, la alemana y la estadounidense. Como ejemplos de esto tenemos que para este año Schrempp el antiguo director ejecutivo de Daimler-Benz, planteó a la directiva de la nueva compañía fusionada, la cual estaba dividida en dos polos prácticamente regionales, la posible adquisición de la empresa japonesa Nissan la cual estaba pasando por problemas de malos manejos y se presentaba como un buen blanco para adquirir, a un buen precio además, gracias a la situación por la que estaban pasando para ese momento. Pero la mayoría de la gerencia sobre todo la de Chrysler pensó que era muy anticipado realizar esta operación, ya que apenas se habían fusionado y todavía estaban en proceso de acoplamiento debido a la magnitud de la fusión, además todavía

existía para ese momento mucha incertidumbre acerca del futuro de la nueva compañía a pesar que ambas directivas hasta ahora eran positivos al respecto. Schrempp, se desilusionó por la reacción que recibió por su propuesta, ya que a sus ojos la estrategia de adueñarse de uno de los mas grandes competidores asiáticos a un precio bajo, parecía ser una buena movida para la compañía DaimlerChrysler. Poco después, Renault accedió a comprar 37% de Nissan por $5.4 billones.[115]

Otras discrepancias que se comenzaron a percibir para este año fueron las relacionadas a los gastos relacionados a biáticos, cuando se efectuaban las reuniones de la junta directiva, por lo menos para los americanos les era difícil entender los excesivos gastos en, boletos aéreos de primera clase, hospedaje, comida, bebidas, llamadas telefónicas de larga distancia, en los que incurrían los alemanes. Los americanos ganaban tanto y en algunas ocasiones, pero los gastos de los trabajadores estadounidenses eran mucho menores. [116]

- Año 2000

En el año 2000 el precio sigue la trayectoria hacia la baja que venía presentando desde el año anterior, de hecho cae en un 31,83%. A pesar de esto las ganancias netas y las

[115] Vlasic, Bill and Stertz, Bradley; How Daimler-Benz Drove Off With Chrysler; HarperCollins Publishers; 2000.
[116] Chrysler Corps and Chrysler Financial Corps; ***A*** *Ratings on RatingAlert positive*; 1999.

netas por acción presentaron mejoras de 37% aproximadamente. Y ya para este año la empresa se concientiza en que debe esforzarse en acortar los gastos para así poder mostrar resultados operativos favorables.

DaimlerChrysler continúa expandiéndose, con acuerdos con los motores de Mitsubishi Motors de Japón, y con Hyundai de Corea del Sur.

Como hemos podido notar los problemas de diferenciación de culturas más que de tipo geográfico fue lo que contribuyó de sobre manera a que la compañía disminuyera su rendimiento general a partir de la fusión, de hecho la falla en la integración de las empresas que se fusionan es una de las causas más comunes para llevar al fracaso a un tipo de operación como esta. De hecho muchos analistas comentaron para el año 2000, que el problema que se ha traducido hasta hoy en día en relación a la fusión DaimlerChrysler, se debe en gran parte a que los dirigentes de ambas compañías le dieron poca importancia al hecho de que esta era una fusión que rompía los límites geográficos, y la trataron como cualquier operación de compra de dos empresas alemanas, de hecho los esfuerzos de integración que realizaron estaban enfocados más hacia la eficiencia que hacia el trato en sí.

Además de esto, desde que se fundó la nueva compañía, muchos de los ejecutivos de Chrysler habían abandonado a la nueva empresa siendo sustituidos por ejecutivos alemanes. Tal es el caso de Lutz, quien salvó a la compañía de la quiebra años antes de

la fusión. Eaton, quien desde un principio anunció sus planes de retiro para el 2002, se fue casi 3 anos antes de lo previsto. Thomas Stallkamp, quien fue forzado a irse, y Tom Gale el Vicepresidente de diseño de autos quien siguió igualmente los pasos del retiro.

Otro de los factores por los que se vio afectada la empresa fusionada fue el manejo de la división de minivans, ya que se estaba por lanzarse un nuevo modelo, para poder sacarlo al mercado primero tuvieron que, deshacerse de los modelos viejos y para eso tuvieron que incurrir en grandes ofertas, no solo en las minivans de Chrysler sino en sus otras líneas de productos. [117]

V.4.7. Otras Consideraciones

- Claves para el éxito de la integración de Daimler-Benz y Chrysler

- -Chrysler era mucho más lenta en cuanto a sistemas de calidad se refiere, y por este lado obtuvo gran ayuda por parte de de los ingenieros de Daimler-Benz.
- -Los motores diesel de Daimler-Benz ayudarían a vender los autos compactos y minivans de Chrysler en Europa y los demás mercados internacionales.
- -Mientras que Chrysler mantenía para el momento de la fusión muy buenas relaciones con los proveedores, Daimler se esforzaba por obtener precios bajos de sus proveedores.

[117] CNNfn*; DaimlerChrysler: What went wrong?;* 2000.

- -Juntos podrían ahorrar en costos de almacenamiento de los vehículos y de sus respectivos repuestos.
- -También pueden compartir la creación de componentes internos como los sistemas de aire acondicionado y de cerraduras de los autos.
- -Además con la fusión compartirían sus recursos y desarrollos tecnológicos.[118]

- Problema de Integración de Culturas

Desde que se hizo el anuncio de Daimler-Benz y Chrysler surgió la preocupación, acerca de cómo se lograría que dos culturas tan diferentes lograran trabajar de manera exitosa. De hecho en un principio tanto los accionistas de ambas compañías como sus trabajadores se preocuparon mucho por la fusión, debido a los cambios que con ella llegarían. De hecho como se acotó en el marco teórico uno de los obstáculos mas frecuentes en las fusiones y adquisiciones de empresas son los empleados y los accionistas, es por eso que los directivos de la nueva compañía se preocuparon en ofrecer un acuerdo atractivo para ambos accionistas, además de asegurarle a sus empleados su trabajo y beneficios, continuando con las operaciones de las plantas originales de ambas compañías.

Pero la gran pregunta para el momento de la fusión era donde estas dos compañías podían lograr que la fusión funcione. De hecho, según Maryan Kellver, analista americana de la industria automovilística, advierte que poner a dos compañías tan

diferentes juntas será difícil, porque son dos culturas distintas, en como piensan, actúan y manejan las decisiones.[119]

[118] Chrysler Corp. ; *The Daimler,Chrysler megadeal*; 1998.
[119] The Economist*; The DaimlerChrysler emulsion*; 2000.

VI. LA MEDICIÓN

La Medición

VI.1. Análisis de Indicadores Caso Boeing McDonnell Douglas

- Precio de la Acción (Al Cierre del Año) (Ver Gráfico # 1)

Cierre del Año	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Precio de la Acción	39,19	53,25	48,94	32,63	41,44	66

El precio de la acción de Boeing tuvo un movimiento oscilante. Para el año 1996, período pre-fusión, observamos un considerable aumento equivalente al 35,88% para ubicarse en 53,25 dólares. La empresa presentaba un crecimiento en sus ganancias netas lo que generaba un buen escenario para los inversionistas. Si nos detenemos a observar lo ocurrido al momento del anuncio de la fusión, observamos como el precio de la acción pasa de $46,93 el 13 de Diciembre a $48,87 el 16 del mismo mes. A pesar de no ser muy fuerte el cambio luego de la noticia (4%), si se observa un incremento superior al promedio, pero con un aumento en el volumen de acciones transadas de 6 veces mayor a la media.[120] La noticia fue tomada con entusiasmo, ya que dicho precio subió y se mantuvo. No notamos una caída sino más bien un leve aumento durante los siguientes meses del anuncio, con lo cual podemos decir que los resultados del paper de Chavaltanpipat, Kholdy y Sohrabian denominado The Effect in Bank Acquisition on

[120] Yahoo Finance!, Historical Quotes Data, Boeing.

Stockholder Wealth (1997) no se cumplen, ya que en este estudio mencionan que en el caso de fusiones de empresas de alta capitalización, se tiende a que las empresas adquirientes perciban efectos negativos alrededor del anuncio de la fusión, hecho que no sucedió en nuestro caso con Boeing. Es para el año 1997, específicamente a partir de la fecha de fusión, donde vemos una caída de 8,09% en el precio ubicándose este en 48,94 US$ por acción para el cierre del año. Esta caída continuó para el año 1998 en un -33,33% llegando al valor más bajo del período de estudio. Aquí vemos que el primer año luego de la fusión, los resultados financieros habían desmejorado mucho y las expectativas eran bastante turbias debido tanto a la crisis de producción como por la desaceleración de la economía asiática. Para el año 1999 vemos una recuperación en el precio de 27,01% el cual continúa en el 2000 en un 59,27%, llegando así al valor más alto histórico de 66 $US dólares por acción. Financieramente la empresa comenzaba a recuperarse así como el panorama económico, lo cual se vio reflejado en la vuelta del interés de los accionistas por la acción de Boeing.

- Precio/Utilidad (P/E - Price Earnings Ratio) (Ver Gráfico # 2)

Cierre año fiscal	1995	1996	1997	1998	1999	2000
P/E	-1.066,23	28,37	-266,71	28,17	16,46	26,66

En nuestro caso con Boeing, la trayectoria del P/E presenta una estabilización y mejora luego de la fusión con McDonnell Douglas. Vemos como para el año 1995 tenemos un P/E negativo lo cual nos quiere decir que la empresa presentaba pérdidas. Luego para

1996 obtenemos un P/E de 28,37 lo que significa 28 veces sus ganancias netas por cada acción que vende. Para el año de la fusión, la empresa vuelve a presentar un P/E negativo de -266.71 que nos muestra una pérdida aún mayor que la del año 1995. Por lo que podemos ver, el año de la fusión Boeing-McDonnell Douglas trajo fuertes pérdidas en un primer momento los cuales se deben en su mayor parte a la crisis de producción ocurrida durante este año además de los altos gastos extraordinarios de reestructuración que trajo la fusión. Ya para el año 1998 se nota una recuperación, volviendo al territorio positivo, con un P/E de 28.17, muy parecido al del año 1996. Para 1999 observamos una gran mejora en el P/E de 16.46 el cual se refleja por un aumento sustancial en las ganancias netas. Finalmente para el cierre del 2000 el P/E vuelve a estar como en los años 1996 y 1998, pero esta vez manteniendo altas ganancias netas parecidas a las del año 1999 con la diferencia de que el precio de la acción aumentó aproximadamente un 50%.

- Precio / Valor Libros (P/B - Price / Book) (Ver Gráfico # 3)

Cierre año fiscal	1995	1996	1997	1998	1999	2000
P/B	2,97	3,82	3,67	2,56	3,32	5,15

Durante los seis años 1995 al 2000 el ratio “precio / valor libro” fluctúa entre 2.5 y algo más de 5. Los dos años anteriores a la fusión el valor fue de 2.97 y 3.82, es decir, un 29% de variación para luego mantenerse casi igual el año de la fusión a 3.67. Para 1998

observamos una caída del -30% en el P/B ubicándose a su valor más bajo de 2.56. A partir de allí el ratio desempeña un fuerte ascenso de 29% y 55% para ubicarse en 3.32 y 5.15 al cierre de 1999 y del 2000 respectivamente. La razón de estos valores se debe en su mayor parte a la variación en el precio de la acción. A pesar de que en valor del capital de los accionistas disminuye luego de la fusión, este lo hace suavemente, a diferencia del precio de la acción que presenta un gran recuperación luego de su punto más bajo en 1998 para llegar al más alto al cierre del 2000. Mientras menor es el ratio "precio / valor en libros" acercándose a 1, podemos decir que el precio de la acción equivale al valor del patrimonio neto.

- Precio / Ventas Totales (P/S – Price / Sales) (Ver Gráfico # 4)

Cierre año fiscal	1995	1996	1997	1998	1999	2000
P/S	1,16	1,45	1,04	0,56	0,66	1,11

Podemos observar en el período de 6 años antes y después de la fusión de Boeing, que el P/S presenta un bajo valor para todos los años. Para el año 1995, el P/S era de 1.16, aumentando a su punto más alto de los 6 años a 1.45 (25%) para 1996, luego baja en el año de la fusión a 1.04 (-29%). Seguido de la fusión vemos que el P/S pasa a estar por debajo de la unidad con un valor de 0.56 y 0.66 para los años 1998 y 1999 (variaciones de -46% y 17% respectivamente). Finalmente para el 2000 llegamos a estar casi igual que el año 1995 (unas décimas por debajo), con un aumento del valor del P/S de un 69%. A diferencia de 1995 y el período pre-fusión, para el año 2000 el volumen de

ventas había aumentado considerablemente lo que pudo mantener un P/S relativamente bajo, dado el aumento de precio ocurrido en la acción. En general podemos notar una mejora en los valores del P/S luego de la fusión aunque se percibe una tendencia alcista para el cierre del período estudiado, pero como ya dijimos, este se debe no a una caída en las ventas sino a un aumento en el precio de la acción.

- EBIT (Earning Before Interest and Taxes) (Ver Gráfico # 5)

Cierre año fiscal	1995	1996	1997	1998	1999	2000
EBIT Millones de US$	-316,00	2.485,00	-256,00	1.567,00	3.170,00	3.058,00

En nuestro caso podemos observar un desenvolvimiento positivo para el EBIT luego de la fusión Boeing-Mcdonnell Douglas. Para el cierre de 1995 obtenemos un EBIT negativo de $ -316 millones el cual mejora notablemente para 1996 llegando a $2.485 M, pero este vuelve a caer dramáticamente para el año de la fusión en 1997. Esta caída dramática se la podemos asignar a la crisis de producción ocurrida durante ese año, donde Boeing aplicó una guerra de precios en el departamento de jets. Esta reducción de precios se le fue de las manos a Boeing debido a que la demanda aumentó más de lo esperado por lo que la capacidad de sus plantas no era suficiente. Por esta razón tuvieron que producir aviones a mayores costos dada la escasez de partes además de las demoras en sus entregas. Otro factor fue los costos post-fusión los cuales eran unos costos extraordinarios.

Luego de ciertos cambios de gerencia y de estrategias, se comienza a ver una considerable recuperación en el EBIT que se mantiene durante los siguientes años. Para 1998 Boeing presentaba un EBIT de $1.567 M que prácticamente se duplica para los años 1999 y 2000, $3.170 M y $3.058 M respectivamente. Esta mejora se debe en parte a un aumento en los Ingresos Brutos, pero sobre todo a una disminución en los costos generales, administrativos y de los productos vendidos.

A pesar de que en los dos últimos años del estudio se presentan los valores mas altos históricos en el EBIT, si a estos los ajustamos a la inflación del mismo período, los resultados obtenidos ya no serian tan alentadores. En lugar de ser un aumento del EBIT, de 1996 en comparación al del 2000, de un 23% este ahora seria solo del 9% con el ajuste.

Como mencionamos antes, esta medida es muy utilizada para empresas que tienen altos niveles de deuda y gastos por intereses. Boeing presenta esos dos factores bastante estables y a niveles razonables durante los 6 años de análisis.

- EBITDA (Earning Before Interest Taxes Depreciation and Amortization)
(Ver Gráfico # 6)

Cierre año Fiscal	1995	1996	1997	1998	1999	2000
EBITDA Millones de US$	990	3751	1202	3189	4815	4537

Al igual que el EBIT observamos una significativa mejora en el EBITDA en el transcurso del período 1995 – 2000. El valor más bajo, de $990 M, lo encontramos en 1995. Para el año 1996 tenemos una fuerte mejora llegando a $3.751 M (279%), pero estos vuelven a caer a $1.202 M (-68%) en el año 1997, año de la fusión. Ya para el año 1998, que es donde ambas empresas se encuentran fusionadas, se presenta nuevamente un fuerte aumento en el EBITDA llegando a $3.189 M (165%), con otro fuerte aumento en 1999 de $4.815 M (51%) para luego estabilizarse en el 2000 con un valor de $4.537 M, muy parecido al del año anterior con una diferencia de -6%. En general observamos unos niveles de amortización bastante bajos durante dicho período, los cuales se incrementan poco a poco en el tiempo. Por el lado de la depreciación, esta si es sumamente elevada con respecto al nivel de Ganancias Operativas e igualmente notamos un aumento progresivo durante el período, pero no muy pronunciado. Finalmente podemos decir que el EBITDA se comporta muy parecido al EBIT, ya que las variaciones de la Amortización y Depreciación a través de los años del período, que son los factores que dan la diferencia, no son muy fuertes, manteniéndose así la misma tendencia.

Ahora, si aplicamos un ajuste de inflación a los valores del EBITDA, como lo hicimos con el EBIT, de igual manera los resultados ya no parecerán tan beneficiosos. Si comparamos el año 1996 con el 2000 sin el ajuste vemos una variación positiva del 21% mientras que si aplicamos el ajuste obtenemos solo un incremento del 7%.

- NOPLAT (Net Operating Profits Less Adjustable Taxes) (Ver Gráfico # 7)

Cierre año fiscal	1995	1996	1997	1998	1999	2000
NOPLAT Millones de US$	8	1242,335	-264	1302,708	2825,9753	1464,135

Podemos observar un NOPLAT bastante inestable aunque con mejora para el período post-fusión. Comenzamos en 1995 con un valor de 8 millones para luego aumentar fuertemente a $1242.33 en el año 1996. En 1997, año de la fusión y de la crisis de producción, observamos el único NOPLAT con valor negativo, $-264 millones. Para 1998 tenemos un valor de $1302.70 M siendo este un aumento aun más fuerte que el ocurrido entre los años 1995 - 1996. El aumento sigue su rumbo para el año 1999 con un monto de $2825.97 M, el más alto del período. Finalmente baja en el año 2000 ubicándose en S1464.13. Podemos concluir que a pesar de observar un gran aumento en el NOPLAT para 1999 (período post-fusión) este cae considerablemente en el 2000 y que si aplicamos a este valor un ajuste por inflación, obtendremos un resultado muy

parecido al del año 1996 (período pre-fusión). La variación observada entre 1996 y el 2000 es de 18% sin el ajuste por inflación y de 4% aplicando el ajuste.

- Margen Bruto (%) (Ver Gráfico # 8)

Cierre año fiscal	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Margen Bruto	16,96%	17,12%	11,26%	10,08%	11,51%	14,83%

Observamos para el período 1995 - 2000 un margen bruto que fluctúa entre el 10% y 17%. Para los años antes de la fusión, el margen bruto era bastante mejor que el año de la fusión (11.26%) y post-fusión (10.08% y 11.51% para 1998 y 1999 respectivamente) a excepción del cierre del 2000 (14.83%) donde se observa una recuperación, pero que no alcanza los niveles de los años 1995 y 1996, 16.96% y 17.12% respectivamente. Estos resultados se deben a que el monto de los ingresos totales aumentó significativamente durante el período mientras que las ganancias brutas se mantuvieron relativamente estables a excepción del 2000 que si se observa un repunte significativo.

- Margen Operativo (%) (Ver Gráfico # 9)

Cierre año fiscal	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Margen Operativo	-0,96%	7,01%	-0,56%	2,79%	5,47%	5,96%

A diferencia del margen bruto, el operativo si demuestra una mejora y estabilización luego de la fusión. Podemos ver para el año 1995 el margen operativo es de -0.96% lo

cual ya nos indica una pérdida. Para 1996 este margen mejora significativamente para llegar a 7.01%, el más alto en los 6 años. Luego en 1997 año de la fusión el margen operativo vuelve a caer para ubicarse en -0.56%, nuevamente una pérdida. Pero a partir de allí, el margen experimenta un aumento sostenido, 2.79% para 1998, y nos da a ver una estabilidad entre el año 1999 y 2000 donde obtenemos 5.47% y 5.96% respectivamente. La razón principal de la diferencia entre el margen bruto y operativo son los elevados gastos especiales que presentan los años 1995 y 1997, las cuales disminuyen fuertemente las ganancias operativas para colocarlas como pérdidas. Podemos asumir que la fusión Boeing-McDonnell Douglas mejoró significativamente el nivel de gastos.

- Margen Neto (%) (Ver Gráfico # 10)

Cierre año fiscal	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Margen Neto	-0,11%	5,13%	-0,39%	1,99%	3,98%	4,15%

La tendencia del Margen Neto es muy parecida a las del margen operativo. Al igual que en el margen operativo, observamos porcentajes negativos para los años 1995 y 1997 (-0.11% y -0.39% respectivamente), siendo el año 1996 el porcentaje más alto (5.13%) y luego de la fusión vemos un aumento progresivo con tendencia a la estabilidad (1.99%, 3.98% y 4.15% para el año 1998, 1999 y 2000 respectivamente).

- Capitalización de Mercado (Ver Gráfico # 11)

Cierre año fiscal	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Capitalización (M de US$)	38.384,16	51.583,28	47.474,27	31.545,11	38.002,33	56.727,00

Podemos observar que durante el período estudiado, existe una gran fluctuación en los valores de capitalización. Del año 1995 a 1996 ocurre un aumento de 38.384 M a 51.583 M respectivamente. Luego para 1997 fecha de la fusión, la capitalización baja a 47.474,24 M y continua su descenso hasta llegar a 31.545,11 M en 1998, el valor más bajo del período. A partir de este año se presenta un repunte ubicándose el año 1999 en 38.002,33 M y el máximo valor del período para el año 2000 de 56.727,00 M. Si ajustamos estos valores a la inflación del período podemos notar que el valor obtenido en el año 2000, que parecía ser el más alto histórico, ahora se iguala al valor del año 1996. La diferencia es prácticamente nula de solo un 0.2%. Los nuevos valores con el ajuste son los siguientes.

- Capitalización Ajustada (Ver Gráfico # 12)

Cierre año fiscal	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Cap ajustada Inflación Millones de US$	38384,16	49935,41	45189,445	29554,06	34667,68	50047,67

VI.2. Análisis de los indicadores Caso Citicorp - Travelers

- Precio de la Acción (Al Cierre del año) (Ver Gráfico # 13)

Años	1996	1997	1998	1999	2000
Precio de la Acción (C)	14,6640	26,1165	24,0866	40,9749	50,6334

El precio de la acción "C" percibió durante los dos años previos a la fusión un incremento de 78% aproximadamente, luego para el año del anuncio y de la culminación del proceso de fusión presentó una caída del 7,77% y para el año siguiente tuvo un aumento del 70% ubicándose para el cierre del año 2000 en su valor más alto de $50,63 el cual representó un incremento del 23,57%. En la evolución diaria del precio de la acción, se observó que el precio de la acción de la empresa adquiriente pasó de 29,90 para el día 3 de abril de 1998 a 35,38 para el día del anuncio de la fusión (6 de abril del mismo año), y que comenzó a percibir una tendencia a la baja luego del anuncio. De esta manera podemos corroborar los resultados del paper de Chavaltanpipat, Kholdy y Sohrabian denominado The Effect in Bank Acquisition on Stockholder Wealth(1997), según el cual en el caso de fusiones de empresas de alta capitalización, se tiende a que las empresas adquirientes perciban efectos negativos alrededor del anuncio de la fusión. Recordemos que no es posible guiarnos solo por los aumentos o descensos del precio de la acción para indicar si esta operación realmente produjo valor a los accionistas de la nueva empresa conformada ya que muchos de estas variaciones reflejan la reacción que

tiene sobre los consumidores el anuncio de una fusión, en este caso como dijimos anteriormente la fusión de estos dos grandes prestadores de servicios financieros, Citicorp y Travelers, en un principio trajo mucha preocupación a los clientes de ambas compañías al igual que a sus accionistas ya que se temió que los honorarios por servicios se elevaran de sobre manera. Esto pudo ser una de las razones de porque para el año 1998 el precio de la acción decae un poco. Intuimos que luego de formada la compañía en los años posteriores al proceso de fusión las elevaciones que el precio de la acción sufrió se debieron en gran medida a las grandes expectativas que el mercado tenía acerca de la nueva compañía. Es por eso que no podemos medir los resultados de la fusión solo por los resultados del mercado accionario sino que es necesario analizar medidas de tipo operativo y de desempeño, que complementen la medición del comportamiento de la empresa luego de haberse fusionado.

- Precio/Utilidad (P/E Ratio) (Ver Gráfico # 14)

Años	1996	1997	1998	1999	2000
P/E	5.18	9.13	17.84	18.37	18.82

Para el caso de esta fusión, podemos notar a primera vista que la trayectoria del P/E para los años en estudio tendió al alza. Durante los dos primeros años antes de realizarse la fusión entre Citicorp y Travelers, 1996 y 1997, podemos observar que el ratio P/E venía experimentando un crecimiento, con ganancias netas estables y ganancias netas por acción crecientes, debidas a que el número de acciones bajó un poco en el año 1997. Para el año del anuncio de la fusión, 1998, el ratio P/E tuvo un incremento del 95% lo

que indicaba que las expectativas de crecimiento futuras se elevaban gracias a la fusión de estas dos grandes compañías, para este año el valor arrojado de 17,84 indicó que el mercado para ese momento pagó por cada dólar de ganancia 17,84 dólares. El incremento de este indicador se debió a la caída del precio de las acciones de la nueva compañía Citigroup, la cual experimentó una baja del 7,77%, al aumento del número de acciones, y al descenso de las ganancias netas por acción. Ya que el P/E se elevó considerablemente con respecto a los años anteriores, podemos intuir que para el anuncio de la fusión, el mercado estimó que la empresa tenía grandes expectativas de crecimiento de las ganancias, pues cada dólar de ganancia fue valorado positivamente.

Para el año siguiente, 1999, el ratio P/E presentó un incremento, del 2,97%, esta variación fue consecuencia entre otras cosas, al incremento del precio de la acción en más del doble, paso de 24,08 para el año 1998 a 40,97 para el año 1999, acompañado de un incremento de las ganancias netas en 61,76% y de un aumento del número de acciones, gracias a un split realizado por Citigroup de 3 por 2 para ese año. Finalizando el análisis de este indicador tenemos que para el año 2000 el ratio P/E continúa su trayectoria al alza pero a una tasa de crecimiento menor, de 2,44%, en el período de estudio en cuestión, ya que el precio de la acción experimentó un crecimiento de 23,57% las ganancias netas por acción presentaron un incremento mayor, del 35,70%, debido a que las ganancias netas se elevaron, en un 20,24%, y a que el número de acciones disminuyó.

- Precio/Valor en Libros (P/B Ratio) (Ver Gráfico # 15)

Años	1996	1997	1998	1999	2000
P/B	0.89	1.46	2.90	3.54	3.84

Al analizar este indicador nos podemos percatar que el P/B para el caso de Citigroup presentó un crecimiento sostenido hasta el año 2000 .De hecho la mayor variación que percibe el índice en el período en estudio en cuestión es para el año siguiente a la fusión, en 1999, cuando se observa un incremento en este indicador de 99% aproximadamente, debido en gran medida al alza que registro el precio de cierre de las acciones de Citigroup, el cual según podemos ver arriba casi dobla su dígito en el transcurso de 1998 a 1999, y al pequeño declive del valor en libros por acción, gracias a que el número de acciones aumentó en mayor proporción que el valor en libros. De esta manera podemos intuir que para el año que siguió al proceso de fusión la compañía sufrió un gran impacto tanto en su valor en libros, número de acciones y precio de la acción, todo consecuencia de la gran operación realizada .

- Precio/Ventas Totales(P/S Ratio*)* (Ver Gráfico # 16)

Años	1996	1997	1998	1999	2000
P/S	0.54	0.85	1.44	2.19	2.28

Como se puede observar este índice creció paulatinamente hasta el año 2000. El hecho de que el P/S experimentará un incremento, no quiere decir que las ventas por acción cayeron siempre. De hecho estas experimentaron un declive solo durante el anuncio y el

proceso (1998) y el primer año luego de finiquitado el acuerdo (1999); tanto para el período 1996-1997 como para finales del 2000 las ventas por acción experimentaron un aumento de hasta 65% y el 28% respectivamente. Es por eso que podemos decir que el aumento del P/S no se debe en su totalidad a la disminución de las ventas por acción, sino también a la trayectoria del precio de la acción. Es así como no es posible solo con el valor del P/S decir que mientras el índice sea menor, implica que la compañía esta mejor. Ya que puede que las ventas hayan experimentado un alza y por lo tanto el valor del P/S decline, sí este fuese el caso mientras menor sea el P/S mejor esta posicionada la empresa con respecto a sus ventas, o por el contrario, que las ventas disminuyeran con lo cual el índice precio/ventas se elevaría y la compañía estaría peor posicionada con respecto a sus ventas; o existe otra posibilidad, que la elevación del índice P/S se deba al alto precio de la acción y no existan disminuciones enlas ventas de la compañía, el cual sería el caso de Citigroup para el lapso 1998-1999, en el cual el precio y el P/S casi se doblan en dígito.

- EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) (Ver Gráfico # 17)

Años	1996	1997	1998	1999
EBIT Millones de US$	11.087	10.750	11.085	18.151

Al analizar el EBIT de Citigroup, podemos notar que el mismo, disminuyó un poco entre el año 1996 y 1997, debido en gran parte a que los gastos para ese año lograron

superar en proporción a los ingresos (a pesar que estos consiguieron elevarse), y que para los años consecutivos (1998,1999 y 2000), logra elevarse comenzando con un 3% en 1998, siguiendo con un 63% para 1999 y finalmente alcanzando un 16% de crecimiento para el año 2000. En resumidas cuentas los tres primero años en estudio se podría decir que se mantuvo estable el EBIT, ya que percibe variaciones pequeñas, mientras sus cambios más significativos los sufre para después del proceso de fusión, como lo refleja el gráfico adjunto. Todo esto gracias al esfuerzo que ejerció la compañía con respecto a su política de reducción de gastos, además de las continuas inversiones sobre todo en los negocios principales de Consumo e Internet, ya que eran los que mejor se proyectaban para fomentar a Citigroup a crecer tanto en ganancias, como en alcance, para así seguir distinguiéndose como el más grande supermercado de servicios financieros en EE.UU. Es más, para el año de la culminación del proceso de fusión, 1998, los directivos de Citigroup tenían conocimiento que el progreso en el área corporativa sería más lento, en parte porque los mercados globales presentaron para la época extrema volatilidad, gracias a las turbulencias económicas debido a la caída en las ofertas públicas iniciales, en la actividad comercial y en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Ya para el año del anuncio y los dos que le siguen notamos que Citigroup, mejora substancialmente su EBIT, en un 63% entre 1998-1999 y en un 16% para los años que comprenden 1999-2000, finalizando en el año 2000 con un valor que prácticamente duplica el que tenía para el año 1998 cuando se culmina el acuerdo y se forma la nueva compañía. Este incremento en el EBIT se debió sobre todo al aumento de los ingresos brutos de Citicorp y al control de gastos. Después de haber ajustado los

valores del EBIT por la inflación, notamos que este indicador para el año 2000 presentó valores de $17.105 el cual representa una variación de 59,44% respecto al año anterior, mientras que los valores no ajustados para este mismo período percibieron variaciones porcentuales de 63,74% como ya se acoto. De esta manera podemos afirmar que para el cierre del ultimo año en estudio el EBIT fue el valor histórico más alto percibido hasta el año 2000.

- EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)

(Ver Gráfico # 18)

Años	1996	1997	1998	1999	2000
EBITDA Millones de US$	12.269	11.968	12.895	20.377	23.791

Al observar el EBITDA nos percatamos que este indicador sigue una trayectoria muy parecida a la del EBIT, anteriormente descrita. Para los dos primeros años antes de la fusión de Citicorp con Travelers, el índice referido cae un poco en un 2,5% aproximadamente de 1996 a 1997, al igual que para el caso del EBIT esto se debió principalmente a que los gastos se incrementaron más en comparación a lo que se elevaron los ingresos para el año 1997, luego el EBITDA logra recuperarse en un 7,75%, en 1998 y acercarse al nivel inicial del período en estudio, es decir, al valor de 12269 para el año 1996. Generalizando para los tres primeros años, que incluyen el momento antes de la fusión de Citigroup, el de su anuncio y el de su consolidación, el

EBITDA presenta variaciones poco significativas, manteniéndose estable en promedio. Es para los años del postmerger cuando este indicador presenta variaciones al alza realmente perceptibles, arrojando incrementos de 58% para 1999 y de 16% para el año 2000. Con respecto a la depreciación y amortización, debemos decir que como se puede verificar en el flujo de caja de Citicorp, tendió siempre al alza durante el período en cuestión, 1996-2000, presentando variaciones mínimas de 3% para los dos primeros años, y máximas de 49% para el año donde se culminó el proceso de fusión (1998). Podemos concluir que en general el EBITDA se comporta de manera muy parecida al EBIT, porque lo que distingue a estas dos medidas, radica en la depreciación y amortización, las cuales presentaron un incremento durante el período en estudio pero no muy pronunciado, de tal manera que se puede afirmar que ambos indicadores siguieron la misma tendencia. Y de hecho al comparar sus valores, notamos que las diferencias entre ellos son pequeñas. Al ajustar del EBITDA por la inflación notamos que este arrojó su valor mas alto para el cierre del año 2000, al igual que en el caso del EBIT, pero para este año presentó una variación de 12,91% cifra un poco por debajo de la variación que obtuvo con los valores no ajustados se comportan de forma similar a los no ajustados.

- NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) (Ver Gráfico # 19)

Años	1996	1997	1998	1999	2000
NOPLAT Millones de US$	12.359	10.358	15.128	20.246	22.919

Al observar las utilidades operacionales de Citigroup netas de impuestos ajustados, podemos observar que siguieron un trayectoria por lo general al alza, teniendo que el único declive que presentó el NOPLAT fue para un año antes de la fusión, 1997, para el cual bajo en un 16% aproximadamente en comparación al año que lo precedió, 1995, esto se debió en gran medida a la baja que presentó el EBITA para el año 1997, al igual que ocurrió con el EBIT y el EBITDA para la misma fecha, la cual como mencionamos anteriormente, se debió a que a pesar que los ingresos se elevaron para 1997 los gastos lo hicieron más, resultando en un EBIT, EBITA, EBITDA y NOPLAT menor respecto a 1996. Además de esto el NOPLAT estuvo acompañado para esta época de una elevada variación en la provisión de impuestos diferidos, efecto que junto al descrito antes contribuyó al declive del NOPLAT para el año 1997, resultado que se observa claramente en la gráfica que se muestra a continuación. Lugo para los años de la fusión y los que la preceden vemos como este indicador sigue una tendencia al alza finalizando para el cierre del año 2000, con un aumento del 13,20%. Al igual que para los dos casos anteriores, notamos que debido a la baja inflación que experimentó Estados Unidos , entre un 2% a un 3%, los resultados finales ajustados siguen la misma tendencia que los no ajustados calculados con los datos de los balances. Y que para el valor histórico más

alto presentado por la empresa, en el año 2000, se obtuvo una variación del 17% aproximadamente.

- Margen Bruto (%) (Ver Gráfico # 20)

Años	1996	1997	1998	1999	2000
Margen Bruto	17%	15%	13%	19%	19%

Al observar el desenvolvimiento de este indicador, notamos que percibió una caída los años antes de la formación de Citigroup, 1996 y 1997, y el año de la culminación de la fusión, 1998, y una mejora para el período de post-fusión, 1999, manteniéndose estable para finales del año 2000. Esto nos indica que con la fusión se elevó el porcentaje de la utilidad bruta que viene explicado por los ingresos totales. Esto se debió a que para estos primeros tres años los ingresos totales crecieron más rápidamente que la utilidad bruta, inclusive esta bajó para el año 1997. Y para el año que precedió a la fusión de Citigroup, el margen bruto se elevó gracias a que se aceleró la velocidad de crecimiento de la utilidad bruta, como se observa en el estado de ganancias y pérdidas anexo, de hecho para el año 1999, el total de ingresos se eleva en un 10% aproximadamente, y la utilidad bruta en un 64%. Y por último tenemos que para el año 2000, los ingresos totales se elevaron en un 18% y la utilidad bruta en casi un 17%, incrementos que se compensaron, de allí el hecho de que el margen bruto se conservó igual que para el año 1999.

- Margen Operativo(%) (Ver Gráfico # 21)

Años	1996	1997	1998	1999	2000
Margen Operativo	11%	9%	8%	12%	12%

Así mismo observamos que para el caso del margen operativo, ocurrió lo mismo que para los otros dos márgenes, durante los dos años pre-fusión y durante el año de la consolidación de Citigroup, el margen operativo bajó, para luego recuperarse al año siguiente y mantenerse para finales del año 2000. La explicación de este fenómeno es más o menos la misma que analizamos anteriormente, en los años antes de la fusión y en el año en que esta se llevo a cabo los ingresos totales crecieron de manera más veloz en comparación con la utilidad operativa, la cual experimentó inclusive bajas en los años 1997 y 1998, como se puede apreciar en el estado de ganancias y pérdidas, factores que contribuyeron a la caída del margen operativo. Luego tenemos que para el año 1999, la utilidad operacional, creció en un 64% aproximadamente, y los ingresos totales en un 10%, lo cual se traduce en un incremento del margen operativo para este año. Y para el año 2000, los incrementos tanto de la utilidad en operaciones como de los ingresos totales logran compensarse, provocando que el margen operativo quede igual que en el año anterior.

- Margen Neto (%) **(Ver Gráfico # 22)**

Años	1996	1997	1998	1999	2000
Margen Neto	10%	9%	8%	12%	12%

Al observar el margen neto vemos que sigue más o menos la misma trayectoria que el margen bruto, presentando un declive para los años antes de la fusión, 1996 y 1997, e inclusive para el año de la fusión de Citigroup, 1998, un aumento para el año que le sigue, 1999, y un estancamiento podría decirse para el año 2000, ya que el porcentaje de margen neto permanece igual al año que lo precede, en un 12%. Esto último en este caso se debió a que la utilidad neta se elevó en un 20% y como ya dijimos en el caso de análisis del margen bruto el total de ingresos se incrementó el año 2000 en un 18%, porcentajes que se compensan al redondear. Al igual que en el caso anterior la razón del porque cae el margen neto durante los tres primeros años en estudio, radica en que para este período los ingresos totales crecieron más rápido que la utilidad neta en este caso, resultado que se revierte para año 1999.

- Capitalización del Mercado **(Ver Gráfico # 23)**

Años	1996	1997	1998	1999	2000
Millones de US$	34.918,97	61.227,67	12.4001,39	206.583,32	254.465,77

Al observar la capitalización de mercado y la ajustada por inflación para la fusión de Citigroup, nos damos cuenta que esta fue creciente durante todo el período de análisis lo que implica que el mercado cada año que pasaba la valoraba más, pero se debe tener

cuidado con esta acepción ya que el incremento del CAP se debe también a otros factores y no solo a valoraciones de mercado, es decir, se debe también al aumento en la emisión de acciones, en los splits realizados por la compañía y en la fluctuación del precio de la acción “C”, el cual comenzó en 14,66 en 1996 y cerró en 50,63 en el año 2000, una variación que se traduce en un incremento de más del 245% en cinco años. De igual manera es posible, que el año 1999 la capitalización se duplica, gracias a que como mencionamos anteriormente el precio de la acción se elevó para dicho año en más del doble, pasó de 24,08 para el año 1998 a 40,97 para el año siguiente. Para finalizar, podemos acotar que al ajustar por inflación los valores de la inflación siguen la misma trayectoria además de variar en su valor muy poco, debido en gran parte a la baja inflación que experimentó Estados Unidos para el período de estudio.

- Capitalización Ajustada **(Ver Gráfico # 24)**

Años	1996	1997	1998	1999	2000
Millones de US$	34918.97	60204.20	120008.46	219220.09	231912.27

VI.3. Análisis de Indicadores Caso Daimler-Benz - Chrysler

- Precio de la Acción (Al Cierre del Año) (Ver Gráfico # 25)

Cierre del Año	1996	1997	1998	1999	2000
Precio de la Acción	59,69	73,53	85,95	70,76	48,23

El comportamiento del precio de la acción, en nuestro caso Daimler-Chrysler para el período 1996-2000, presenta un crecimiento hasta 1998, año de la fusión, para luego descender a su punto más bajo en el año 2000. Observamos un aumento del 23,18% para 1997 seguido de un 16,88% en el año 1998 llegando al valor más alto en su historia de 85,95 Euros por acción. Este aumento se debió en gran parte a que ambas empresas presentaban una trayectoria muy eficiente, siendo Daimler-Benz la compañía más rentable de carros Alemana mientras que Chrysler, a pesar de ser la más pequeña de las tres grandes compañías de carros americanos, era la más eficiente de las tres. Es importante mencionar que para el momento del anuncio de la fusión, el día 6 de Mayo de 1998, el precio de la acción de Chrysler se disparó en un 17,5% siendo la segunda acción más transada ese día. Por el otro lado la acción de Daimler-Benz aumentó un 6.37%.[121] Podemos decir entonces que el mercado percibió esta posible fusión como prometedora en un primer momento. Seguido de la fusión vemos como el precio comienza a descender en 1999 un -17,67% para luego caer aun más fuerte, -31,83%. La

[121] CNNfn.com; *Investing in auto stocks*; 6 Mayo 1998.

razón principal de esta caída fueron los problemas gerenciales ocurridos, los cuales generaban incertidumbre en el futuro de la compañía así como un deterioro en los resultados financieros.

- Precio-Utilidad (P/E - Price Earnings Ratio) (Ver Gráfico # 26)

Cierre Año Fiscal	1996	1997	1998	1999	2000
P/E	14,57	10,66	17,11	12,35	6,13

Podemos observar para nuestro caso DaimlerChrysler un P/E bastante inestable, pero con una tendencia a la baja después de la fusión. Para el año 1996 se presentaba un P/E igual a 14.57, lo que significa un poco más de 14 veces sus ganancias netas por cada acción que se vende. Para 1997 ocurre una disminución del 27%, para llegar a 10.66, el cual se debe al fuerte aumento en las ganancias netas (62%). En 1998, año de la fusión, observamos el P/E más alto del período de 17.11 (un 60% de variación). Dicho aumento ocurre tanto por la caída en los ingresos netos en un 26.37% como por el aumento del precio de la acción de casi 17%. Luego de la fusión, vemos como el P/E cae paulatinamente hasta llegar a su punto más bajo al final del período. Pasamos al cierre de 1999 a un P/E de 12.35 equivalente a una caída de 28% y al cierre del 2000 a un P/E de 6.13, lo que significa una disminución del 50%. La razón de esta fuerte baja fue el aumento consecutivo de las ganancias netas así como la caída del precio de la acción.

- Precio / Valor Libros (P/B - Price / Book) (Ver Gráfico # 27)

Cierre Año Fiscal	1996	1997	1998	1999	2000
P/B	2,23	2,50	2,72	1,97	1,14

Durante nuestro período de estudio 1996 – 2000, tenemos un P/B bastante bajo que ronda entre 2.72 y 1.14. Podemos ver que el P/B comienza con un aumento hasta el año de la fusión y a partir de allí inicia su descenso hasta su punto mas bajo en el 2000. El aumento del P/B para los años 1997 y 1998 representan un 12% y 9% respectivamente. Luego la caída es un poco más pronunciada, equivalente a un -28% para 1999 y de -42% para el año 2000. A pesar de que el capital de los accionistas aumenta año tras año, lo que lleva prácticamente la fluctuación del P/B durante el período es el precio de la acción, el cual llega a su punto más alto en 1998 para luego descender hasta su punto más bajo en el 2000.

- Precio / Ventas Totales (P/S – Price / Sales) (Ver Gráfico # 28)

Cierre Año Fiscal	1996	1997	1998	1999	2000
P/S	0,58	0,59	0,63	0,47	0,30

El desenvolvimiento del P/S se parece mucho al observado en el P/B. Comenzamos con un aumento desde 1996 hasta 1998, año de la fusión, para luego descender hasta su punto más bajo en el 2000. También se presentan valores muy bajos, pero en este caso

todos son inferiores a la unidad. La diferencia del P/S entre el año 1996-1997 es de una décima, prácticamente nula. Para el año 1998 observamos un ascenso igualmente bastante bajo, de un 5%. Después de estar en el pico en 1998, comienza el descenso. Para 1999 la variación fue de un -24% y para el 2000, un poco más pronunciada, de un -37%, para llegar a un P/S de 0.30. Las dos razones de este desenvolvimiento del P/S es tanto el aumento del precio de la acción de 1996 a 1998 con el seguido descenso hasta el 2000 y el aumento progresivo de las ventas durante el período de estudio, el cual se hace más pronunciado luego de la fusión.

- EBIT (Earning Before Interest and Taxes) (Ver Gráfico # 29)

Cierre Año Fiscal	1996	1997	1998	1999	2000
EBIT Millones de Euros	5.285	5.547	7.330	9.324	4.320

En nuestro caso podemos ver un desenvolvimiento positivo y progresivo para el EBIT hasta el año 2000 donde ocurre una fuerte baja hasta su punto más bajo del período. La variación que observamos para el año 1997 es de un 5%, le sigue una de 32% para 1998 y el último aumento, para 1999, es de 27%. Luego percibimos una fuerte caída del 54% llegando al mínimo valor del EBIT igual a 4.320 millones de Euros. Este desplome en el EBIT se debió tanto a la caída de ingresos brutos como al fuerte aumento en los gastos operativos. El resultado es aún peor si lo ajustamos a la inflación. Utilizando el Índice de Precios al Consumidor de Alemania obtenemos ahora un EBIT para el año 2000 de

4.081,40 millones de Euros, el cual es un 6% menor. Terminamos teniendo entonces para el cierre de este año 2000 el EBIT más bajo histórico del período de estudio.

- EBITDA (Earning Before Interest Taxes Depreciation and Amortization)
(Ver Gráfico # 30)

Cierre Año Fiscal	1996	1997	1998	1999	2000
EBITDA Millones de Euros	10.677	11.850	14.661	18.674	17.938

El desenvolvimiento del EBITDA es muy parecido al del EBIT, pero con la única diferencia que en el último año, a pesar de ocurrir igualmente la única baja, esta es muy leve. La variación observada para el año 1997 es de un 11%, seguida de un 24% para 1998 y el último aumento, para 1999, es de 27%. Pero ahora la caída que percibimos es de solo 4%, en lugar del 54% ocurrida para el EBIT, obteniendo así en EBITDA al cierre del período de 17.938 millones de Euros. A diferencia del EBIT, el EBITDA presenta una caída mas leve en el último año gracias a los altos valores de Depreciación y Amortización, los cuales son mayores que incluso el mismo EBIT. Si aplicamos el ajuste por inflación a los resultados, notamos una disminución del 6% quedándonos con un EBITDA de 16.974,24 millones de Euros para el 2000. Con este resultado, este año sigue quedando en segundo puesto de mayor valor, después del año 1999.

- NOPLAT (Net Operating Profits Less Adjustable Taxes) (Ver Gráfico # 31)

Cierre del Año	1996	1997	1998	1999	2000
NOPLAT Millones de Euros	2.914,82	3.108,00	6.768,30	6.827,72	1.821,07

El desenvolvimiento del NOPLAT así como del EBIT y EBITDA presentan su punto más alto para el año 1999. Vemos como para los dos años antes de la fusión el NOPLAT se mantiene casi al mismo nivel con una pequeña variación del 7%. Para el año de la fusión observamos un fuerte aumento para dicho indicador llegando a 6.768,30 millones de Euros, es decir, sobrepasa la duplicación con una variación del 118% debido principalmente a un considerable aumento en el EBITA. Para el año 1999 observamos un muy leve aumento del 1%, prácticamente imperceptible, pero que ubica el valor de 6.824,72 millones de Euros como el más alto histórico. Pero para el año 2000 notamos un derrumbe del NOPLAT llegando a 1.821,07 millones de Euros, su punto más bajo del período en estudio y equivalente a -73%. Dicho bajón correspondió principalmente a una disminución de más de la mitad del EBITA.

- Margen Bruto (%) (Ver Gráfico # 33)

Cierre Año Fiscal	1996	1997	1998	1999	2000
Margen Bruto	22,11%	20,94%	20,09%	19,94%	16,98%

Durante todo el período de estudio observamos un descenso progresivo en el margen bruto. La variación es casi igual para cada uno de los años siendo la más pronunciada,

pero en pequeña medida, la de 1999-2000. La razón de esta caída en el margen bruto se debe a que a pesar de que los ingresos totales aumentan progresivamente todos los años, el nivel de costos de ventas también lo hace, pero a una mayor proporción reduciendo así el margen año tras año. Los porcentajes de aumento de los ingresos son de 15,93%, 12,08%, 13,81%, 8,26% mientras que el de los costos de ventas fueron 17,66%, 13,28%, 14,03% y 12,26% para los años 1997, 1998, 1999, 2000 respectivamente.

- Margen Operativo (%) (Ver Gráfico # 33)

Cierre Año Fiscal	1996	1997	1998	1999	2000
Margen Operativo	5,21%	4,72%	5,56%	6,22%	2,66%

A diferencia del margen bruto, el margen operativo presenta un desenvolvimiento oscilante e inestable. Comenzamos con una baja en el margen para el año 1997 debido principalmente a la caída del margen bruto, ya que los gastos operativos aumentan en una proporción parecida a la del ingreso bruto. Para el año 1997 hasta 1999 observamos un aumento del margen producido por el crecimiento del los ingresos operativos en mayor proporción a los ingresos totales. El movimiento más pronunciado lo observamos para el año 2000 con una fuerte caída del margen para llegar al 2,66%. Esta pronunciada baja se debió al derrumbe de -53,65% en las ganancias operativas producidas por el marcado aumento en los gastos operativo.

- Margen Neto (%)(Ver Gráfico # 34)

Cierre Año Fiscal	1996	1997	1998	1999	2000
Margen Neto	3,97%	5,57%	3,66%	3,83%	4,86%

Al observar el movimiento del Margen Neto vemos que este se comporta opuestamente al margen Operativo. Vemos como para el año 1997 ocurre un aumento de este para llegar a 5.57%, el porcentaje más alto del período. Este incremento se produjo gracias al crecimiento de los ingresos netos en un 62,77% en comparación a un aumento de los ingresos totales del 15,93% para ese año. En 1998, año de la fusión, vemos el nivel de margen neto más bajo del período de 3.66%. A partir de allí comienza a recuperarse para llegar al año 2000 a 4.86% el cual, a pesar de haber aumentado, sigue siendo inferior al porcentaje más alto histórico de 1997.

- Capitalización de Mercado (Ver Gráfico # 35)

Cierre Año Fiscal	1996	1997	1998	1999	2000
Capitalización Millones de Euros	58.596,61	69.806,78	82.451,84	70.965,20	48.389,35

El comportamiento de la Capitalización de mercado de la empresa presenta un crecimiento hasta 1998, año de la fusión, para luego descender a su punto más bajo del período en el año 2000. Observamos una variación del 19,13% para 1997 seguido de un 18,11% para 1998, muy parecido al incremento del año anterior. Las expectativas que el

mercado percibía para esta fusión eran muy alentadoras por lo que se vio reflejado en el aumento de la acción elevando así la capitalización de mercado. Pero los problemas gerenciales de la compañía comenzaron a aparecer y con este también los financieros, lo que empujó el precio de la acción a la baja. La capitalización bajó de su punto más alto histórico, año de la fusión, en -13,93% seguido de otro bajón aun más fuerte de -17,41% para llegar a su punto más bajo de 48.389,35 millones de Euros en el año 2000. Ahora, si utilizando el Índice de Precios al Consumidor de Alemania obtenemos una Capitalización para el año 2000 de 45.716,69 millones de Euros, el cual es un 6% menor al obtenido sin ajuste. Terminamos teniendo entonces para el cierre de este año 2000 el valor más bajo histórico para la Capitalización de Mercado del período de estudio. Los nuevos valores con el ajuste son los siguientes.

- Capitalización Ajustada **(Ver Gráfico # 36)**

Cierre del Año	1996	1997	1998	1999	2000
Cap ajustada Inflación	58.596,61	68.579,21	80.598,91	68.507,22	45.716,69

VII. PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

Presentación y Análisis de los Resultados

VII.1. Análisis de los Resultados Caso Boeing – McDonnell Douglas

En general luego de haber observado y analizado los indicadores, P/E, P/S, P/B, EBIT, EBITDA, NOPLAT, Márgenes de Utilidad y Capitalización de Mercado, para definir el desempeño de la fusión entre Boeing y McDonnell Douglas, podemos decir a pesar del pobre desempeño inmediato de la nueva empresa luego de la fusión, se observa una fuerte recuperación para los dos últimos años del período cuya tendencia nos dice que la empresa va por buen camino.

La trayectoria de los indicadores la observamos oscilante y con fuertes picos. Como dijimos anteriormente, el tipo de negocio que presenta Boeing es muy cíclico, es decir, no tiene un nivel de ingresos estable. Esta es una de las razones por la cual los indicadores presentan estos comportamientos. Durante el período estudiado, no logramos ver un comportamiento de mejoramiento o desmejoramiento consecuente. Notamos que para el período antes de la fusión, años 1995-1996, el desempeño general de las dos compañías en agregado fue bastante positivo. En un primer lugar vemos un aumento tanto del P/E, P/B y P/S. Como dijimos anteriormente dicho aumento se debió principalmente a la subida en el precio de la acción que sobrepaso, en proporción, tanto

al Valor en Libros como a las Ventas Totales. En referencia al P/E este logró pasar a territorio positivo gracias al fuerte aumento en las ganancias por acción. Dado el aumento en el precio de la acción notamos un incremento muy parecido, en proporción, de la capitalización de mercado. En cuanto al EBIT, EBITDA y NOPLAT, en los tres indicadores observamos el mismo comportamiento, una fuerte subida formando un pico luego de la pronunciada caída ocurrida en 1997. Este marcado aumento se debió principalmente al incremento de las ganancias operativas. Finalmente por el lado de los márgenes de utilidad, tanto el margen Operativo como el Neto presentaron fuertes incrementos, parecidos a los del EBIT, EBITDA y NOPLAT pasando de valores negativos a los puntos más altos del período en estudio 1995-2000. El Margen Bruto solo tuvo una muy leve variación positiva.

Para el año de la fusión, 1997, vemos un descenso generalizado de todos indicadores. Este comportamiento fue tanto para el P/E, P/B, P/S como para el EBIT, EBITDA, NOPLAT y Márgenes de Utilidad y la principal razón fue la baja en las ganancias operativas. En cuanto a la capitalización de mercado, este tuvo un descenso de casi un 8% al igual que el precio de la acción, poco más del 8%. Esta disminución en la capitalización no reflejó, en proporción, la abrupta caída en las utilidades de la empresa. En otras palabras, el mercado no castigó tan fuertemente el pobre desempeño mostrado por Boeing durante el año de la fusión.

Para el período Post-fusión 1998-2000, observamos una considerable recuperación en los indicadores. Vemos como tanto el P/E, P/B y P/S presentan un aumento de valor. En cuanto al EBIT, EBITDA y NOPLAT observamos una fuerte recuperación de los montos hasta el año 1999 donde se estabilizan e incluso tienden a bajar un poco, pero terminan quedando por encima de los valores históricos del período. Si ajustamos dichos montos a la inflación, podemos observar que aunque los valores sobrepasan a los históricos, estos lo hacen por poca diferencia, es decir, que para el final del período de estudio, año 2000, estamos prácticamente igual a los valores del año 1996. Si miramos el desenvolvimiento de los márgenes de utilidad, notamos una recuperación de los mismos, pero estos no llegan a alcanzar a los porcentajes más altos del período ocurridos en 1996. Finalmente, dijimos cuando analizamos la capitalización de mercado que, a pesar de que dicho valor había caído fuertemente hasta su punto más bajo en el año de la fusión, este presentó una recuperación sostenida hasta sobrepasar en el año 2000 al punto más alto hasta entonces sucedido en 1996. Pero esta diferencia que solo representa un 9.97% de aumento es anulada con una inflación acumulada de 9.76% para el mismo período de tiempo. Podemos decir entonces dada la pequeña diferencia del valor de la empresa antes y después de la fusión, que si ajustamos los resultados con la inflación del momento, las conclusiones inmediatas que podemos tomar en cuanto a los efectos de la fusión serian distintas. En último lugar podemos decir, que el valor que le da el mercado a la empresa para el último año de estudio es igual al punto más alto histórico, es decir, que para el mercado el valor de las dos empresas fusionadas es prácticamente igual al valor de la suma de ellas por separado.

Un punto importante para este último período de estudio es que se observa una tendencia a la estabilización en varios de los indicadores como el EBIT, EBITDA, Margen Operativo y Margen Neto. Este punto es una de los beneficios más importantes que se están dando en la nueva empresa luego de la fusión. Ahora Boeing deja de ser una empresa de aviones comerciales esencialmente y se lanza fuertemente en el área de defensa. Además, como lo mencionamos anteriormente, los nuevos negocios que están en etapa de desarrollo y que prometen grande ingresos de altos márgenes, le darán a Boeing la estabilidad en ingresos que no había logrado y que por tanto le proporcionará unos estados financieros mucho más saludables y menos vulnerable a cualquier shock externo.[122]

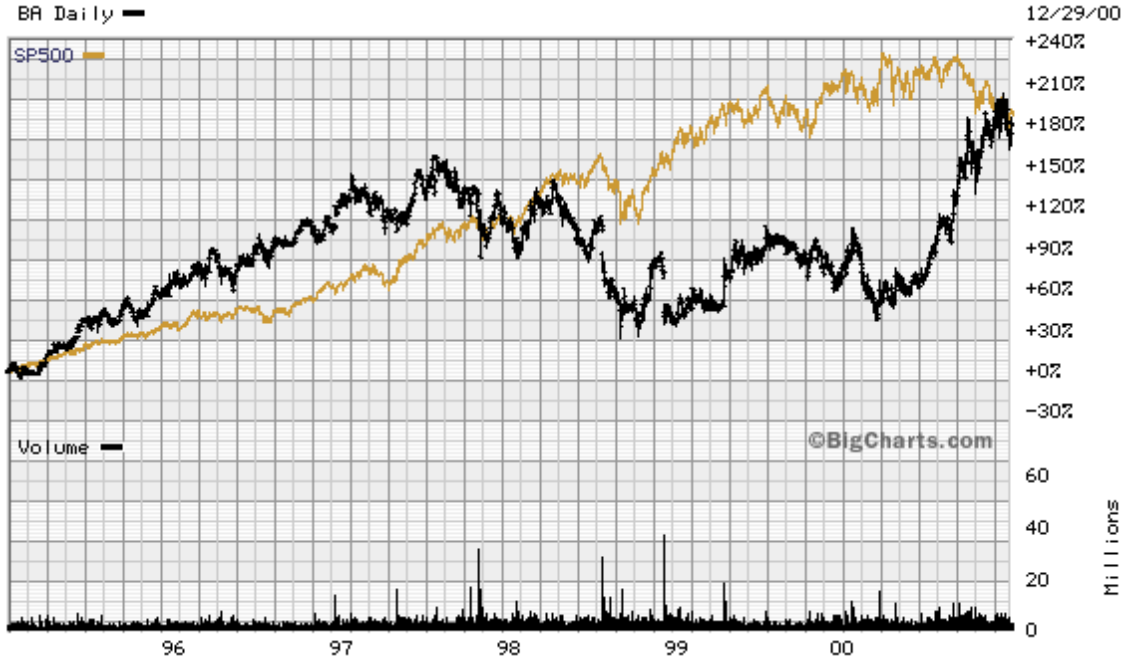
Competitivamente, Boeing logra reforzar los 5 puntos del Diamante de Porter. En primer lugar la amenaza de la entrada de nuevos competidores se reduce aun más al quedar prácticamente 2 empresas fabricantes de aviones comerciales, Boeing y Airbus, dadas las inmensas barreras de entrada. Segundo, el poder de negociación de los proveedores disminuye, es decir, ahora Boeing al contar con los proveedores de McDonnell Douglas, junto con los suyos propios, puede lograr mejores precios. Tercero, el poder de negociación de los clientes disminuye, ya que al existir un proveedor menos de aviones comerciales y de equipos de defensa, en una industria tan concentrada, dichos clientes tienen menos opciones de buscar otro proveedor si los

términos del contrato con Boeing no les conviene del todo. Cuarto, la amenaza de productos o servicios substitutos disminuye, ya que dadas las fuertes barreras de entradas existentes, y ahora al haber un participante menos, la creación de nuevos productos substitutos por parte de la competencia se hace aún más remota. Quinto y último, los competidores en la industria disminuyen. Ahora solo quedan dos grandes productores de aviones comerciales de los tres existentes y en cuanto al departamento de defensa esta se consolida aún más.

[122] BusinessWeek Online, Why Downsizing Is Boeing's Only Choice, 19 Septiembre 2001.

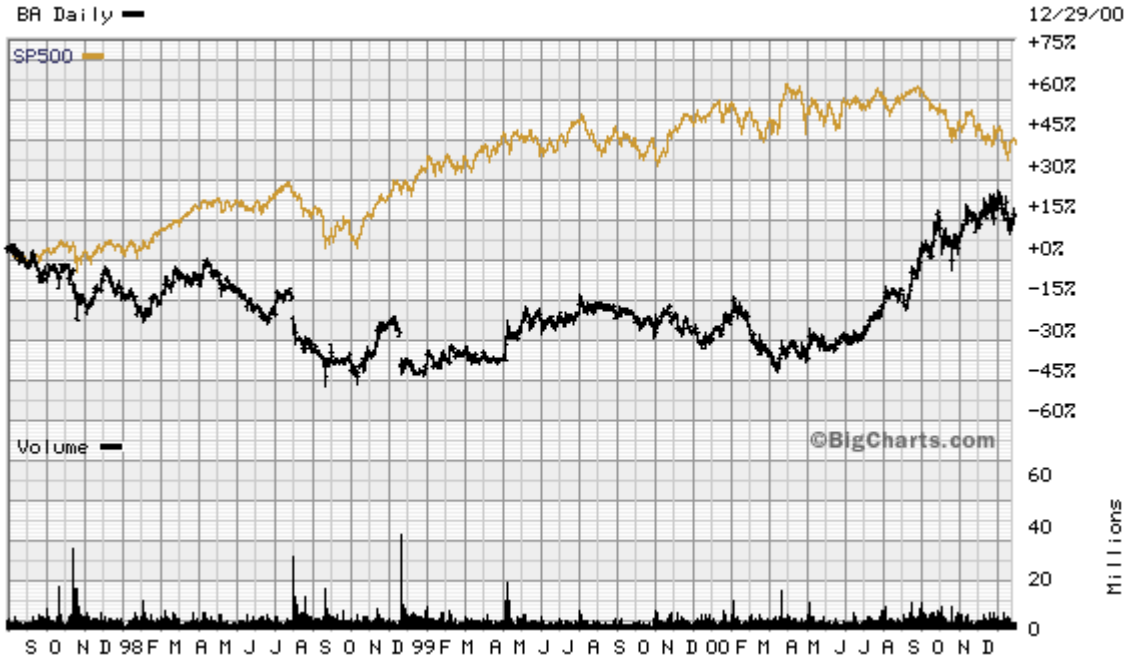
Una forma efectiva de analizar el desenvolvimiento de Boeing es compararlo con algún índice financiero. Para esto utilizamos el índice S&P 500 el cual refleja con bastante acertividad el movimiento del mercado y más aún el del tipo de empresas de alta capitalización como lo es Boeing. Analizando el período 1995 -2000 notamos que hasta el momento de la fusión, en agosto de 1997, el precio de la acción superaba el comportamiento del índice S&P 500. A partir del momento de la fusión, es el índice S&P 500 quien supera al precio de la acción de Boeing hasta llegar a finales del 2000 donde Boeing se recupera logrando igualarse. Es con el repunte del año 2000, donde Boeing se acerca al nivel del S&P 500.

Evolución del Precio de la Acción de Boeing (BA) vs. El Índice S&P500, 1995-2000



Si tomamos como base la fecha de fusión de las empresas, agosto de 1997, Boeing desempeña un papel inferior al del índice S&P 500, pero con tendencia a mejorarlo.

Evolución del Precio de la Acción de Boeing (BA) vs. El Índice S&P500, 1997-2000

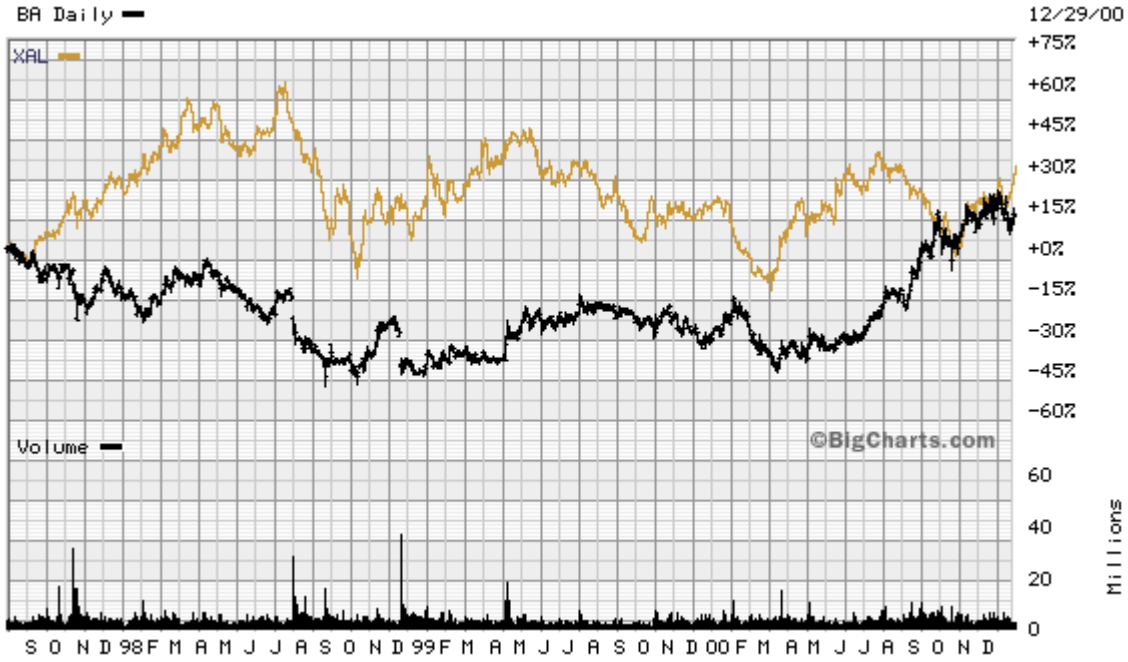


Ahora si comparamos el desenvolvimiento de la acción de Boeing , para el mismo período después de la fusión, con un índice más especifico para dicha industria,[123] el índice "AMEX Airline Index (XAL)", observamos como prácticamente dicho índice supera el rendimiento de Boeing durante todo el período, pero en menor medida que el S&P500. Finalmente Boeing iguala, a finales del año 2000, al Índice AMEX con tendencia a superarlo. Podemos decir entonces que el desempeño de la nueva empresa

[123] BusinessWeek Online, A Test of Faith for Boeing's Believers, 25 Septiembre 2001.

luego de la fusión se mantuvo por debajo al rendimiento de sus empresas relacionadas en un principio, pero al final del período logra igualarse con una tendencia a sobrepasarlo.

Evolución del Precio de la Acción de Boeing (BA) vs. El Índice XAL, 1997-2000



En conclusión podemos decir que a pesar de que la nueva empresa presentó unos resultados bastante deficientes en el momento de la fusión y al año siguiente, en comparación a los años anteriores, estos resultados fueron mejorando para así recuperar sus antiguos valores. Al final del período notamos una cierta estabilidad, pero a unos niveles muy parecidos a los valores más altos históricos. Por esta razón podemos decir que los valores hasta los momentos aportados por la fusión no se han manifestado

aunque la tendencia de estos es positiva. Hay que recordar que solo le hemos dado poco más de dos años en el análisis de resultados financieros para definir si los valores de las empresas fusionadas son mejores que cuando estaban separadas. Es por esta razón que debemos seguir muy de cerca el desenvolvimiento de Boeing en los próximos 3 a 5 años donde se revelaran muchos de los resultados en los cuales la empresa aún esta trabajando.

VII.2. Análisis de los Resultados Caso Citicorp-Travelers

En general podríamos decir que luego de haber observado y analizado, el comportamiento de los distintos indicadores operativos tanto de la escuela técnica como de la escuela fundamental, como medidores del desempeño de la fusión de Citicorp y Travelers, para formar la nueva compañía Citigroup, que esta fusión hasta finales del año 2000, se presenta como una operación exitosa.

En lo que respecta a los años que precedieron la fusión, 1996 y 1997, notamos que la unión de las dos compañías por separado arrojó resultados pocos satisfactorios de un año a otro. Como pudimos apreciar en el apartado anterior. La capitalización del mercado se eleva, el precio de la acción sube en un 78% de un año para otro, y los indicadores P/E, P/B, P/S también presentan incrementos debidos principalmente a los aumentos del precio de la acción y a la disminución que presentó el número de acciones para el año

1997, y no a incrementos en las ganancias, ventas o valor en libros. También tenemos que en el EBIT; EBITDA y NOPLAT las empresas percibieron ciertas bajas en estos índices, del año 1996 al año 1997, ya que los gastos para el año 97 superaron a las ganancias, en proporción, como expusimos previamente. Para el caso de los márgenes bruto, neto y operativo también observamos un descenso de los mismos para el año 1997, comparándolo con el año 1996, esto se dio gracias a que los ingresos totales se elevaron a una mayor rapidez que las utilidades brutas, netas y operativas. Resumiendo, para estos dos primeros años a pesar de percibir ciertas mejoras en el mercado bursátil la unión de las dos compañías, separadas para este momento, como tal no muestra buenos indicios de desempeño de la unión de las empresas antes del proceso de fusión.

Para el cierre de año del anuncio y de la consolidación del proceso de fusión, 1998, tenemos que el precio de la acción cae en un 7% aproximadamente. Hecho curioso, ya que según explicamos en el marco teórico, por lo general en el momento del anuncio de la fusión el precio de las compañías tiende a elevarse pronunciadamente, gracias a las expectativas que crea la operación. El hecho es, que si analizamos un poco más a fondo esto, y nos remitimos al anexo en donde se encuentra el cuadro de la evolución diaria del precio de la acción, vemos que sí es verdad que después del anuncio realizado el 6 de Abril de 1998, las acciones de ambas empresas se elevaron y por lo tanto se eleva el precio de la acción en conjunto antes de fusionada la empresa. De hecho vemos que el precio para ese día abrió en 32,60 y cerro en 35,38 presentando una variación porcentual del 8,5%. Pero esto no duró mucho tiempo porque las preocupaciones que desencadenó

esta fusión, hicieron que la trayectoria de crecimiento del precio se revertiera hacia la baja, ya que como explicamos en el apartado de otras consideraciones y en el de términos del acuerdo, esta mega-fusión de servicios financieros en un principio trajo muchas preocupaciones, por un lado tenemos los debates legales que surgieron, debidos a que según la ley no se estaba permitido, las uniones bancarias con empresas de seguros, que era el caso de Citicorp y Travelers, y por el otro estuvieron los consumidores y el público en general que estaban preocupados en que el acuerdo redujera las alternativas de elección reduciendo la competencia, que se elevaran los precios, y los gastos por honorarios y servicios, entre otras cosas. Intuimos por lo tanto que es debido a estas razones, que para el caso de esta fusión, el precio de la acción después del anuncio experimentó una baja en promedio y no tendió al alza como en la mayoría de los casos de las fusiones. La capitalización por su lado sí se elevó para el año 1998, como consecuencia del aumento en el número de acciones, y no en la mejora del precio de la acción. También tenemos que los índices P/E, P/B, P/S se elevaron para este año 1998, ya que a pesar de que el precio de la acción se elevó, las ganancias netas por acción, el valor en libros por acción y las ventas netas por acción cayeron gracias a que el número de acciones se incrementó en un 46% aproximadamente. En relación, al EBIT, EBITDA y NOPLAT vimos que estos experimentaron mejoras para el año de la fusión en cuestión, a pesar de que las mismas no fueron tan grandes como se esperaban, debido en gran parte a la volatilidad que presentó el mercado. Pero a pesar se esta situación, se logró un repunte en estos indicadores. Por el contrario los márgenes brutos, netos y operativos continuaron la trayectoria a la baja que venían percibiendo desde

1996, debido a la misma razón que en los años anteriores, los ingresos totales se elevaron más rápido que las utilidades.

Ya es para el año 1999, cuando se perciben realmente las mejoras de la fusión, de Citicorp y Travelers. El precio de la acción se duplica prácticamente, al igual que la capitalización de mercado. Los indicadores P/E, P/B y P/S presentaron sus mayores incrementos hasta ahora, debidos tanto a la mejora en el precio de la acción como a incrementos en las ganancias netas, valor en libros y ventas de la nueva compañía Citigroup. Todo esto mostraba que la fusión iba por buen camino, y que el mercado lo percibía. Por otro lado tenemos que el EBIT, EBITDA y NOPLAT también se elevaron considerablemente debido al incremento de los ingresos brutos y a la política de gastos que implementó la compañía. Los márgenes brutos, netos y operativos, también se incrementaron, ya que ya para finales del año 1999, Citigroup logra que las utilidades crezcan a tasas más veloces que los ingresos totales.

Para finalizar vemos que para el año de cierre de nuestro análisis la compañía parece estancarse. Su precio se eleva pero en un porcentaje menor respecto al año anterior, igualmente ocurre con la capitalización. En cuanto al P/E, P/B y P/S tenemos que para el año 2000, estos índices logran caer un poco respecto al año 1999, ya que a pesar de que el precio de la acción mejoró, las ganancias netas, el valor en libros y las ventas lograron elevarse para este año acompañadas de un ligero declive en el número de acciones, factor que influyó notablemente en la caída de estos indicadores. En referencia

al EBIT, EBITDA y NOPLAT notamos que estos continúan su camino al alza, pero ahora crecen a una tasa menor que la percibida para el año 1999. Y respecto, a los márgenes bruto, neto y operativo observamos que estos para el año 2000 no varían con respecto al año anterior. Esto se debió a que los ingresos totales se elevaron en igual proporción que las utilidades respectivas, como mencionamos en el anterior capitulo.

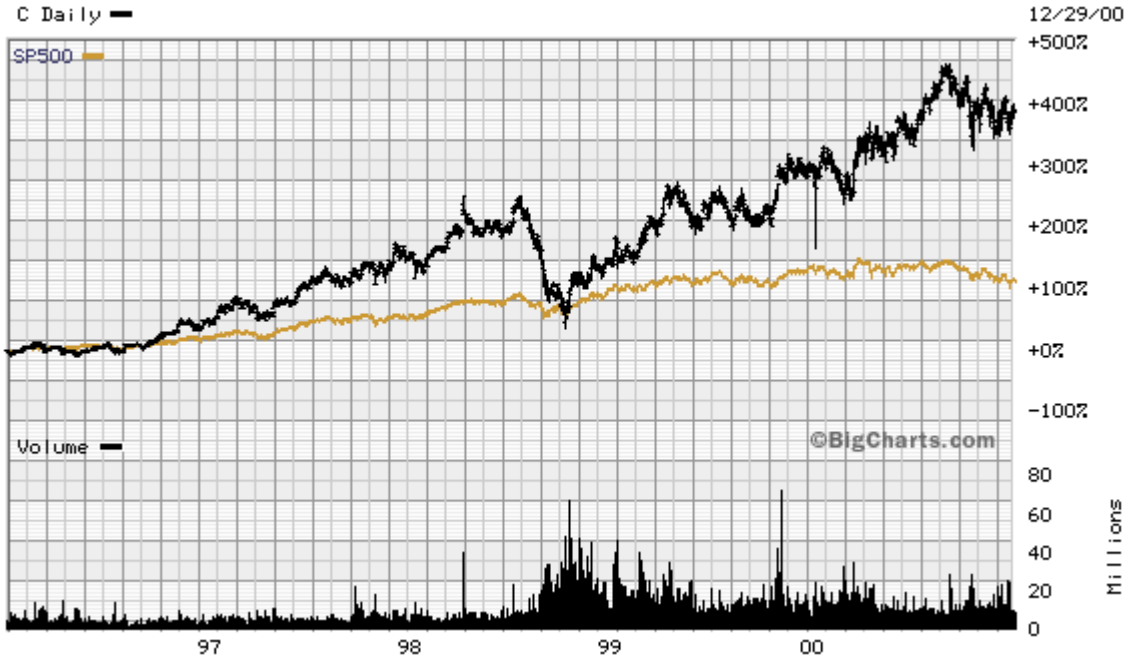
En cuanto a los resultados de la fusión sobre la competitividad de la nueva empresa conformada, podemos acotar que Citigroup gracias en gran parte, a que fue el primer supermercado de servicios en combinar actividades de la banca, de corretaje y de seguros, en los Estados Unidos, consiguió elevar su nivel competitivo. De hecho si nos remitimos al diamante de Porter, expuesto en el marco teórico, nos damos cuenta que la fusión entre Citicorp y Travelers realmente reforzó las cinco fuerzas competitivas a las que hace referencia Porter. La unión de estas dos grandes compañías financieras, unido con la consolidación del sector bancario que se dio para la época de la fusión, aminoró la posible amenaza de nuevos competidores en el sector, ya que más bien muchos tuvieron que abandonar al mercado ya sea por ineficiencia o porque no sobrevivieron en un mercado conformado por tan grandes jugadores. Los proveedores pierden poder de negociación ante está mega fusión, ya que al unirse las dos compañías contaron con una cartera de proveedores mucha más amplia y de donde escoger. En lo que se refiere al poder de negociación de los clientes, notamos que este también tiende a disminuir producto de la fusión, ya que ahora los clientes contaran con menos opciones a las que dirigirse, hecho acentuado de igual modo por la gran ola de fusiones en el sector financiero. La amenaza de que surjan nuevos productos o servicios substitutos es baja,

ya que dadas las barreras de Capital que presenta el sector es poco probable que alguna otra compañía logre consolidarse como Citigroup. Finalmente, respecto al último punto que forma el diamante, podemos acotar los competidores en la industria disminuyeron drásticamente, gracias entre otros factores a la desregulación que presento la industria financiera.

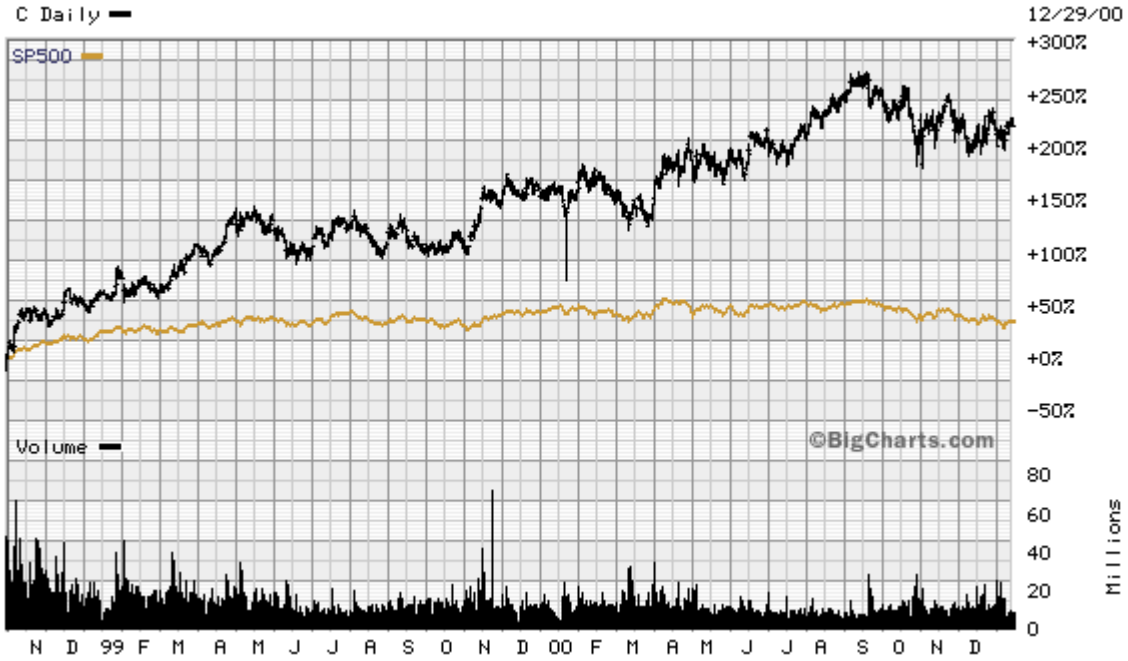
Además de analizar la evolución de estos indicadores decidimos compararlo con el índice S&P 500 al igual que en el caso de la fusión de Boeing, para así contar con algún parámetro con el cual comparar el desempeño de la compañía. El S&P500 es un índice calculado por la Standard and Poors el cual, como ya hemos mencionado, intenta medir el movimiento del mercado sobre todo el de empresas de alta capitalización. Analizando el período 1995 –2000, notamos que antes de la fusión,1996 y 1997, la compañía estaba en un principio prácticamente igualando al índice S&P 500, luego el precio de la acción experimenta un repunte y sobrepasa este indicador, para luego en el momento de la fusión en Octubre de 1998, cuando el precio venía cayendo por el anuncio, el precio de la acción logra prácticamente igualar el comportamiento del índice S&P 500, estando tan solo un poco por debajo. Luego de la Fusión, se ve claramente a través del gráfico que se muestra a continuación, que el precio de la acción de Citigroup se va muy por encima del índice S&P 500 inclusive hasta llegar a finales del 2000. Igualmente si tomamos como base la fecha de fusión de las empresas, Octubre 1998, observamos como Citigroup desempeña un papel muy superior al del índice S&P 500. Podemos decir

entonces que el desempeño de la nueva empresa luego de la fusión esta muy por encima del rendimiento del mercado.

Evolución del precio de la acción de Citigroup© vs. El índice S&P 500, 1996-2000



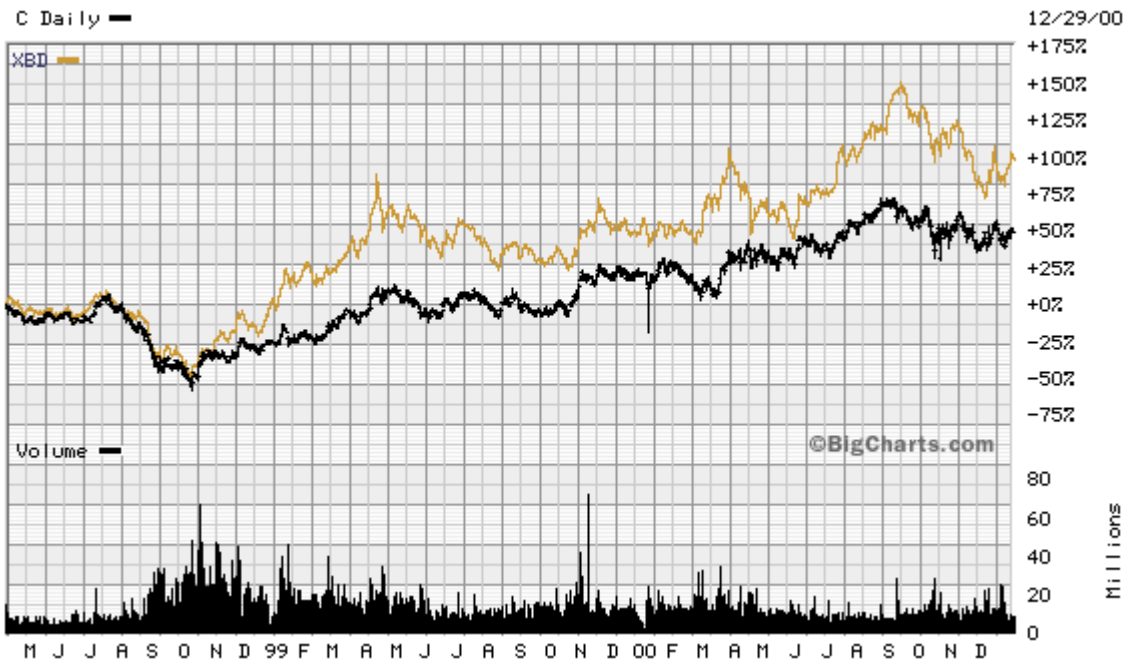
Evolución del precio de la acción de Citigroup© vs. El índice S&P 500, 1998-2000



Igualmente, es necesario comparar el desenvolvimiento de la acción con su industria específica y no solo con el mercado en general. Es por eso que para el caso particular de la fusión de Citigroup decidimos escoger al índice AMEX Securities Brokers/ Dealer (XBD), ya que consideramos que explica de buena manera gran parte del movimiento de la industria a la que Citigroup pertenece. En el gráfico que se muestra a continuación, podemos observar, que el precio de la acción se mueve siguiendo una trayectoria muy parecida a la del XBD, pero por debajo. Esto nos lleva en un primer momento a pensar que la fusión de Citigroup no fue realmente tan rentable como parecía hasta ahora, a pesar de seguir la trayectoria de la industria en cuestión. La contraparte de esto, se encuentra en el hecho de que este índice solo muestra una parte de la industria a la que

pertenece Citigroup, a la que engloba los negocios de seguros, corretaje e inversión y no a la bancaria. La dificultad en comparar a Citigroup con su industria específica surge entonces porque esta fusión engloba dos negocios que hasta entonces se habían tratado por separado. Al percatarnos de este inconveniente, decidimos no tomar en cuenta esta relación para evaluar los resultados de esta fusión, ya que todos los demás indicios mostraron lo contrario. Por último es importante advertir que el hecho de que el precio de la acción estuvo casi todo el período de análisis por debajo, no implica necesariamente que la empresa ande mal, de hecho como se observa el precio de la acción ©, sigue todo el tiempo una trayectoria muy parecida a la del índice, lo que nos indica que la nueva compañía si sigue los movimientos de su sector.

Evolución del precio de la acción de Citigroup© vs. El índice XBD, 1998-2000



En conclusión, podemos notar que la fusión arrojó sus mejores resultados para el año luego de conformada la nueva compañía Citigroup, para 1999, y que para el año 2000 se muestra todavía estable, alcanzando los primeros lugares de rentabilidad. Para medir con mayor precisión los efectos de la fusión sobre la nueva compañía pensamos que es necesario evaluar más el post-merger de esta operación, ya que una fusión de esta magnitud entre dos jugadores tan grandes en el mercado de servicios financieros, no puede evaluarse en tan solo dos años, es por eso que para dar una respuesta definitiva y certera acerca del resultado de esta fusión tendríamos que esperar algunos años y seguir su desenvolvimiento muy de cerca. Sin embargo lo que sí podemos decir, es que en los dos años estudiados después de fundada Citigroup, la nueva compañía percibió mejoras considerables tanto en el aspecto accionario como en el operativo y competitivo, elevando de esta manera el valor a sus accionistas, fin último de la compañía en su búsqueda de creación de valor. De esta manera, Citigroup muestra para el año 2000 que su fusión logró conseguir hasta entonces resultados exitosos.

VII.3. Análisis de Indicadores Caso Daimler-Benz - Chrysler

En general luego de haber observado y analizado los indicadores para definir el desempeño de la fusión entre Daimler-Benz y Chrysler, podemos notar, un pobre desenvolvimiento de la nueva empresa sin muestras de recuperación hasta el final del período de estudio.

Podemos notar que durante el período de 2 años antes de la fusión, 1996-1997, el desenvolvimiento general de los indicadores fue bastante positivo. Como mencionamos antes, ambas empresas estaban catalogadas como las más eficientes en su sector tanto en Alemania como en Estados Unidos. Se observa como a pesar de haber aumentado con bastante fuerza el precio de la acción, el P/B y P/S lo hacen en una muy pequeña proporción mientras que el P/E desciende. Esto nos hace notar que tanto las ganancias netas, el capital de los accionistas como las ventas totales aumentaron en mayor proporción que el precio de la acción. Por el lado del EBIT, EBITDA y NOPLAT los tres presentan incrementos lo que nos reafirma el buen desenvolvimiento que llevaban las empresas antes de la fusión. En cuanto a los márgenes de utilidad, tanto el bruto como el operativo disminuyen muy poco mientras que el neto (el más importante) presenta un aumento considerable. Finalmente la capitalización nos da a ver como el mercado refleja los resultados de las empresas positivamente, aumentando así el valor de esta.

En 1998, año de la fusión se presentan los puntos más altos en varios de los indicadores. Tanto el P/E, P/S como P/B presentan para este año su valor más alto los cuales se deben principalmente al aumento del precio de la acción el cual igualmente llega a su tope. Pero hay que notar que la diferencia del aumento de estos tres indicadores es menor que la del precio de la acción, por lo que tanto las ganancias netas, capital de los accionistas como las ventas aumentaron en mayor proporción que el precio de la acción. El EBIT,

EBITDA y NOPLAT, los tres, exponen una trayectoria alcista para el año 1999. Esto nos muestra la continuación en el mejoramiento de los resultados de la nueva empresa fusionada. Los márgenes de utilidad tienen distintos desenvolvimientos, tanto el margen bruto como operativo se ubican para este año en un nivel intermedio, mientras que el margen neto se encuentra en su punto más bajo, pero este se debe principalmente a los altos impuestos pagados a los ingresos. Finalmente la capitalización de mercado se ubica en su punto más alto, lo cual nos deja ver como el mercado valoraba los buenos resultados hasta ahora obtenidos por la empresa además de las expectativas futuras que tenían.

Para el período Post-fusión 1999-2000, observamos una desmejora generalizada en los indicadores. Vemos como tanto el P/E, P/B y P/S presentan una caída bastante fuerte a una tasa mayor a la baja del precio de la acción lo cual nos indica que tanto las ganancias netas, capital de los accionistas como las ventas totales disminuyeron en menor proporción al valor de la acción. Analizando el EBIT, EBITDA y NOPLAT notamos igualmente un descenso en el valor de los tres en donde el EBIT y el NOPLAT llegan a su valor más bajo histórico del período en estudio. Esto nos muestra el fuerte descenso en las ganancias de la empresa las cuales correspondieron principalmente a la disminución en las ventas totales y al aumento en los gastos operativos. En cuanto al desenvolvimiento de los márgenes de utilidad tanto el margen bruto como el operativo para estos dos años presentan una baja considerable llegando a su mínimo histórico mientras que el margen neto muestra un repunte, pero no logra alcanzar al porcentaje

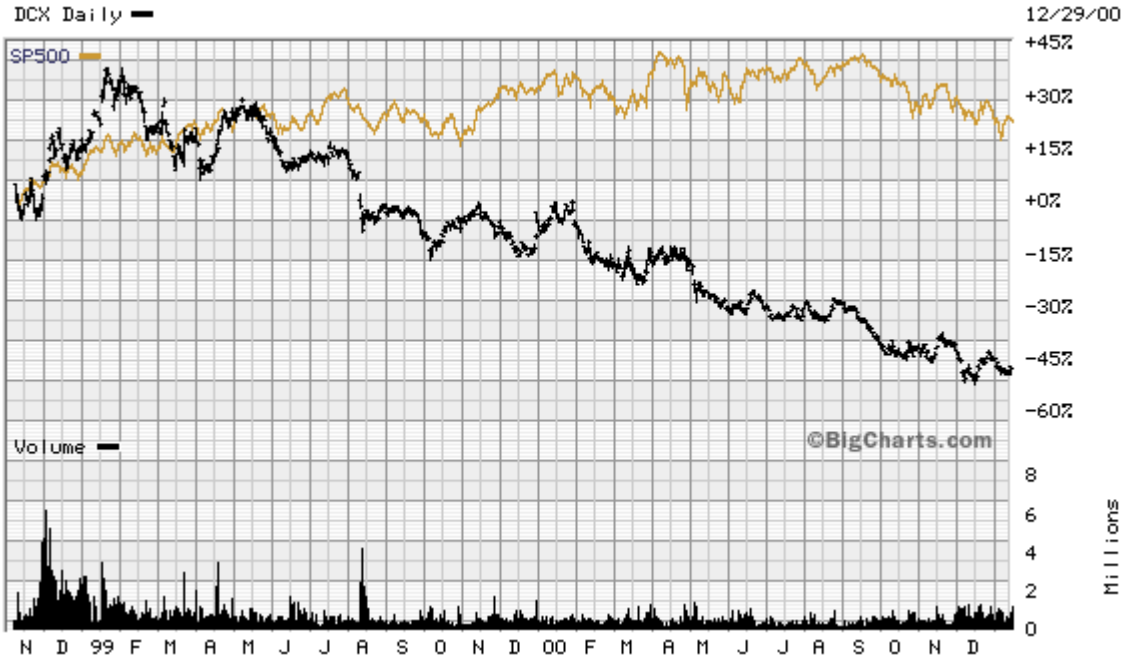
más alto ocurrido en 1997. En referencia a la capitalización, esta nos corrobora el mal desenvolvimiento de la empresa hasta los momentos donde el mercado la coloca en el valor más bajo histórico del período. A esto si le aplicamos un ajuste por inflación nos da un resultado aún peor, en otras palabras, en lugar de tener una capitalización en 48.389,35 millones de Euros, con el ajuste termina siendo de 45.716,69 millones (una disminución de 6%).

Al hacer un análisis de la competitividad de la nueva empresa, podemos observar como varios de los puntos del Diamante de Porter se reforzaron. En primer lugar, la amenaza de la entrada de nuevos competidores se reduce, ya que al existir menos participantes, pero a su vez más grandes, hacen que las barreras de entrada de cualquier nuevo competidor se multipliquen. Segundo, el poder de negociación de los proveedores disminuye, en otras palabras, ahora Daimler al contar con los proveedores de Chrysler, además de los suyos propios, puede obtener una mejor negociación en los precios. Tercero, en cuanto al poder de negociación de los clientes este aumento debido a una especie de guerra de precios donde DaimlerChrysler para evitar perder participación de mercado, frente a la entrada de vans por parte de su competidor Honda, efectuó un programa de descuentos especiales a sus clientes equivalente a 2 billones de dólares.[124] Cuarto, la amenaza de productos o servicios substitutos aumenta con la entrada de las vans por parte de Honda. Este era uno de los productos estrella de Chrysler. Quinto y último, los competidores en la industria disminuyen. Ahora quedan menos

competidores, pero de mayor tamaño dadas otras fusiones como Renault-Nissan, BMW-Rover, DaimlerChrysler, etc.

Al comparar el desenvolvimiento del precio de la acción con el índice S&P 500 notamos como DaimlerChrysler presenta un rendimiento inferior el cual se acentúa a medida que pasa el tiempo para así obtener la brecha más grande al cierre del año 2000.

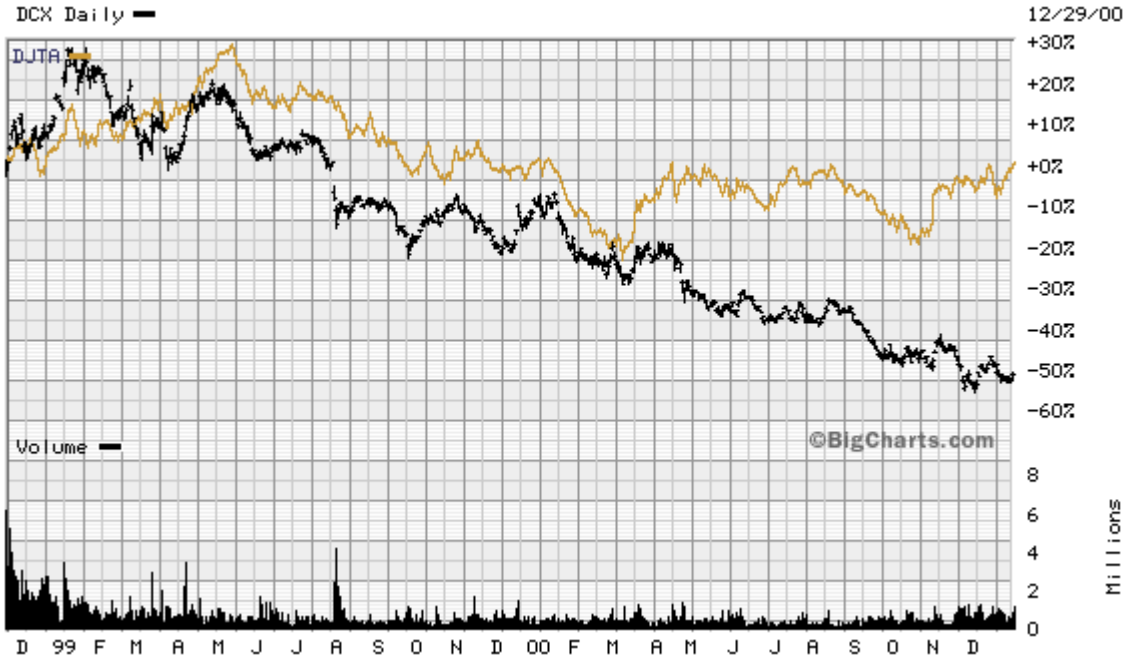
Evolución del Precio de la Acción de Daimler Chrysler (DCX) vs. El Índice S&P500, 1998-2000



[124] Economis, The DaimlerChrysler emulsion, 27 Julio 2000.

Ahora, si comparamos el precio de la acción de DaimlerChrysler con un índice más acorde con su industria, el índice "Dow Jones Transportation Average (DJTA)", igualmente observamos un desempeño inferior al del índice, pero la brecha existente entre ambos es menor. Esto nos deja ver que la industria en si, no estaba en buen estado, lo que influyó en el deficiente desarrollo de la empresa.

Evolución del Precio de la Acción de Daimler Chrysler (DCX) vs. El Índice DJTA, 1998-2000



En conclusión podemos decir que el mercado aún esta temeroso del futuro de la fusión tanto por los problemas gerenciales como por los resultados operacionales los cuales demuestran que la fusión aun no ha dado los resultados esperados. Pero a pesar de estos

problemas, el concluir que la fusión ha fracasado es todavía muy prematuro. La verdadera prueba se dará en los próximos dos o tres años donde los primeros productos desarrollados en su totalidad desde la finalización de la fusión comiencen a fabricarse y venderse. Si DaimlerChrysler logra transformar dicha eficiencia operacional en nuevos y exitosos automóviles con altos márgenes de ganancias, entonces habrá probado que dicha fusión si tenia sentido a pesar de los obvios problemas gerenciales ocurridos por las diferencias culturales.[125]

VII.4. Contraste de los tres casos de estudios analizando el éxito o fracaso de la fusión

En nuestros tres casos de estudios podemos encontrar tres diferentes resultados. Vemos como el caso de Boeing McDonnell-Douglas, fué el que presentó resultados anuales más fluctuantes. Es por eso que determinar si la fusión fue exitosa o fracasó para este caso en particular resulta muy difícil. Lo único que se puede aseverar es que para el cierre del último año en estudio, año 2000, la empresa logra recuperase un poco. La fusión de Citigroup, por el contrario muestra unos resultados que tienden siempre al alza, terminando para el año 2000, como la empresa más amplia en lo que a servicios financieros se refiere. Para el caso de la fusión entre Daimler-Benz y Chrysler, pudimos notar que en el análisis de los resultados que presentó durante el período de estudio, el

[125] Economist, *The DaimlerChrysler emulsion*, 27 Julio 2000.

desenvolvimiento de la nueva compañía fusionada dejó mucho que desear, arrojando resultados poco satisfactorios.

En el caso de Boeing con McDonnnell Douglas, esta fusión presentó para finales del año 2000 unos resultados financieros muy parecidos a los valores más altos históricos del período de estudio (1996), pero con una tendencia a mejorar. Al realizar un análisis de las razones que conducen al éxito o fracaso de una fusión tenemos que en el caso de Boeing se cumplieron las siguientes:

Ambas empresas, tanto Boeing como McDonnell Douglas pertenecen a la misma rama de negocios. Encontramos un entorno económico desfavorable durante el período post-fusión. A pesar de que la economía americana se encontraba en excelentes condiciones a nivel mundial, la crisis asiática afecto gran parte del globo incluyendo Europa y América Latina. Por tal motivo siendo Boeing una empresa muy dependiente de los ingresos por exportaciones, se vio afectada por tal situación. Boeing presenta un Core-Business bastante fuerte, siendo esta empresa líder mundial en su área. McDonnell Douglas presentaba varias amenazas externas que influyeron en su decisión de fusionarse con Boeing. Una de ellas fue el no poder participar en la licitación del JFS y la otra fue su dificultad de mantenerse a flote mediante su división de aviones comerciales que cada vez se les hacia más difícil mantener rentable por el crecimiento de la competencia de las empresas Boeing y Airbus. Las relaciones laborales a pesar de llevarse bastante bien durante el proceso de fusión presentaban ciertas tensiones de rivalidad, las cuales hicieron estallar una crisis de empleados de alto rango,

desembocando esto en una fuerte huelga a principios del año 2000. La fusión fue de tipo amistosa y esto ayudo a un acoplamiento bastante suave entre las empresas. En cuanto al desenvolvimiento financiero de las compañías, Boeing mantenía una trayectoria de éxitos financieros y balances bastante saludables. Por el otro lado, McDonnell Douglas si comenzaba a vislumbrar algunos problemas financieros, pero lo más grave de la situación era su futuro incierto como empresa independiente. De esta fusión se esperaba la generación de sinergias únicas, las cuales se obtendrían principalmente en el negocio de defensa para la fabricación del JFS. El acoplamiento de las dos nuevas empresas fue relativamente rápido, aunque para una compañía con las características de Boeing los resultados que se generaran de la fusión necesitaran de varios años.

Por otro lado, la fusión entre Citicorp y Travelers, arrojó para el año 2000, unos resultados bastante satisfactorios. De hecho el desenvolvimiento de la nueva compañía Citigroup durante todo el período de estudio, tendió en términos generales siempre a mejorar. Según un artículo de la revista ***The Economist***, Citigroup termina el año 2000 ocupando los primeros lugares de rentabilidad mundial para el primer trimestre del año. En este caso las razones que contribuyeron al éxito, logrado hasta el año 2000, de esta gran fusión de servicios financieros destacan:

La fusión de Citigroup y Travelers fue una fusión realizada entre dos empresas relacionadas, pertenecientes a la misma rama, la financiera. Para el momento de la fusión la economía se encontraba afectada por la crisis asiática, y los resultados que

presentó Citigroup, para su primer año de operación, se vieron un poco perturbados por esta crisis, pero en relación a sus demás competidores, Citigroup fue uno de los menos afectados por esta crisis, gracias a la diversificación de los negocios con la que contó la compañía. El Core Business que presentó Citigroup fue bastante sólido, ambas empresas antes de fusionarse eran líderes en su rama respectiva, bancaria y de seguros. Y al unirse conformaron el más grande supermercado de servicios financieros, presentándose como una de las compañías más grandes y fuertes en su sector. Citigroup manejó de buena forma las relaciones laborales, evitándose los frecuentes problemas que surgen al fusionarse con los trabajadores. En un principio Citigroup arrancó con Sandy Weils y John Reed de Directores Ejecutivos, quienes parecieron llevarse muy bien. Pero luego a medida que transcurrieron los años fueron surgiendo ciertas diferencias entre estos, además de los frecuentes conflictos de poder en la nueva compañía. Esto hizo que ya para el año 2000, John S. Reed se retirara, pero de una manera muy diplomática conservando buenas relaciones con la directiva. La fusión entre estas dos compañías fue de tipo amistosa, factor que contribuyó a la integración de ambas compañías. Por otro lado, el desenvolvimiento financiero de ambas empresas antes de fusionarse fue bastante alentador, ya que ambas venían presentando buenas cifras y balances muy sólidos. Citigroup presentó sinergias únicas, ya que su fusión fue la primera en unir una compañía de seguros con una bancaria en el mercado estadounidense. Otra de las razones que contribuyó a que Citigroup resultará una fusión positiva, fue el hecho de que ambas empresas involucradas, Citicorp y Travelers lograron acoplarse rápidamente,

gracias a la estrategia de integración en la que se afincaron los dirigentes de la nueva compañía conformada.

Por último, la fusión entre Daimler-Benz y Chrysler, nuestro tercer caso de estudio, tuvo unos resultados bastante deficientes durante el período post-fusión hasta el cierre del año 2000. Sin mostrar indicios claros de recuperación hasta entonces. Al examinar cuales de las razones que conducen al éxito o fracaso de una fusión encontramos para el caso DaimlerChrysler las siguientes:

Ambas empresas, tanto Daimler-Benz como Chrysler, trabajan en la misma área de negocios. Daimler-Benz era la compañía Alemana de automóviles con mayores ganancias mientras que Chrysler era la más pequeña, pero más eficiente de las tres grandes compañías de autos americanas. La gerencia post-fusión fue deficiente en el sentido de los diferentes cambios realizados y la falta de entendimiento entre los dirigentes lo cual se debió en gran parte a las diferencias culturales entre las dos empresas. El entorno económico a pesar de estar en muy buen estado en los Estados Unidos, a nivel mundial existía dificultades económicas provocadas por la crisis asiática. Alemania fue en parte afectada por esta situación. Además, existía una sobreproducción en el mercado automovilístico lo cual generaba una sobreoferta de productos. Las dos empresas presentaban un Core Business fuerte, ambas eran lideres en la fabricación de carros a nivel mundial, en especial Daimler-Benz, ya que Chrysler por ser la más pequeña de las tres grandes empresas de automóviles americanas, veía su futuro algo

incierto si se mantenía independiente en este nuevo mundo globalizado. Esta fue una amenaza externa que provocó la fusión entre Chrysler y Daimler-Benz. Si Chrysler no se fusionaba probablemente alguien más la compraría en un futuro cercano. Las relaciones laborales no fueron muy buenas, como ya se mencionó, las diferencias culturales crearon rivalidades entre los empleados y diferencias de opinión donde poco a poco la empresa Alemana fue tomando el control de la nueva compañía fusionada. Ambas empresas eran de gran tamaño y el tipo de fusión fue amistosa lo que facilitó el proceso. Hay que mencionar que para Chrysler dicha fusión terminó siendo más bien una adquisición por parte de la compañía Alemana, por lo que se dice que hubo asimetría de información en los términos de negociación. En relación a los desempeños financieros de ambas empresas, estas fueron muy buenas. Una era la compañía de automóviles más eficiente de Estados Unidos y la otra la que producía más ganancias en Alemania. Las sinergias que se obtenían de la fusión eran numerosas y algunas únicas, por lo que llevarla a cabo tenia sentido. El acoplamiento de las empresas fue algo lento principalmente por los problemas culturales y de distanciamiento geográfico, pero para una empresa como DaimlerChrysler, se espera que los resultados de la fusión se comiencen a percibir a partir de 5 años de operaciones aproximadamente.

Por último, después de haber investigado y agrupado las razones para el éxito o fracaso de una fusión, nos percatamos que en los casos de estudio aquellas empresas que cumplían con la mayoría de las razones de éxito y con la minoría de las de fracaso terminaron arrojando mejores resultados. Como evidenciamos en la tabla 15 ,Citigroup

fue quien presentó los mejores resultados post-fusión, es el que cumple con la mayor cantidad de razones a favor del éxito de una fusión y consecuentemente con la menor cantidad de razones que inducen al fracaso de la misma. Esto equivale a un 87,50% de razones positivas contra un 12,50% de razones negativas. Boeing por su lado, siendo la segunda de las fusiones en estudio que logró mejores resultados post-fusión, obtuvo igualmente el segundo mayor porcentaje de razones a favor, de un 75% vs. un 25% en contra. Finalmente, DaimlerChrysler, quien obtuvo un resultado post-fusión deficiente, fue el que cumplió la menor cantidad de razones a favor del éxito de una fusión y la mayor cuantía a favor del fracaso. Presentando porcentajes de 46,75% favorables y 56,25% desfavorables.

Podemos concluir, que el éxito o fracaso de una fusión, si depende en gran parte de las razones que muevan a ambas partes involucradas en el proceso de compra, para realizar el acuerdo. Y por eso es de suma importancia tomarlas en cuenta a la hora del planteamiento y ejecución de una fusión.

VIII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Conclusiones y Recomendaciones

Después de haber finalizado nuestro proyecto de investigación, podemos concluir, dada la hipótesis original de nuestra tesis de grado, "*Si el objetivo de las fusiones es buscar mayores rendimientos y competitividad, entonces aquellas empresas que se fusionan obtendrán dichas mejoras en el corto plazo considerando su entorno especifico y los parámetros de negociación*", que el cumplimiento de nuestra hipótesis depende en gran parte de las razones que llevaron a las compañías a fusionarse, de los parámetros bajo los cuales se fijo el acuerdo, en la consecuente integración de las empresas en todos los aspectos, en el logro de las sinergias esperadas, en el entorno económico y competitivo y en el manejo de la gerencia.

En nuestro caso especifico, fue la fusión de Citigroup la que en el corto plazo alcanzó mayores rendimientos y competitividad, siendo catalogada para el primer trimestre del año 2000 como la compañía más rentable del mundo.[126] Esto se logro en gran medida a que la nueva compañía fusionada cumplió con la mayoría de las razones y pasos para ser una fusión exitosa que hemos expuesto a lo largo de todo el trabajo. En el caso de Boeing, no es posible aseverar todavía el éxito de dicha fusión, pero si se percibe la tendencia de dirigirse hacia él. Por el contrario, la fusión de DaimlerChrysler mostró un desempeño desfavorable para la culminación del período en estudio, ya que fue la fusión que cumplió en menor grado con los factores que llevan al éxito de una fusión.

Finalmente podemos aconsejar, que a la hora de plantearse una posible fusión, es necesario examinar y cumplir en su mayoría las razones que llevan a ser exitosa a una fusión. En estudios posteriores, recomendamos extender el período de estudio post-fusión, para permitir de este modo que la nueva empresa evidencie, de una manera más certera, los resultados de dicha fusión. Ya que con solo dos años de finiquitada la operación, no se le permite a la empresa fusionada desarrollar todos los beneficios que involucra la operación en sí.

---

[126] The Ecomomist, *First among equals*, 26 agosto del 2000.

IX. BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía

- COPELAND, Tom & KOLLER, Tim, "*Valuation*", John Wiley & Sons, Inc., 2000.
- CORPORATE STRATEGY BOARD, "*Managing Mergers and Acquisitions*", Executive Inquiry, October 1999
- THE CORPORATE STRATEGY BOARD, "*Best Practices in M&A Execution*", Primary Research, June 1997.
- FABOZZI, Frank J. & MODIGLIANI, Franco, "*Mercados e Instituciones Financieras*", Prentice-Hall Hispanoamericana, S.A., Mexico, 1996.
- BREALY, Richard A., MYERS, Stewart C., "*Principios de Finanzas Corporativas*", McGraw-Hill, España, 1993.
- BACA, Gabriela, "*Evaluación de Proyectos*", McGraw-Hill, Colombia,1997.
- WESTON, Fred, "*Fundamentos de Administración Financiera*", MacGraw-Hill, México, 1996.
- SABINE, Martín, "*Finanzas Corporativas*", Ediciones Gestión 2000, S.A., Barcelona, 1992.
- MASCAREÑAS, Juan, "*Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*", McGraw-Hill, Madrid, 1996.
- PRUSCHE, W., "*Building Better Bids: Synergies and Acquisition Prices*"; Chief Financial Officer, USA, 1988.
- PORTER, Michael, "*Competitive Advantage*", 1990.

- CLEMENTE, Mark, GREENSPAN, David, "*Winning At Mergers And Acquisition*", John Wiley & Sons, INC., 1998.
- KURTZMAN, Joel, "*Thought Leaders*", Booz Allen & Hamilton, 1998.
- CEPADE,"*Dirección de Empresas*",LID Editoial Empresarial, 1999.
- GORDON, M.J., "*Dividends, Earnings, and Stock Prices*", Review of Economic and Statistics, 1999, Working Paper.
- SHAPE, William & GORDON, Alexander, "*Investments*", Prentice Hall, Working Paper.
- ASQUITH, Paul, "*Merger bids, uncertainty, and stockholder returns*", Journal of Financial Economics, 1983, Working Paper.
- RAHIM, Niazur & MOJIB, Ahmed, "*Study of the Stock Price Reaction at Merger Announcement as a Predictor of the Post merger Performance of the Merged Company*", Proceedings of The Academy of Accounting and Financial Studies, 1998, Working Paper.
- CHAVALTANPIPAT, Kholdy & Sohrabian, "*The Effect of Bank Acquisition on Stockholder Wealth*", Journal of Financial Economics, 1997, Working Paper.
- RUBACK, R., "*Do target shareholders lose in unsuccessful control contests?, in Corporate Takeovers: Causes and Consequences*", National Bureau of Economic Research, 1988, Working Paper.

Páginas Web utilizadas:

- CNNfn – The Financial Network. http://www.cnnfn.com
- Economist.com. http://www.economist.com
- Bigcharts – Charting a World of Investment Information. http://www.bigcharts.com
- Forbes.com – http://www.forbes.com
- Yahoo!Finance - http://finance.yahoo.com
- New York Stock Exchange – http://www.nyse.com
- Market Guide Inc. – http://www.marketguide.com
- The National Bureau of Economic Research, Inc. – http://www.nber.org
- Fortune.com – http://www.fortune.com
- EDGAR Online – The Source for Today's SEC Filings. http://www.edgar-online.com
- U.S. Securities and Exchange Commission – http://www.sec.gov
- Invertia- http://www.invertia.com
- Market Guide - http://www.marketguide.com
- BusinessWeek Online - http://www.businessweek.com
- Schwab.com - http://www.schwab.com
- Boeing.com - http://www.boeing.com
- DaimlerChrysler.com - http://www.daimlerchrysler.com
- Deutsche Bank - http://www.deutschebank.de
- E-Trade.com - http://www.etrade.com

Anexos

Gráfico # 1.

Gráfico #2.

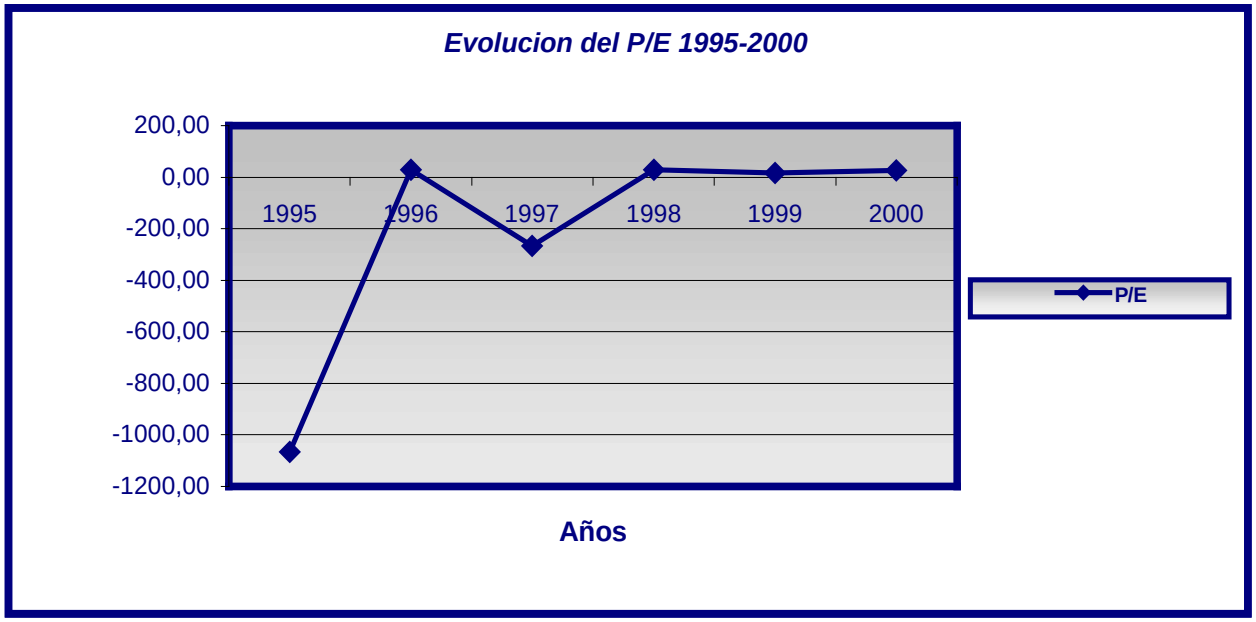


Gráfico # 3.

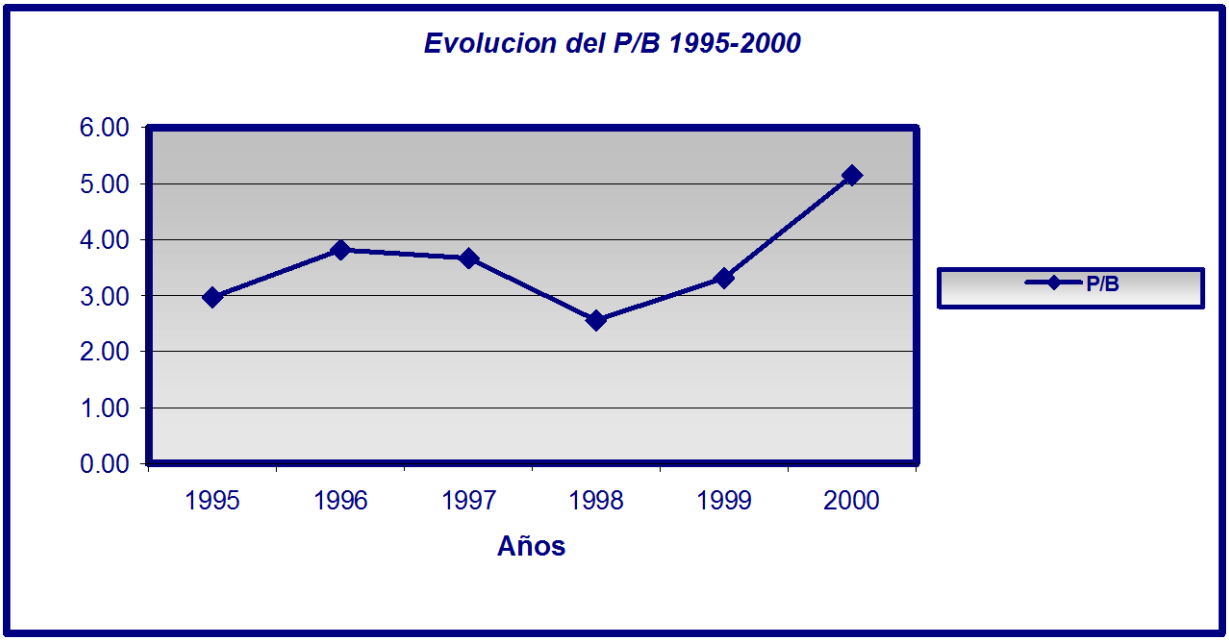


Gráfico # 4.

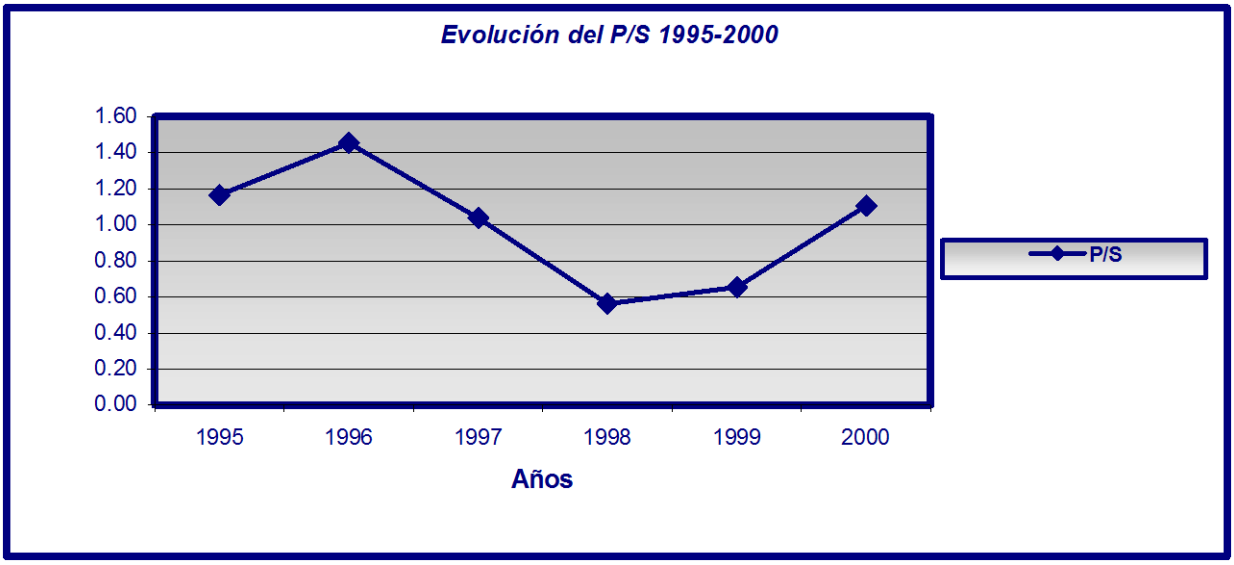


Gráfico # 5.

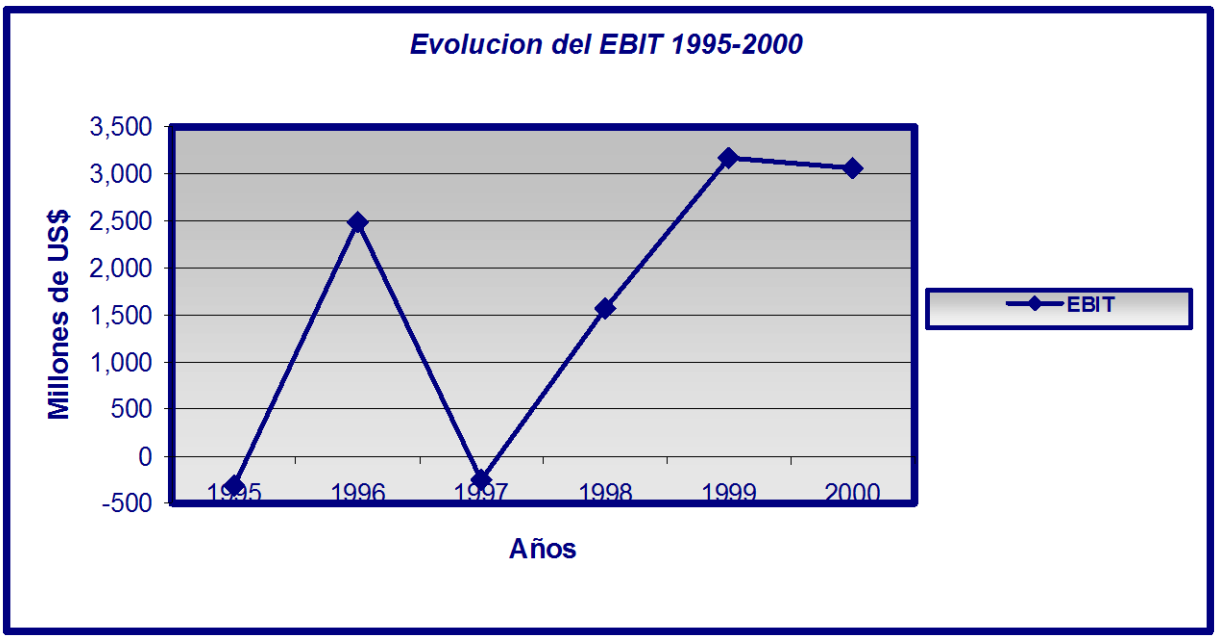


Gráfico # 6.

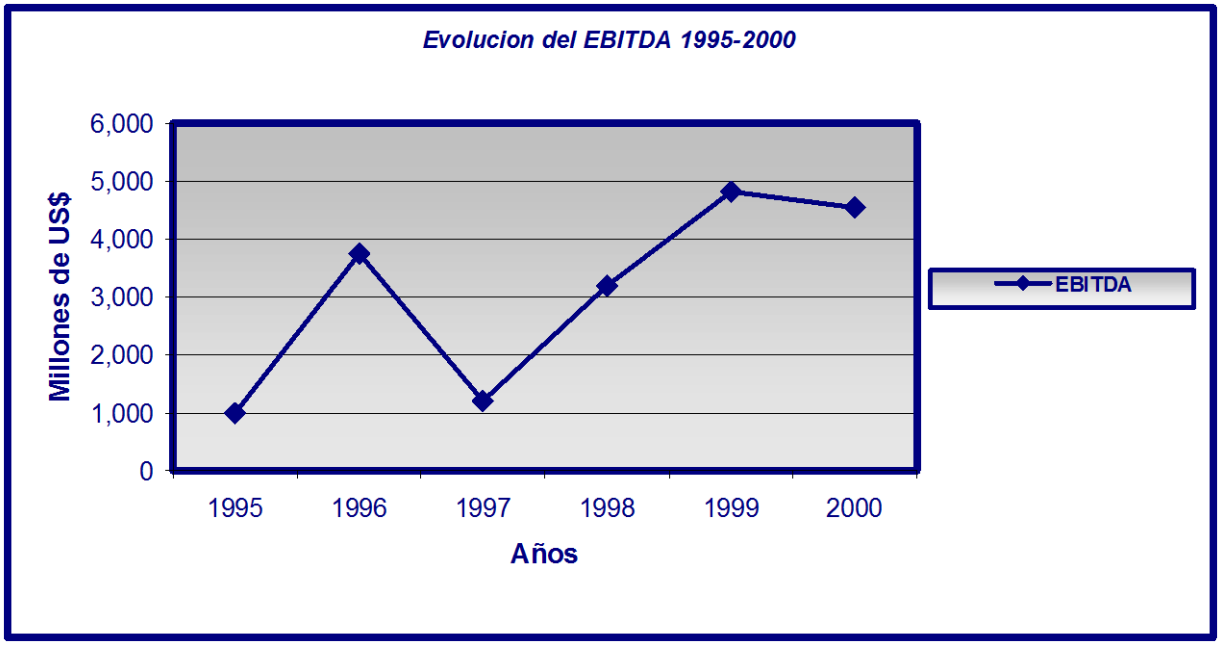


Gráfico # 7.

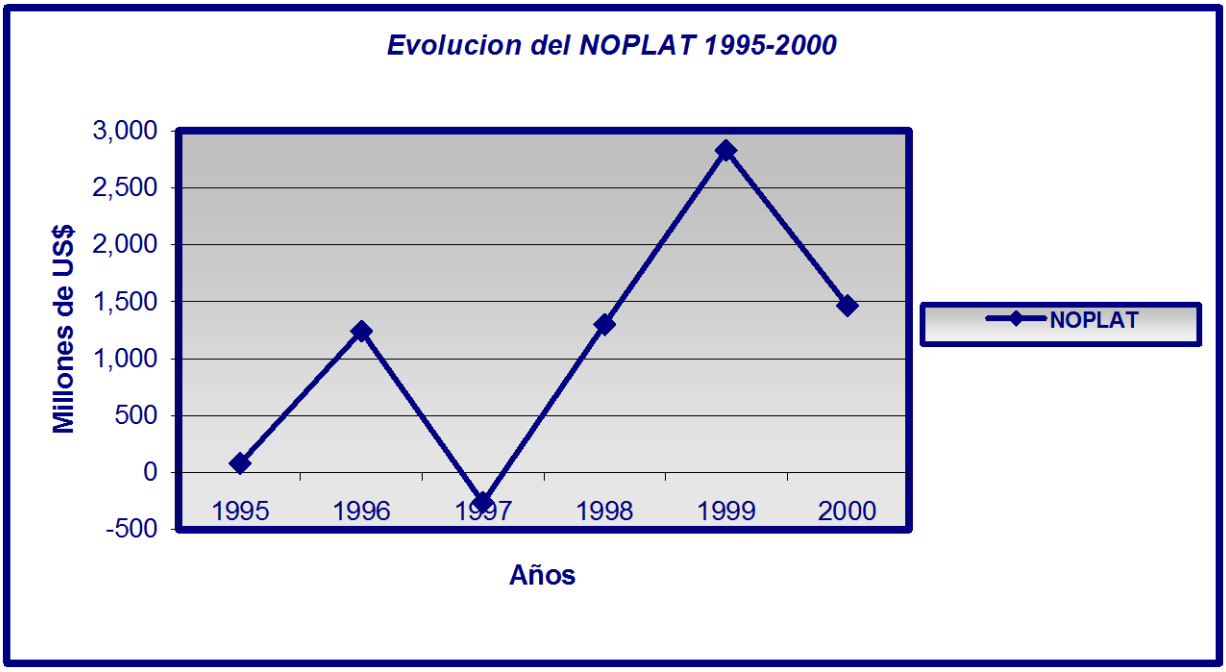


Gráfico # 8.

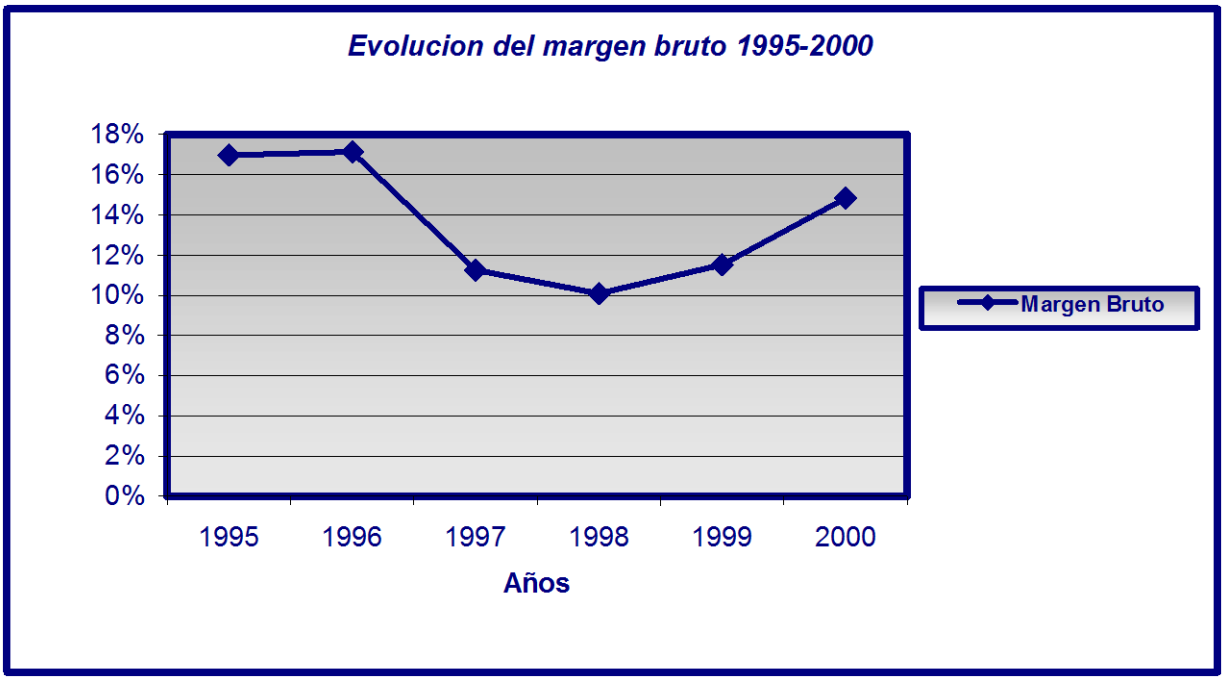


Gráfico # 9.

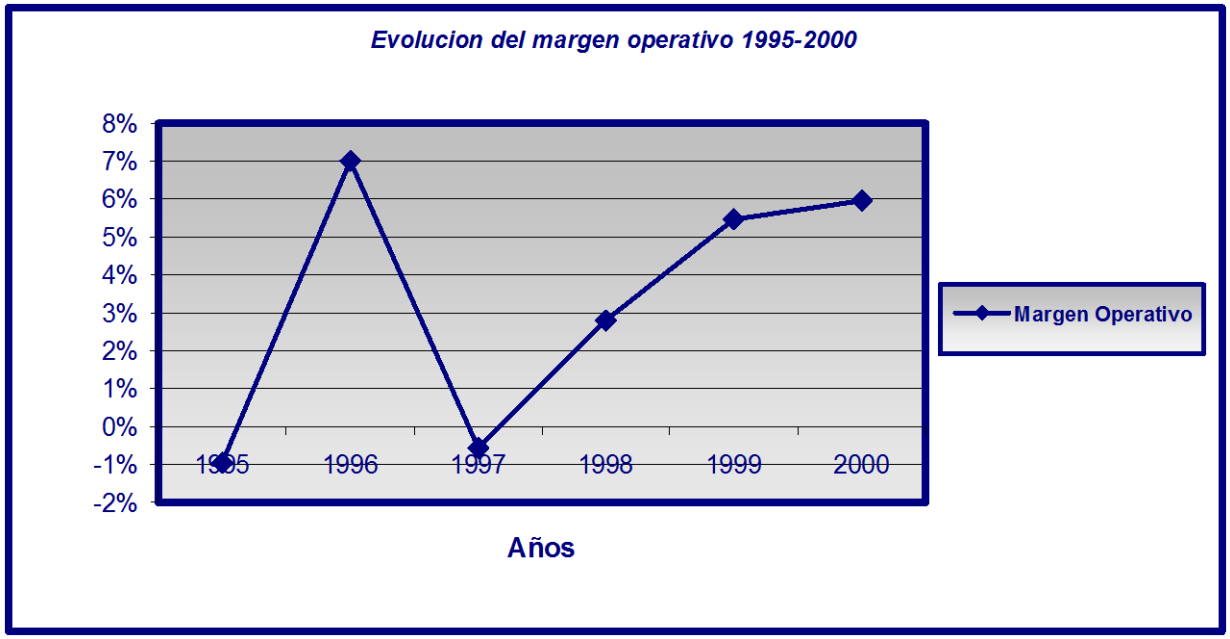


Gráfico # 10.

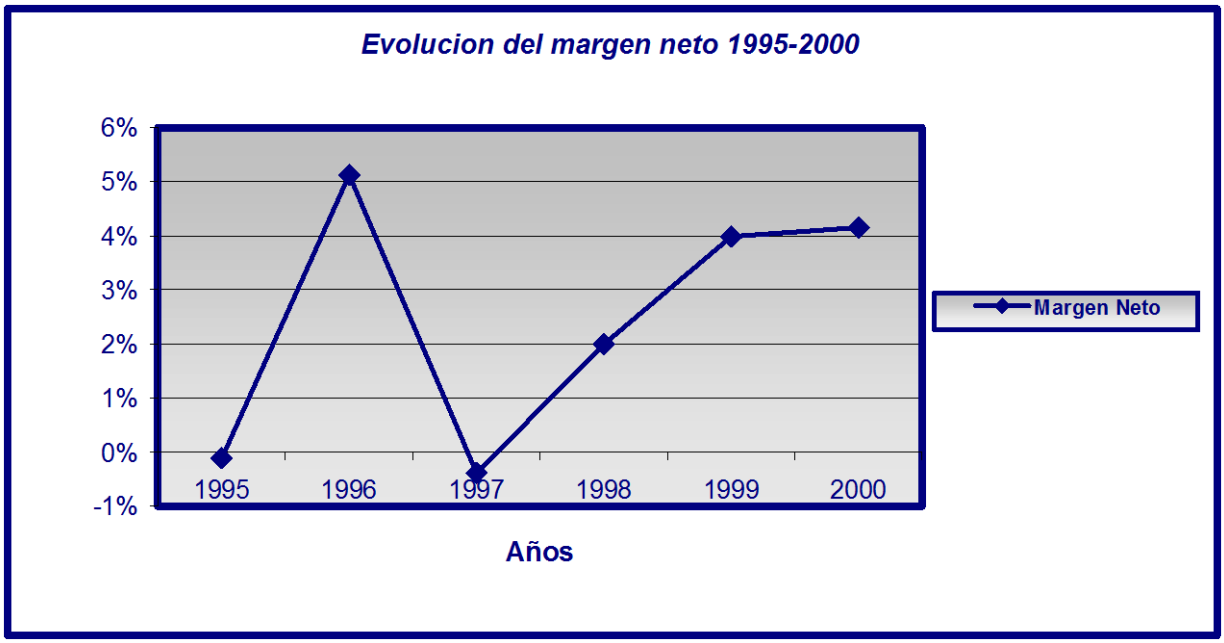


Gráfico # 11.

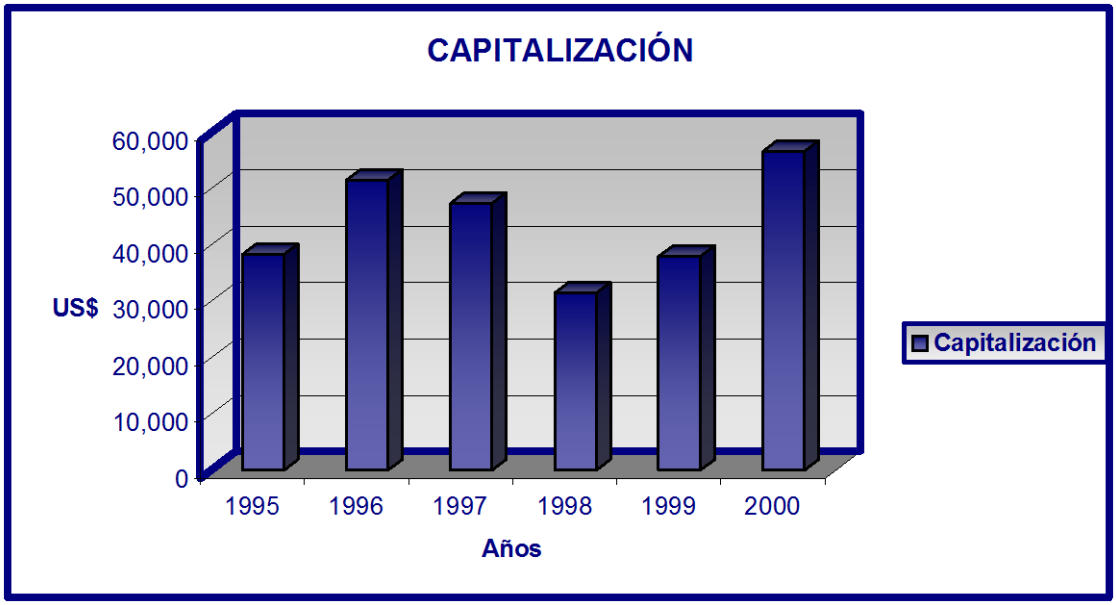


Gráfico # 12.

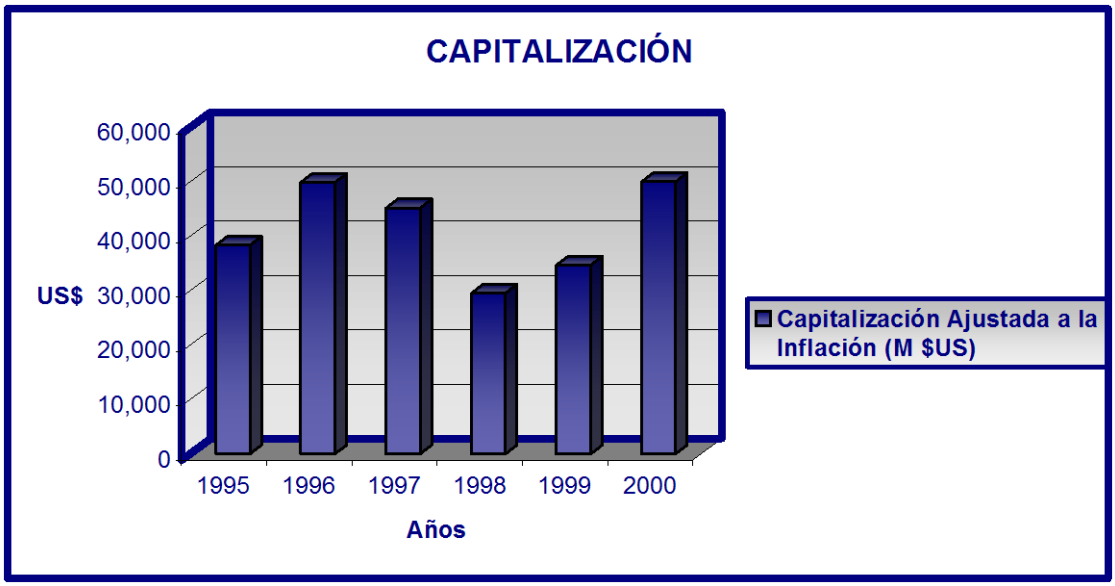


Gráfico # 13.

Gráfico # 14.

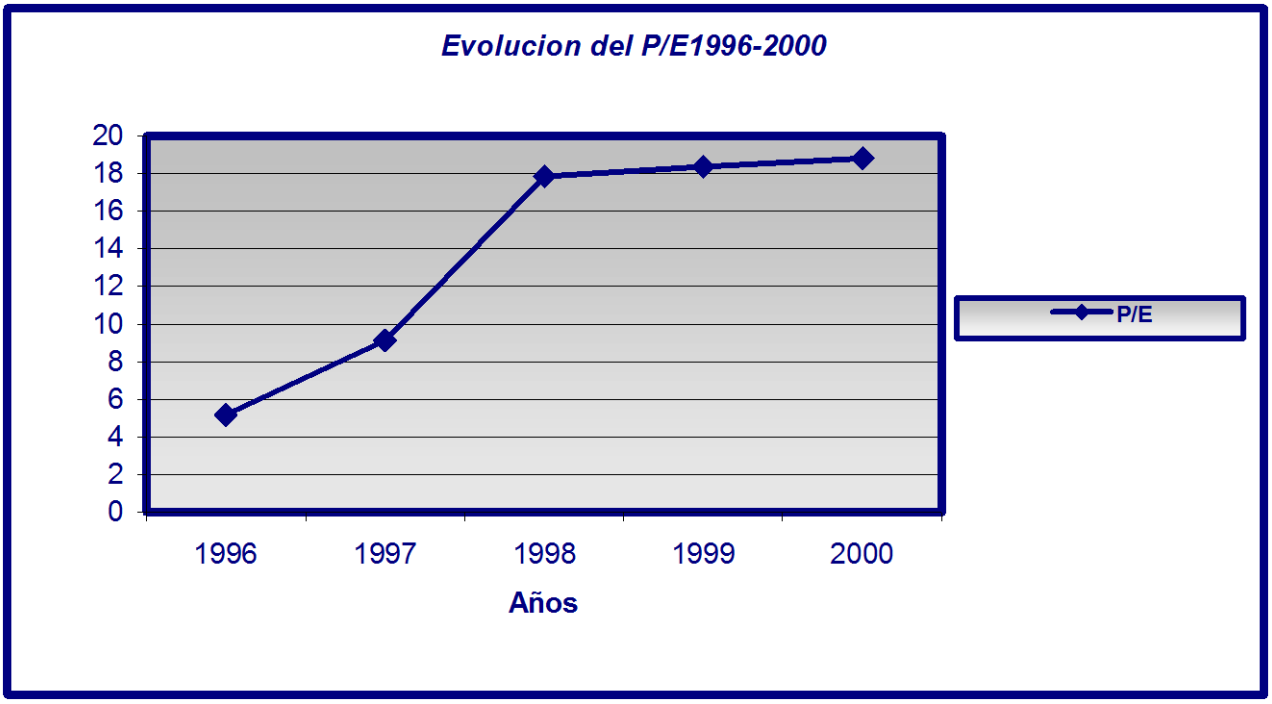

Evolucion del P/E1996-2000
20
18
16
14
12
10
8
6
4
2
0
1996
1997
1998
1999
2000
Años
P/E

Gráfico # 15.

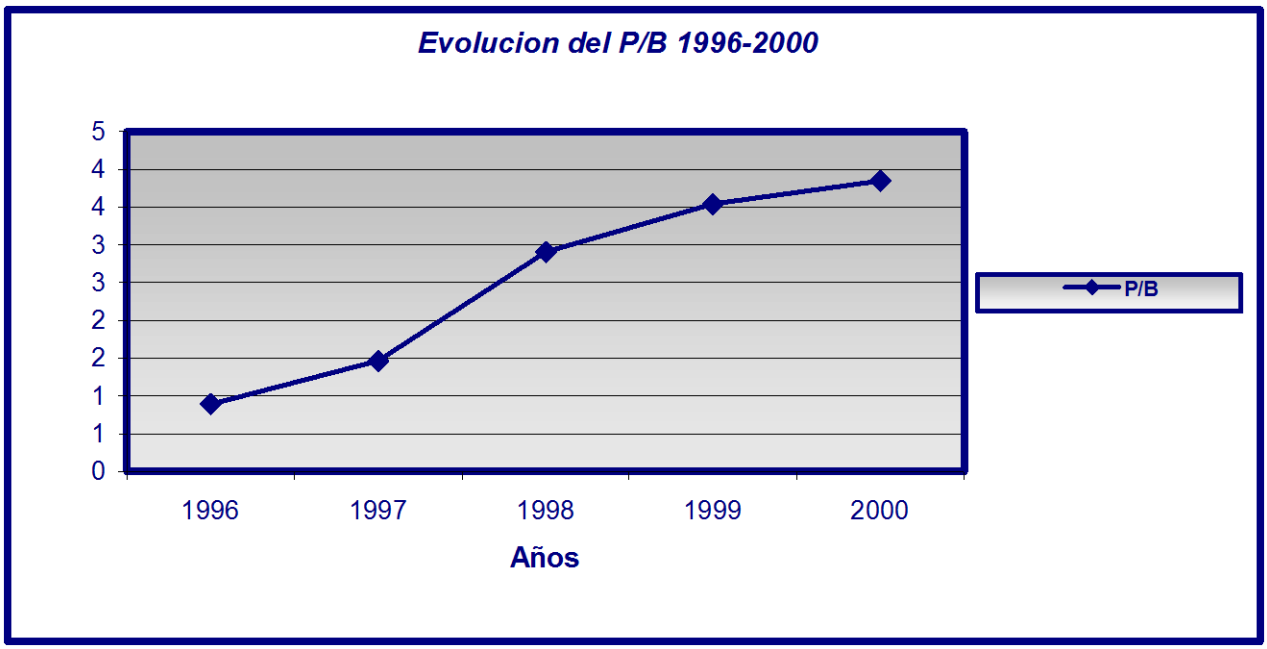

Evolucion del P/B 1996-2000
5
4
4
3
3
2
2
1
1
0
1996
1997
1998
1999
2000
Años
P/B

Gráfico # 16.

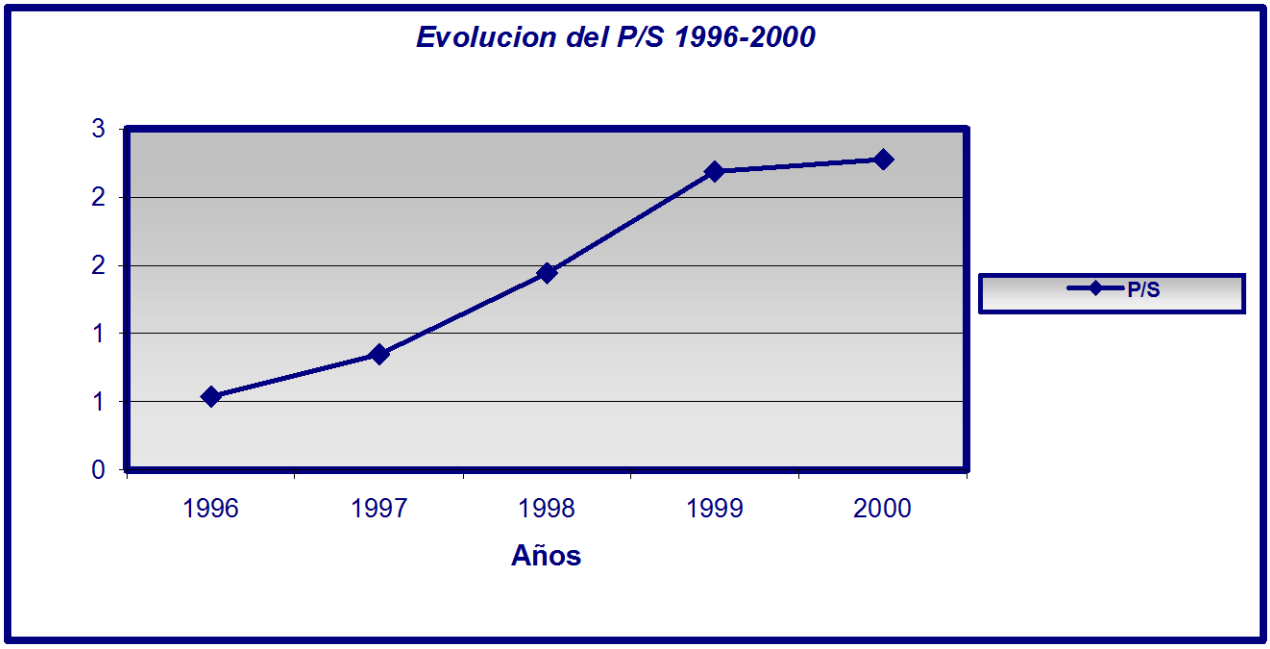


Gráfico # 17.

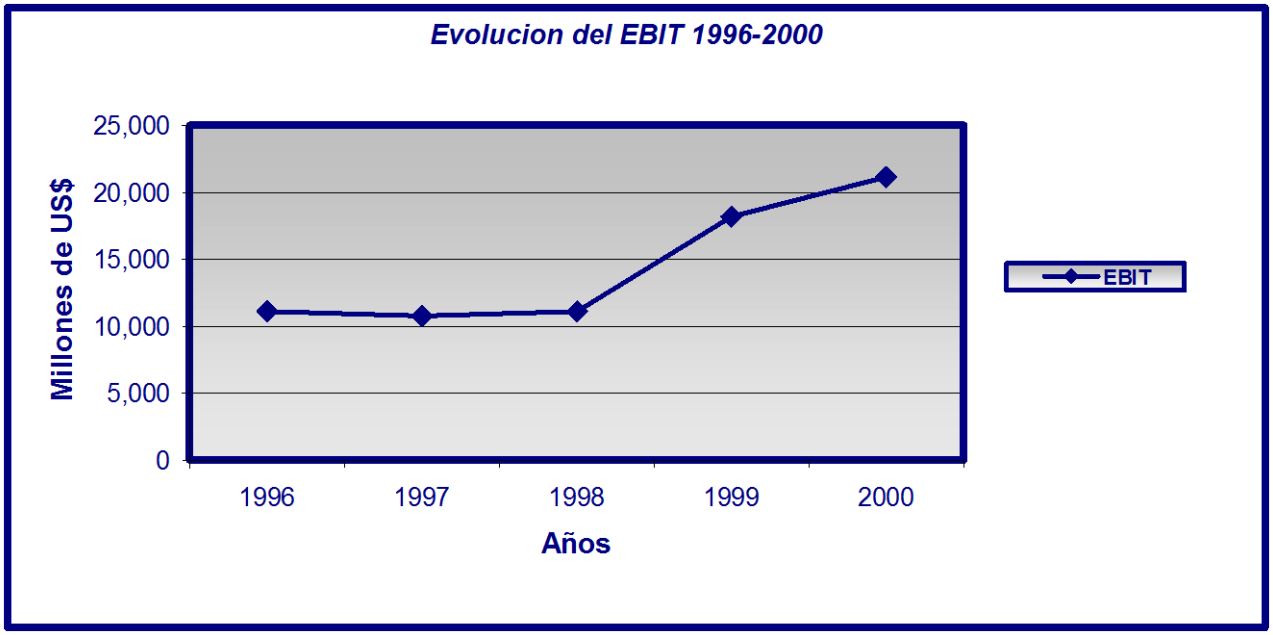


Gráfico # 18.

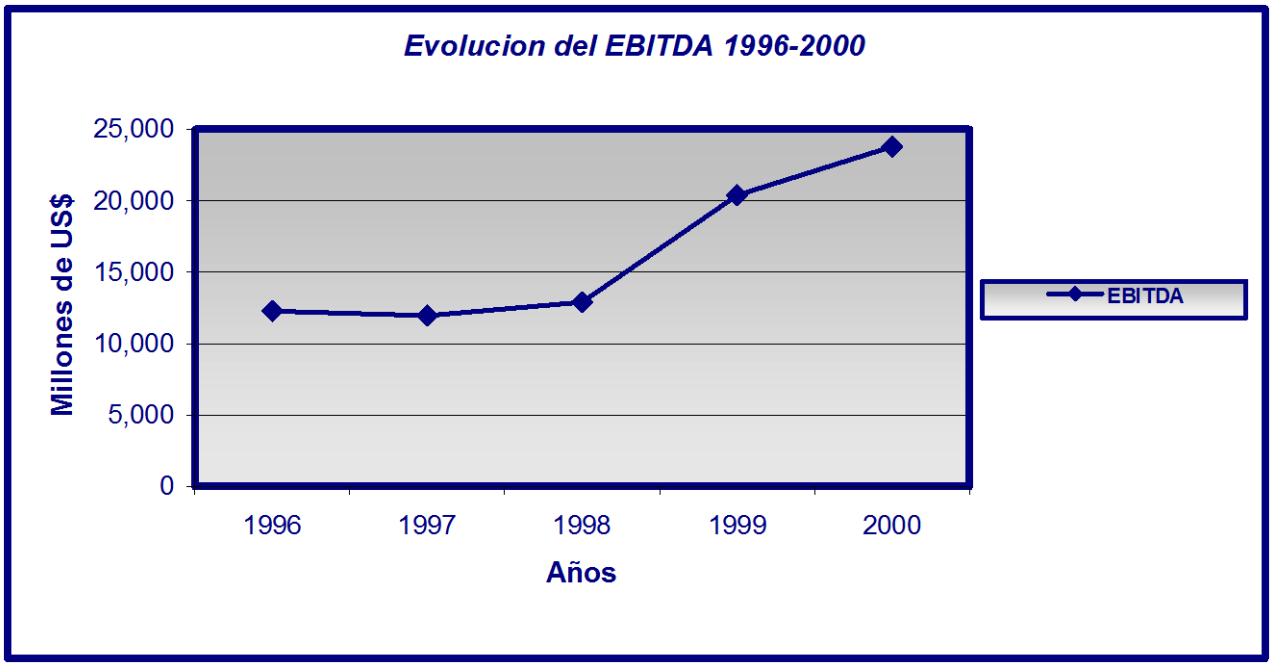


Gráfico # 19.

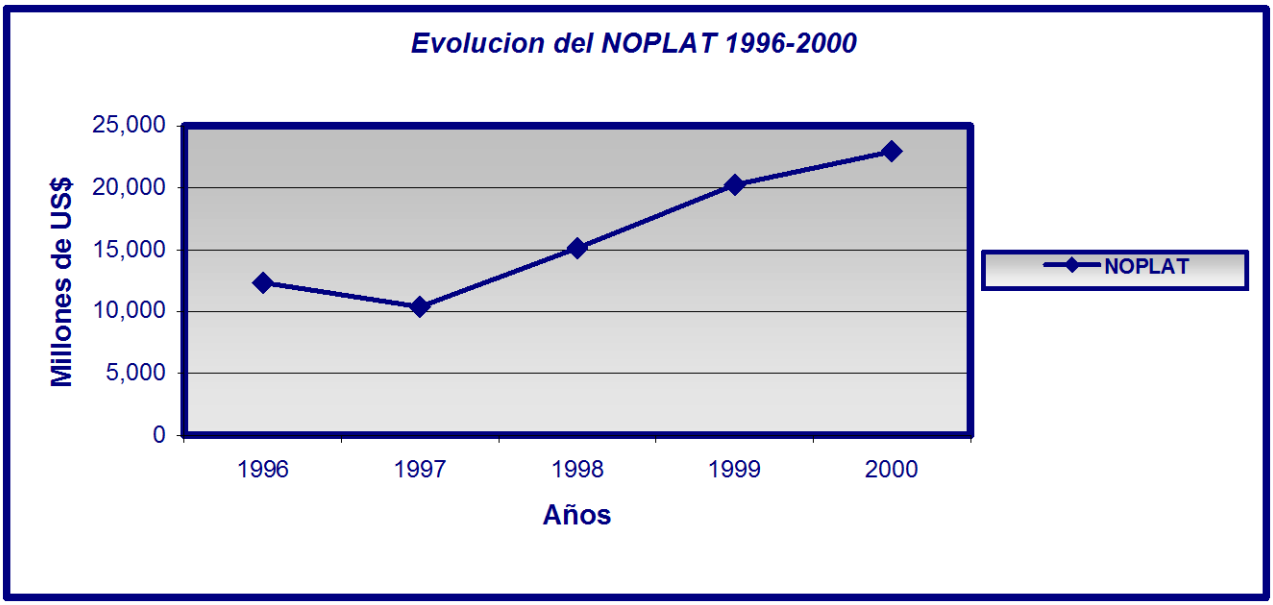


Gráfico # 20.

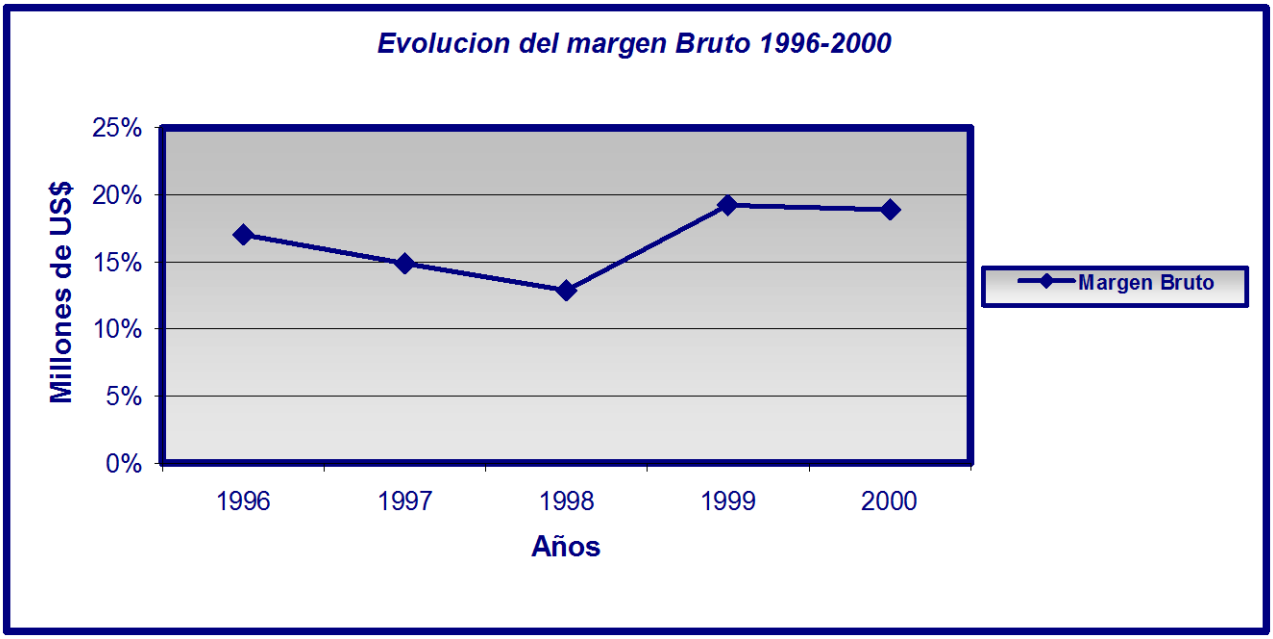


Gráfico # 21.

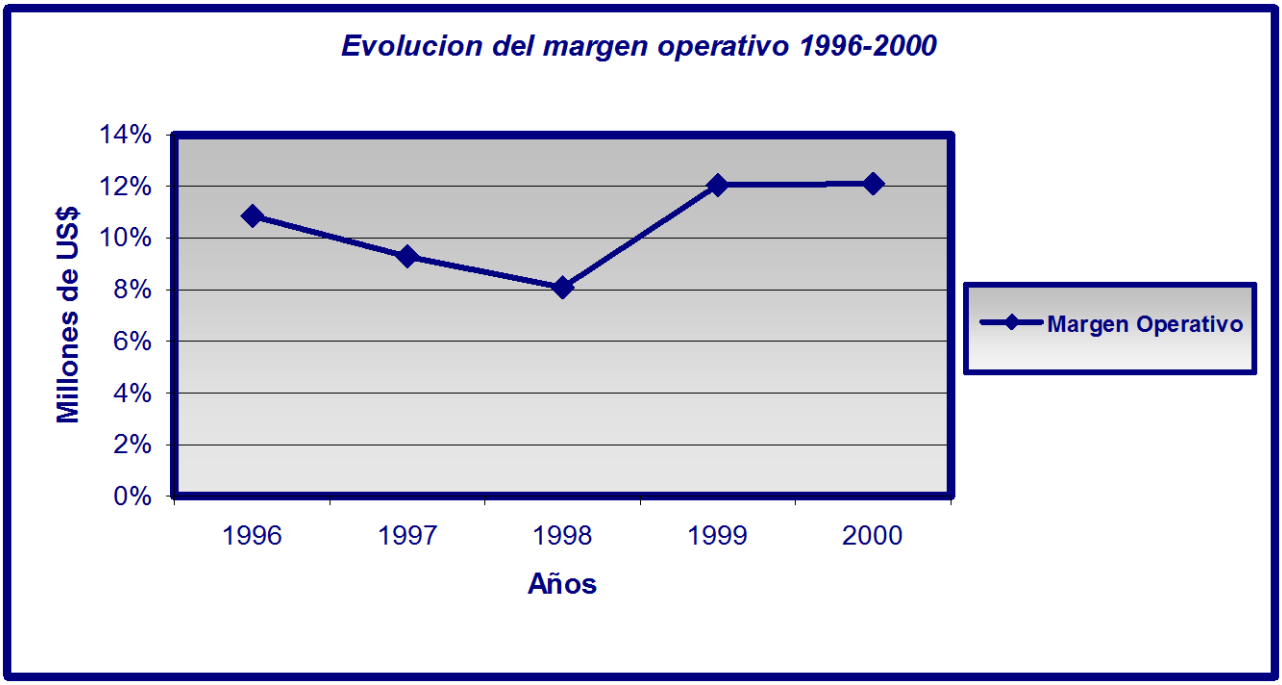

Evolucion del margen operativo 1996-2000
14%
12%
10%
8%
6%
4%
2%
0%
Millones de US$
1996
1997
1998
1999
2000
Años
Margen Operativo

Gráfico # 22.

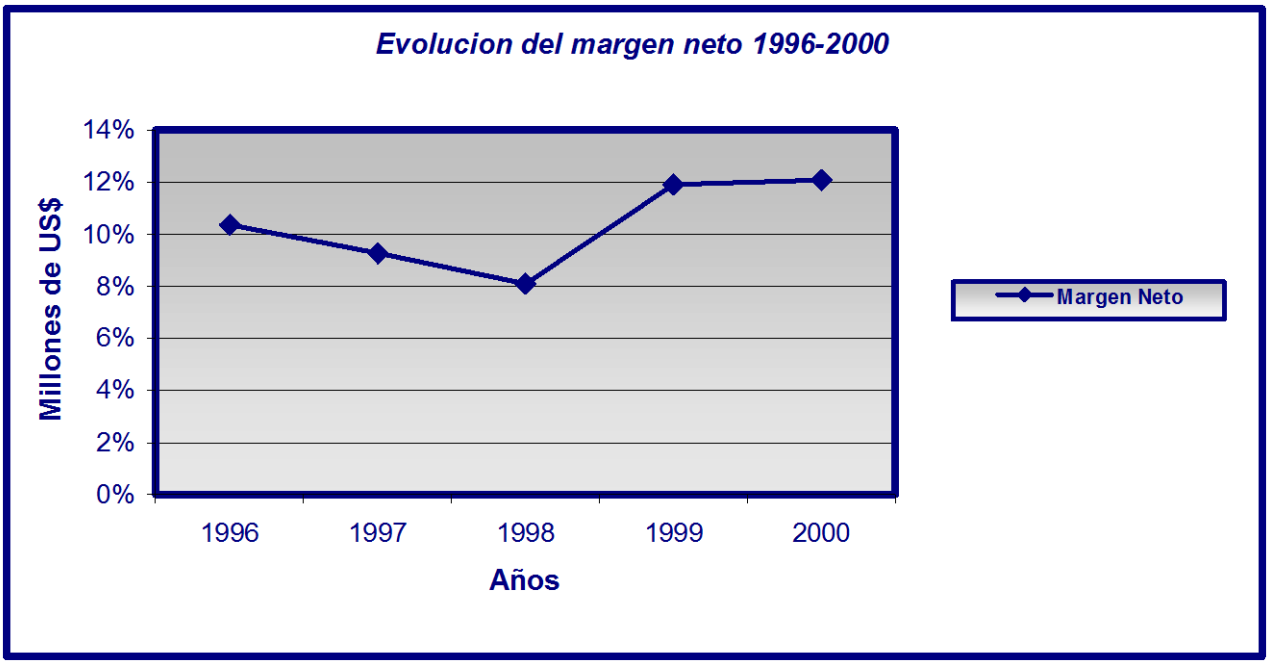

Evolucion del margen neto 1996-2000
14%
12%
10%
8%
6%
4%
2%
0%
Millones de US$
1996
1997
1998
1999
2000
Años
Margen Neto

Gráfico # 23.

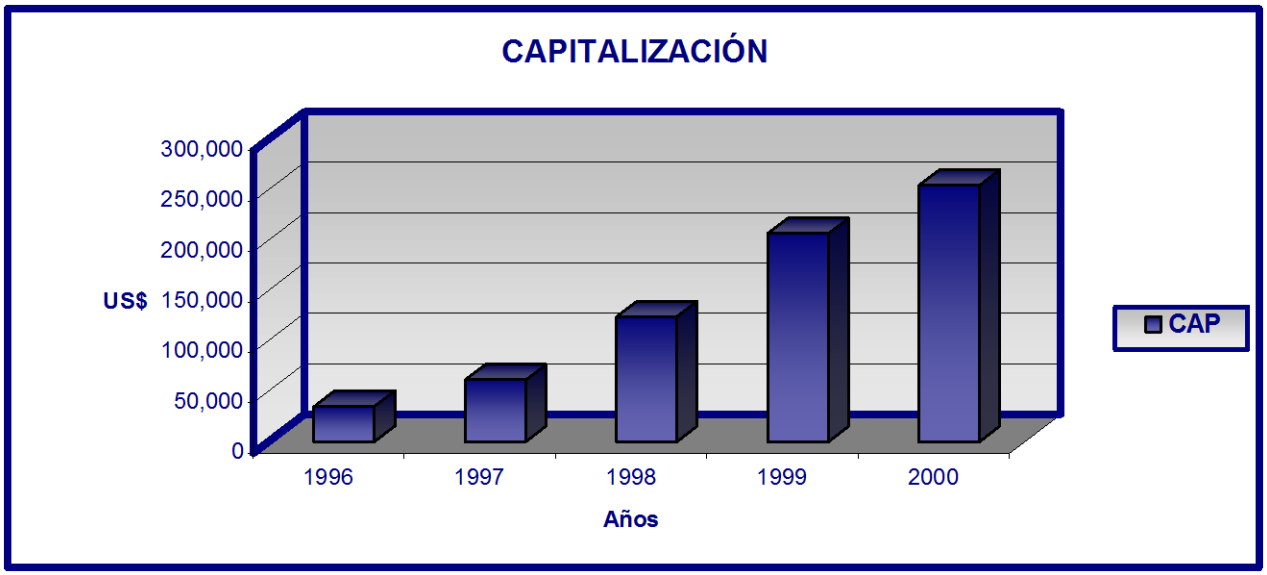


Gráfico # 24.

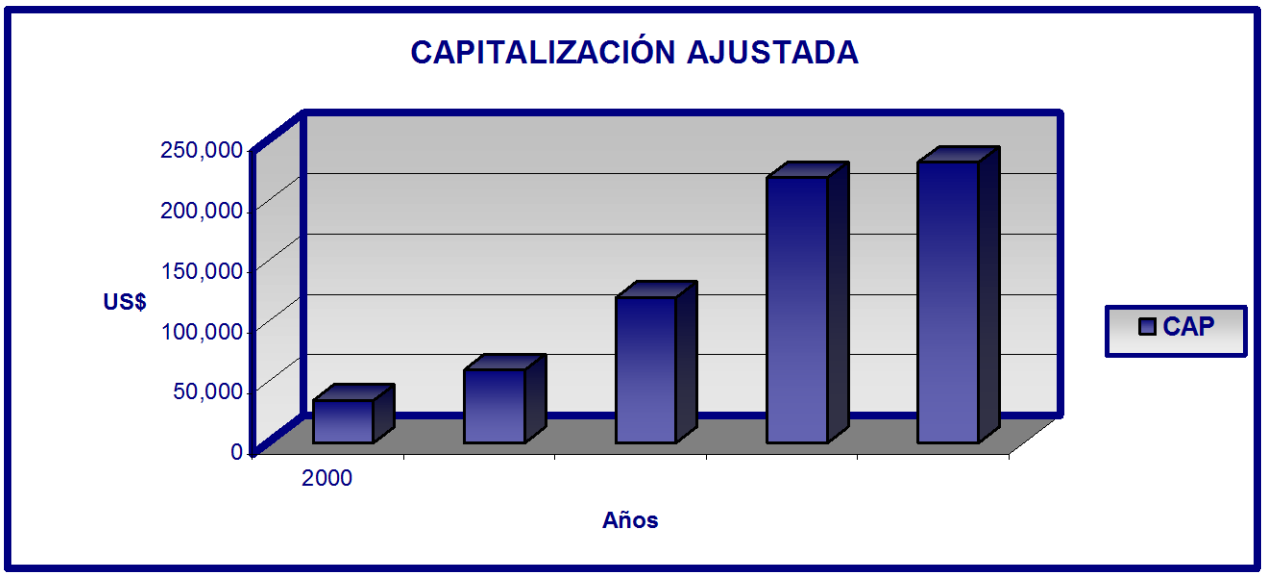


Gráfico # 25.

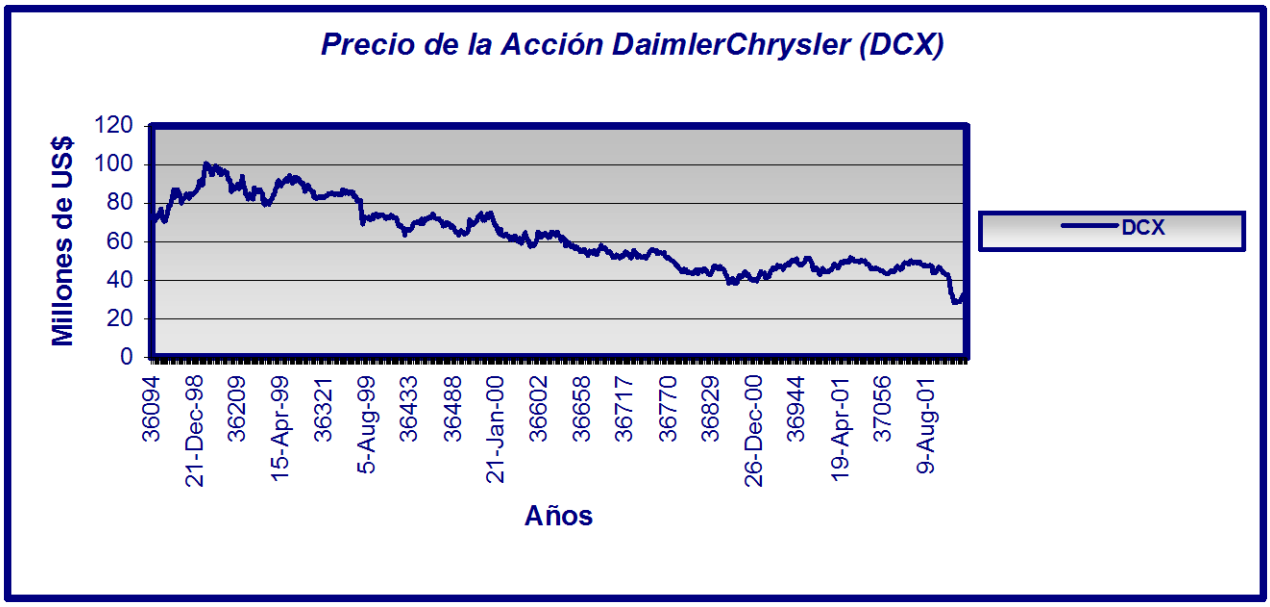


Gráfico # 26.

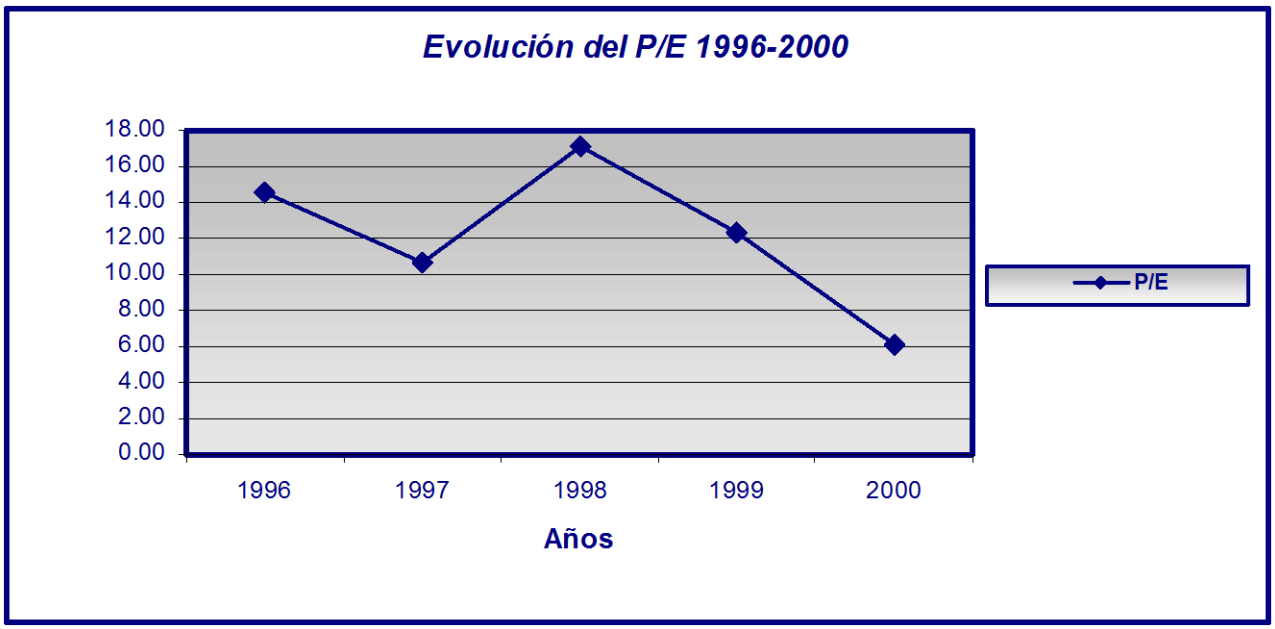


Gráfico # 27

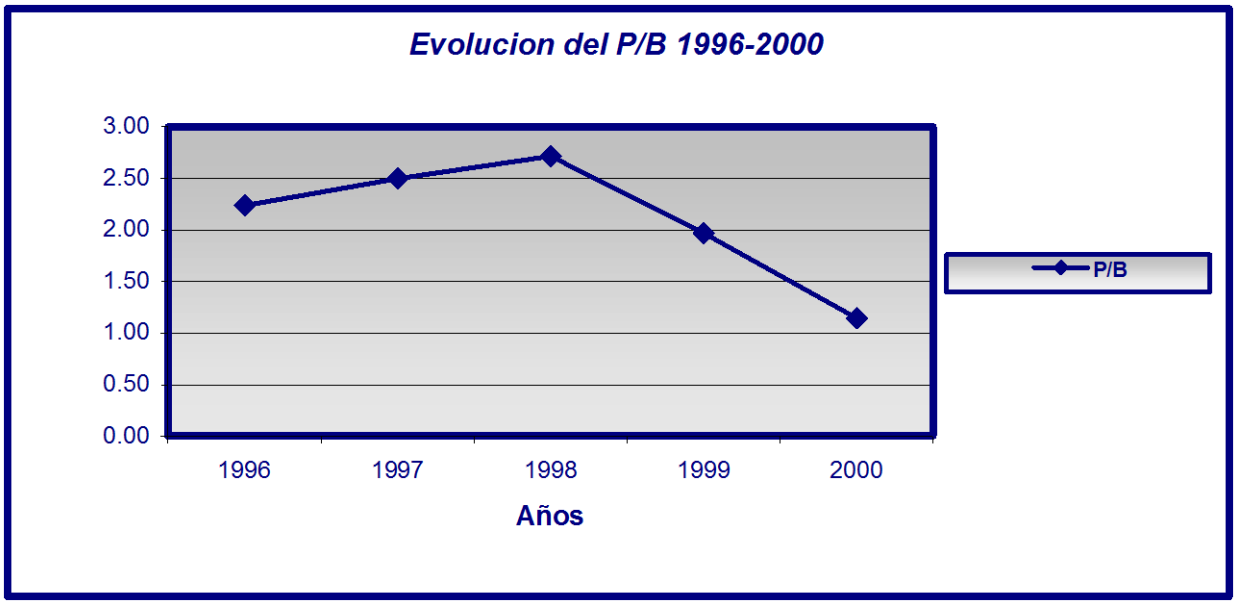


Gráfico # 28.

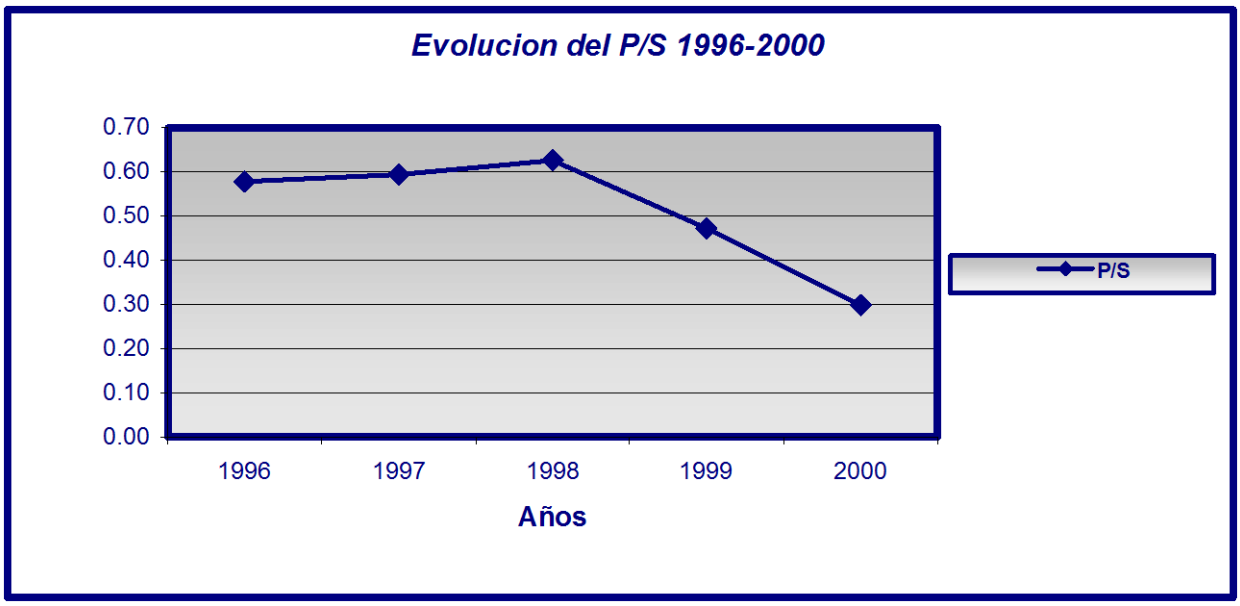


Gráfico # 29.

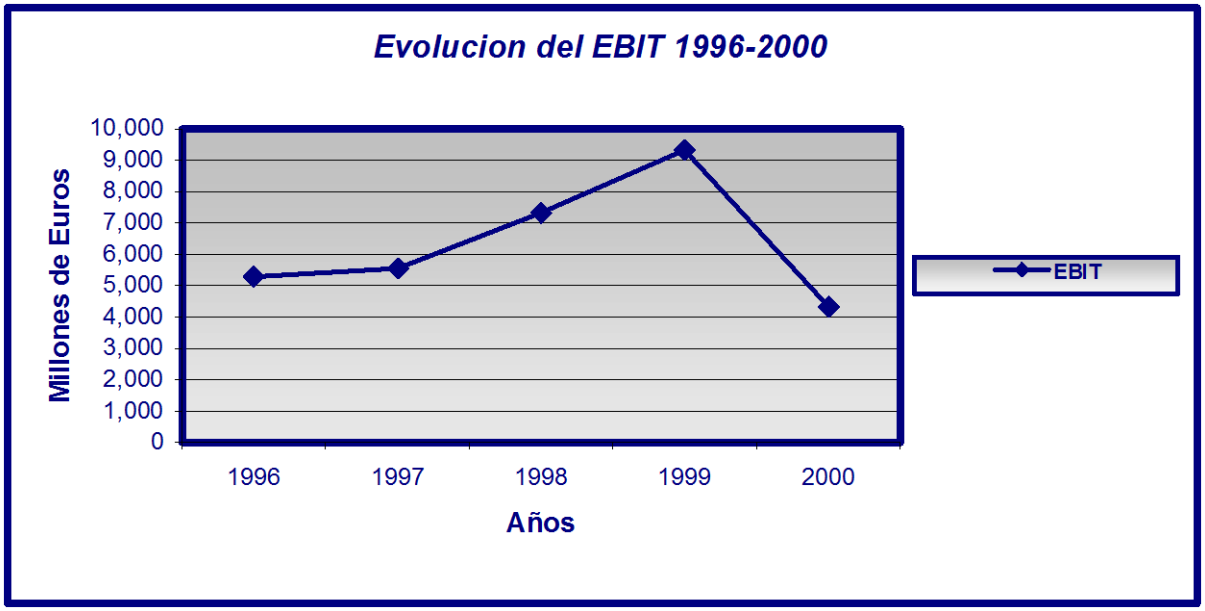


Gráfico # 30.

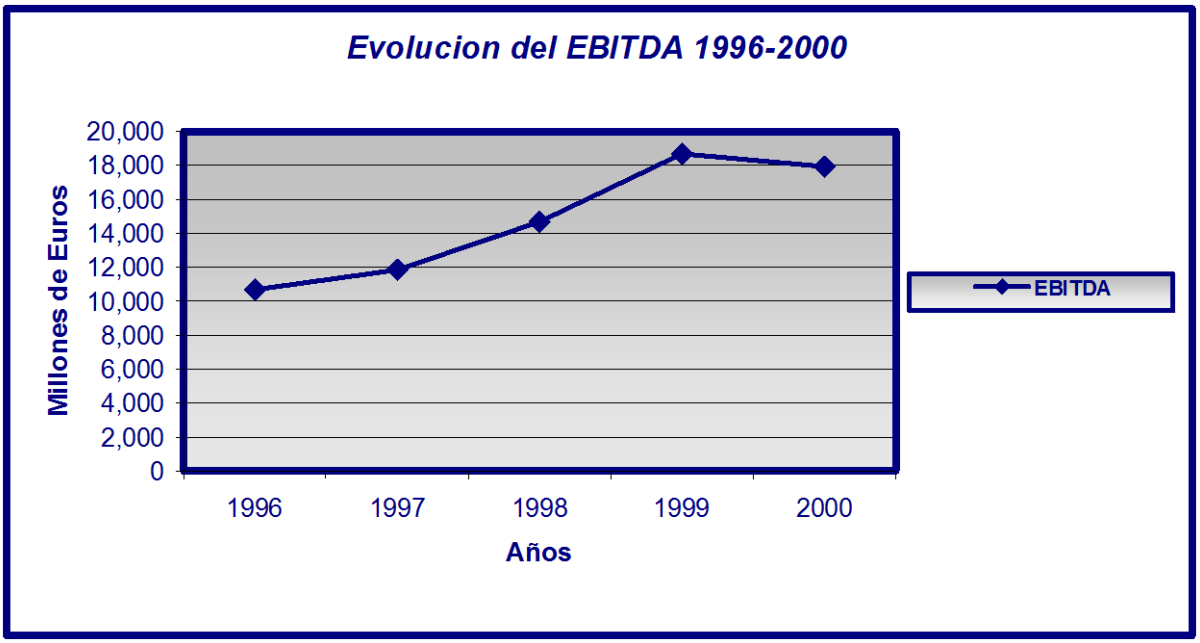


Gráfico # 31.

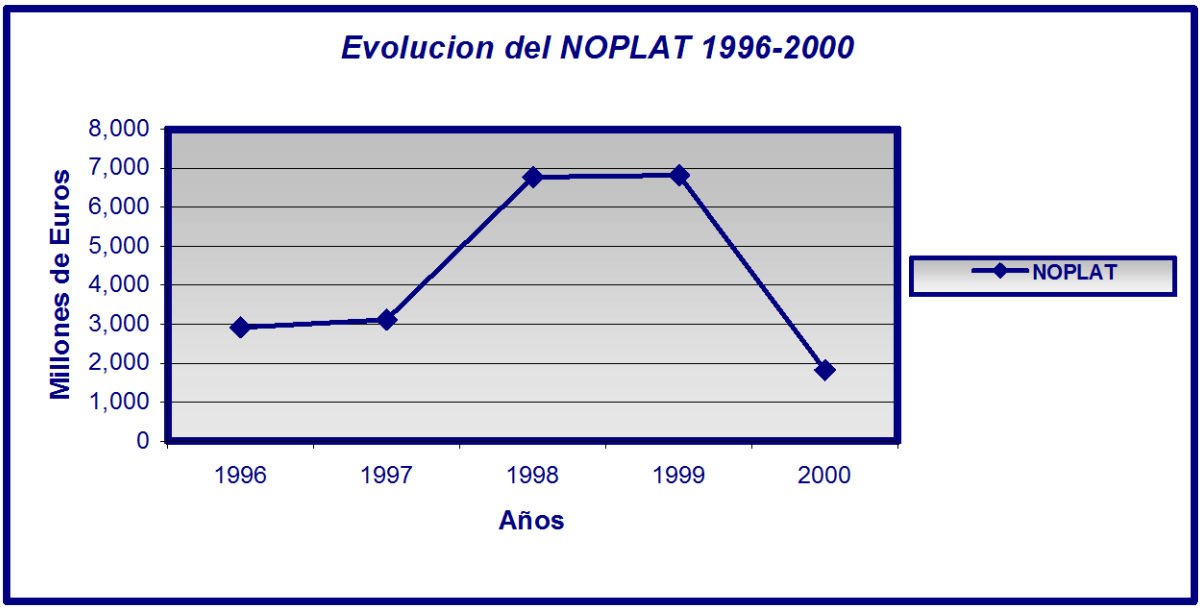


Gráfico # 32

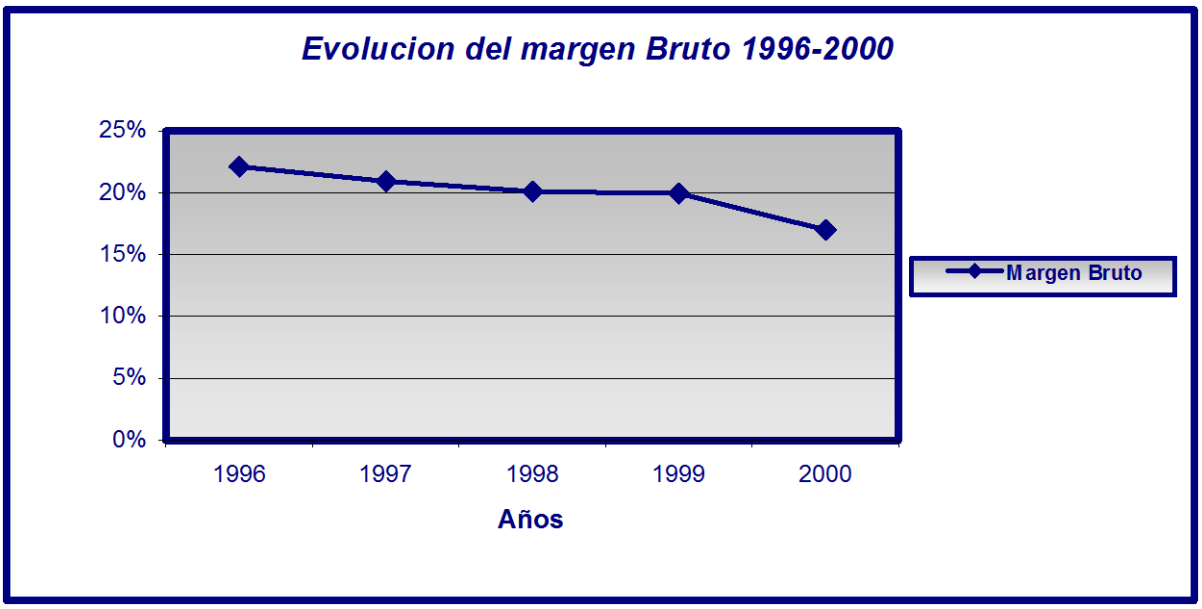


Gráfico # 33.

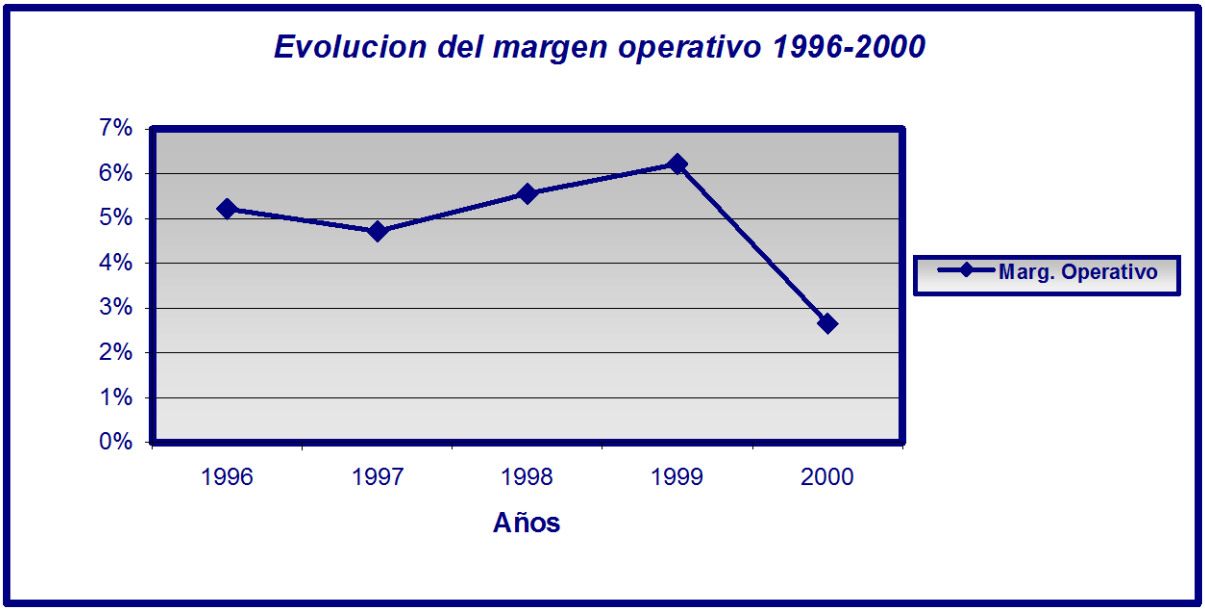


Gráfico # 34.

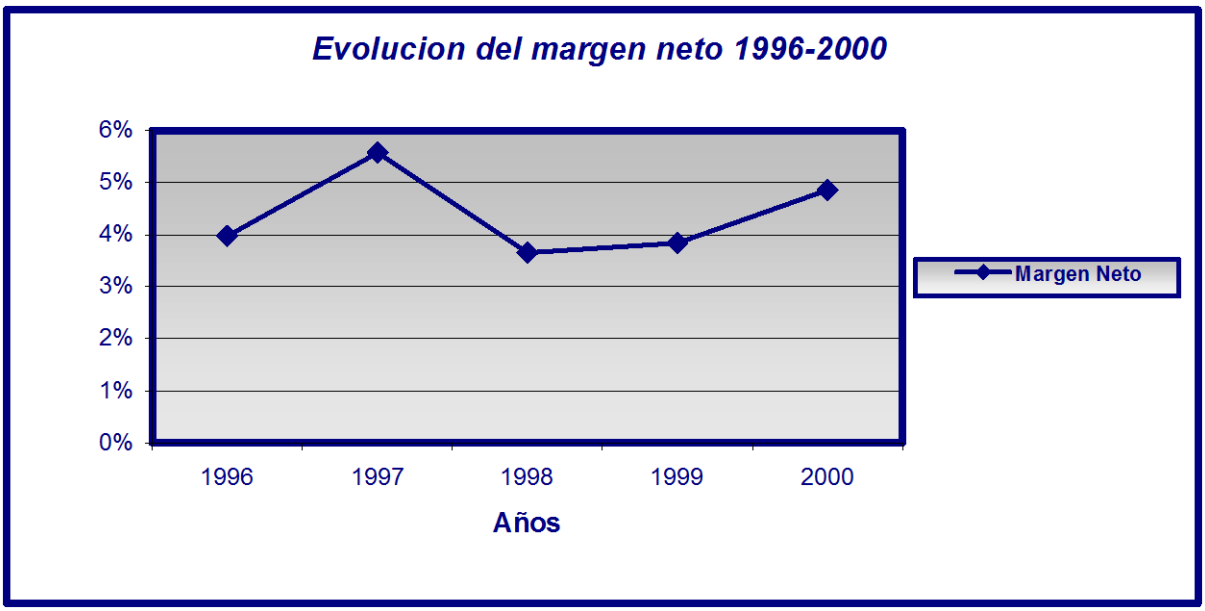


Gráfico # 35.

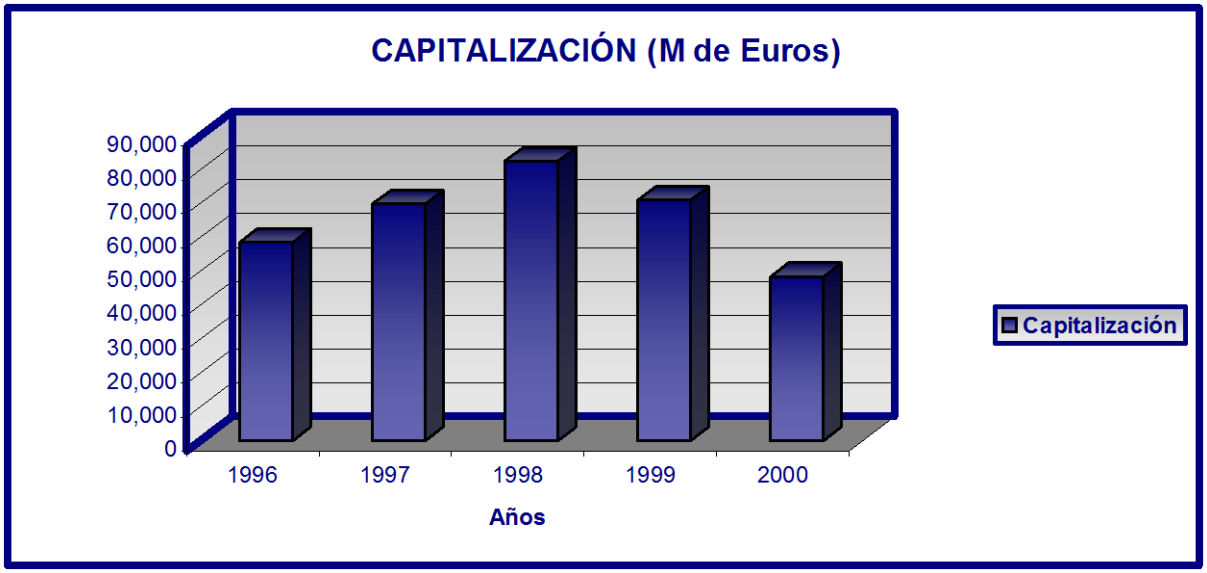


Gráfico # 36.

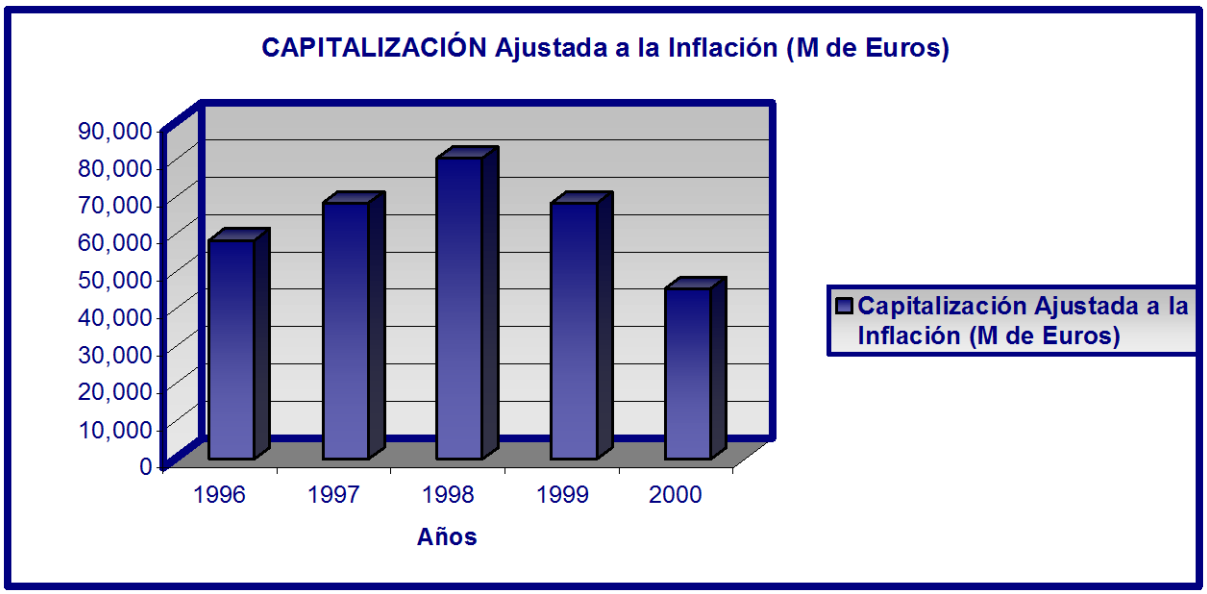


Tabla # 1

Estado de Ganancias y Perdidas

Cierre Fiscal del 31 de Diciembre del
(Millones de Dólares excepto los datos por acción)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ventas y Otros Ingresos Operativos	32.960	35.453	45.800	56.154	57.993	51.321
Costos de Servicios y Productos	27.370	29.383	40.644	50.492	51.320	43.712
Ganancia Bruta	5.590	6.070	5.156	5.662	6.673	7.609
Ingresos y Egresos de Joint Ventures				-67	4	64
Gastos Generales y Administrativos	1.794	1.819	2.187	1.993	2.044	2.335
Gastos de Investigación y Desarrollo	1.674	1.633	1.924	1.895	1.341	1.441
Gastos de Investigación y Desarrollo en Proceso						557
Ganancias en disposiciones netas				13	87	34
Gastos de Pensiones		133	-99	153	209	316
Gastos Especiales	2.438		1.400			
Ganancias en Operaciones	-316	2.485	-256	1.567	3.170	3.058
Otros Ingresos e Intereses	280	388	428	283	585	386
Gastos de Intereses y Deuda	-376	-393	-513	-453	-431	-445
Ganancias Antes de Impuestos	-412	2.480	-341	1.397	3.324	2.999
Impuestos a los Ingresos	-376	662	-163	277	1.015	871
Ganancias Netas	-36	1.818	-178	1.120	2.309	2.128
Ganancia por acción	-0,07	3,75	-0,18	1,16	2,52	2,48
Ganancia por acción diluida	-0,07	3,70	-0,18	1,15	2,49	2,44
Dividendos en Efectivo por acción	0,5	0,55	0,56	0,56	0,56	0,59
Ventas por acción	67,30	73,20	47,21	58,08	63,24	59,71
Valor por acción	26,42	27,88	13,35	12,74	12,50	12,82

Fuente: US Securities and Exchange Commission (SEC)

Balance General

Fecha de Cierre 31 de Diciembre de 2000 **Tabla # 2**

(Millones de Dólares excepto los datos por acción)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Activos						
Efectivo y Caja	4.527	5.469	4.420	2.183	3.354	1.010
Inversiones a corto plazo		883	729	279	100	
Cuentas por cobrar	2.291	2.870	3.121	3.288	3.453	4.928
Porcion Corriente del Financiamiento Comercial	205	774	261	781	799	995
Impuestos diferidos	840	1.362	1.765	1.495	1.467	2.137
Inventario	10.354	9.151	8.967	8.349	6.539	6.794
Activo Circulante	18.217	20.509	19.263	16.375	15.712	15.864
Financiamiento Comercial y de Clientes	4.007	3.114	4.339	4.930	5.205	5.964
Propiedad, Planta y Equipos Netos	7.927	8.266	8.391	8.589	8.245	8.814
Bienes Intangibles netos		2.478	2.395	2.312	2.233	5.214
Pagos adelantados de pensión	698	3.014	3.271	3.513	3.845	4.845
Impuestos diferidos	58	143	15	411		60
Otros Activos	1.657	356	350	542	907	1.267
Activo Total	32.564	37.880	38.024	36.672	36.147	42.028
Cuentas por Pagar y Capital de los accionistas						
Cuentas por pagar y otras deudas	8.529	9.901	11.548	10.733	11.269	11.979
Adelantos sobre exceso de costos asociados	1.657	1.714	1.575	1.251	1.215	3.517
Impuestos por Pagar	392	474	298	569	420	1.561
Deuda a Corto Plazo y Porción de deuda a Largo Plazo	271	637	731	869	752	1.232
Total de Cuentas Activo Circulante	10.849	12.726	14.152	13.422	13.656	18.289
Impuestos Diferidos					172	
Fondo de Pensiones	3.646	4.800	4.796	4.831	4.877	5.152
Deuda a lago Plazo	3.595	6.852	6.123	6.103	5.980	7.567
Servicios financieros y otros segmentos	1.469					
Intereses Minoritarios	66					
Capital de los accionistas						
Número de acciones comunes emitidas	1.746	4.967	5.000	5.059	5.059	5.059
Pago de Capital Adicional	615	920			1.684	2.693
Pagos por Recompra	224				-4.161	-6.221
Utilidades Retenidad	10.581	8.896			10.487	12.090
Otros Ingresos Acumulados					6	-2
Acciones en tesoreria	-209	-1				
Utilidades Diferidas	-18	-22			-12	-7
Otras cuentas de capital			7.953	7.257		
Fondos mutuales		-1.258			-1.601	-2.592
Capital Total de los accionistas	12.939	13.502	12.953	12.316	11.462	11.020
Total de Capital	31.029	37.880	38.024	36.672	36.147	42.028

Fuente: US Securities and Exchange Commission (SEC)

Flujo de Caja Efectivo **Tabla # 3**

Cierre Fiscal del 31 de Diciembre del 2000

(En Millones de Dólares)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Flujo de caja - Actividades Operativas						
Ganacias Netas	-36	1.818	-178	1.120	2.309	2.128
Ajustes a las ganancias netas provistas por actividades operativas						
Gastos Especiales	2.438		1.400			
Pensiones		133	-99	153	209	316
Depreciación	1.287	1.241	1.354	1.517	1.538	1.317
Amortización	19	25	104	105	107	162
Investigación y desarrollo en Proceso						557
Provision para financiamiento comercial y de clientes					72	13
Ganancias en disposiciones netas					-87	-34
Cambios en activos y pasivos						
Inversiones a corto plazo	559	-874	154	450	179	100
Cuentas por Cobrar	145	182	-251	-167	-225	-768
Inventarios	-1.400	306	-1.008	618	2.030	1.097
Cuentas por pagar y otras deudas	-210	514	1.490	-806	217	-311
Avances en excesos de costos relacionados	199	441	-139	-324	-36	1.387
Impuestos diferidos por pagar	-692	-55	-451	145	462	421
Otros	-337	-246	-272	-479	-597	-712
Fondo de Pensiones	163	126	-4	35	46	269
Flujo de caja neto	2.135	3.611	2.100	2.367	6.224	5.942
Flujo de Caja y Actividades de Inversion						
Financiamiento a clientes y adiciones por pagos de propiedades	-1.543	-1.212	-1.889	-2.603	-2.398	-2.571
Financiamiento a clientes y reducciones por pagos de propiedades	2.638	1.482	1.030	1.357	1.842	1.433
Propiedades, plantas y equipos	-747	-971	-1.391	-1.665	-1.236	-932
Adquisiciones netas						-5.727
Ganancias por disposición				37	359	169
Otros	9	15				
Efectivo neto para actividades de inversión	357	-686	-2.250	-2.874	-1.433	-7.628
Flujo de Caja-Actividades Financieras						
Nuevos prestamos	701	1.051	232	811	437	2.687
Repagos de deuda	-547	-1.160	-867	-693	-676	-620
ShareValue Trust		-891				
Compra de acciones comunes	-337	-718	-141	-1.397	-2.937	-2.357
Acciones comunes emitidas			268			
Opciones de acciones ejecutadas	147	215	166	65	93	136
Dividendos pagados	-434	-480	-557	-564	-537	-504
Total	-470	-1.983	-899	-1.778	-3.620	-658
Aumento (disminucion) de efectivo neto y equivalente en efectivo	2.022	942	-1.049	-2.237	1.171	-2.344
Efectivo y equivalente en efectivo al pricipio del año	2.505	4.527	5.469	4.420	2.183	3.354
Efectivo y equivalente de efectivo al final del año	4.527	5.469	4.420	2.183	3.354	1.010

Fuente: US Securities and Exchange Commission (SEC)

Estado de Ganancias y Perdidas **Tabla # 4**

Cierre Fiscal del 31 de Diciembre del

(Millones de Dólares excepto los datos por acción)

	1996	1997	1998	1999	2000
Ingresos					
Intereses de deudas	20.090	20.765	31.144	33.018	37.377
Otros intereses y dividendos	17.708	21.336	23.392	21.971	27.562
Primas de seguro	7.633	8.995	10.324	11.504	12.429
Comisiones y honorarios	10.106	10.936	12.395	13.229	16.363
Transacciones principales	4.528	4.231	1.780	5.160	5.981
Gerencia de activos y honorarios administrativos	1.390	1.715	2.292	4.164	5.338
Ganancias por ventas de inversiones	276	995	841	541	806
Otros ingresos	3.370	3.333	3.757	4.809	5.970
Total de Ingresos	65.101	72.306	85.925	94.396	111.826
Gastos por intereses	21.336	24.524	30.692	28.674	36.638
Total de ingresos netos de intereses	43.765	47.782	55.233	65.722	75.188
Provisiones por beneficios, quejas y pérdidas					
Política de beneficios y gastos	7.366	7.714	8.527	9.120	10.147
Provisiones por pérdidas de crédito	2.200	2.197	4.261	4.760	5.339
Total	9.566	9.911	12.788	13.880	15.486
Gastos operativos					
Compensación y beneficios no asegurados	12.028	12.942	14.615	16.169	18.633
Seguros subscritos adquisiciones y operaciones	3.013	3.236	3.372	3.765	3.643
Restructuración de cambios y costos de fusiones		1.718	795	-53	759
Otros gastos operativos	8.434	9.225	12.578	13.810	15.524
Total de gastos operativos	23.475	27.121	31.360	33.691	38.559
Ganancia por venta de acciones por subsidiaria	363				
Ingreso por operaciones antes de impuestos e intereses	11.087	10.750	11.085	18.151	21.143
Provisión para impuesto a los ingresos	3.967	3.833	3.907	6.530	7.525
Intereses minoritarios netos	47	212	228	251	99
Ingresos por operaciones	7.073	6.705	6.950	11.370	13.519
Operaciones descontinuadas netas de Impuestos	-668			-127	
Ganancias Netas	6.739	6.705	6.950	11.243	13.519
Ganancias por acción					
Ingresos antes del efecto acumulado de cambios contables	2,97	2,86	1,35	2,26	2,69
Efecto acumulado de cambios contables	-0,14			-0,03	
Ganacias Netas por acción	2,83	2,86	1,35	2,23	2,69
Promedio ponderado de las acciones comunes	2.272	2.248	4.995	4.979	4.977
Ganacias diluidas por acción					
Ingresos de operaciones continuas	2,84	2,74	1,31	2,19	2,62
Efecto acumulado de cambios contables	-0,13			-0,02	
Ingresos Netos	2,71	2,74	1,31	2,17	2,62
Promedio ponderado de las acciones comunes ajustado	2.394	2.358	5.144	5.128	5.122

Fuente: US Securities and Exchange Commission (SEC)

Balance General **Tabla # 5**

Fecha de Cierre 31 de Diciembre de 2000

(Millones de Dólares excepto los datos por acción)

	1996	1997	1998	1999	2000
Activos					
Efectivo y equivalentes en efectivo	10.165	12.618	13.837	15.978	14.621
Deposito en intereses con bancos	11.648	13.049	11.643	12.266	16.164
Inversión	84.695	91.633	103.672	116.052	120.122
Venta de Fondos Federales, Prestamo de Títulos o Compra bajo acuerdos de reventa	109.118	119.967	94.831	112.655	105.877
Cuentas por cobrar por transacciones realizadas	11.592	15.627	21.413	22.219	25.696
Relación de activos comerciales	168.174	180.088	119.845	107.061	132.513
Pretamos netos					
Consumidor	111.847	119.490	132.255	194.569	228.879
Comerciales	62.765	79.116	89.703	120.332	138.143
Prestamos netos de ingresos no recibidos	174.612	198.606	221.958	314.901	367.022
Asignación para perdidas crediticias	-5.503	-6.137	-6.617	-8.853	-8.961
Total de Prestamos netos	169.109	192.469	215.341	306.048	358.061
reaseguros por pagar	10.234	9.579	9.492	9.705	10.541
Cuentas variables	9.023	11.319	15.820	23.118	24.947
Otros activos	54.024	51.035	62.747	70.482	93.668
Total de activos	637.782	697.384	668.641	795.584	902.210
Pasivos					
Depositos que ganan intereses en EEUU	14.867	16.901	17.058	19.506	21.694
Depositos que no ganan intereses en EEUU	40.254	40.361	44.169	49.052	58.913
Depositos que no ganan intereses fuera de EEUU	9.891	9.627	10.856	12.021	13.811
Depositos que ganan intereses fuera de EEUU	119.943	132.232	156.566	180.994	206.168
Total de depositos	184.955	199.121	228.649	261.573	300.586
Compra de Fondos Federales, títulos adeudados o venta bajo acuerdos de recompra	121.763	132.103	81.025	92.591	110.625
Cuentas por cobrar por transacciones realizadas	10.019	12.763	21.055	13.438	15.882
Pasivos comerciales	114.144	127.152	94.584	90.500	85.107
Fondos por pagar, Cuentas variables y separadas	52.893	26.157	33.037	41.335	44.884
Poliza de seguro y reclamo	43.944	43.782	43.990	43.842	44.666
Inversión bancaria y prestamos de corretaje	10.020	11.464	14.040	13.719	18.227
Prestamos a corto plazo	1.557	14.028	16.112	44.339	51.675
Deuda a largo plazo	43.546	47.387	48.671	88.481	111.778
Otros pasivos	32.990	38.301	40.310	42.556	47.654
Titulos con vencimiento obligatorio					
Casa Matriz	1.000	1.000	1.700	2.300	2.300
Subsidiarias	2.200	2.275	2.760	2.620	2.620
Capital de los accionistas					
Acciones preferentes(1$ por valor; acciones autorizadas:30 millones), al valor de liquidación agregado	3.203	3.353	2.313	1.895	1.745
Acciones comunes($0.01 por valor; acciones autorizadas:6.0 millones)	520	25	24	54	54
Pago de Capital adicional	14.401	12.471	8.905	15.307	16.504
Ganacias retenidas	27.237	32.002	35.971	47.997	58.862
Acciones del tesoro al costo: 1998 -- 144,095,466 acciones y 1997 -- 232,757,097 acciones	-7.073	-6.595	-4.789	-7.662	-10.213
Otros capitales acumulados por recursos no propios	1.145	1.057	781	1.155	123
Compensación no ganada	-283	-462	-497	-456	-869
Total del capital de los accionistas	39.150	41.851	42.708	58.290	66.206
Total de pasivos y capital de los accionistas	658.181	697.384	668.641	795.584	902.210

Fuente: US Securities and Exchange Commission (SEC)

Flujo de Caja Efectivo **Tabla # 6**

Cierre Fiscal del 31 de Diciembre del 2000

(En Millones de Dólares)	1996	1997	1998	1999	2000
Flujo de caja de las actividades operativas					
Ingresos por operaciones	7.073	6.705	6.950	11.243	13.519
Ajustes a los ingresos por operaciones					
Amortización de costos de adquisición aplazados	1.192	1.424	1.509	1.613	1.676
Adiciones a los costos de adquisición aplazados	-1.388	-1.685	-1.784	-1.961	-2.154
Depreciación y amortización	1.182	1.218	1.810	2.226	2.648
Provosión de impuestos aplazados	475	-1.430	-210	598	1.537
Provisión para perdidas crediticias	2.200	2.197	4.261	4.760	5.339
Cambio en las cuentas de activos comerciales	-3.458	-22.730	63.099	9.928	-25.452
Cambio en las cuentas de pasivos comerciales	33.521	13.008	-32.804	-3.848	-5.393
Cambios en las ventas de fondos federales y en las compras de seguros bajo acuerdos de reventa	-15.979	-10.849	25.136	-17.824	6.778
Cambios en las compras de fondos federales	-7.807	18.536	-51.078	11.566	18.034
Cambio en las transacciones a cobrar netos	-3.418	-1.291	-991	-4.926	-1.033
Cambios en las politicas de seguro y en reclamos	-309	381	112	405	824
Ganacias netas en la venta de inversiones	-276	-995	-841	-541	-806
Actividad del inversionista	-270	-475	-698	-863	-1.044
Cargos reestructurativos		1.718	795	-53	759
otros	-2.343	2.649	-8.527	-1.100	-12.559
Total de ajustes	3.322	1.676	-211	-20	-10.846
Efectivo proveniente de actividades operativas	10.395	8.381	6.739	11.223	2.673
Flujo de caja de actividades de inversión					
Cambio en los depositos e intereses con los bancos	-2.620	-1.401	1.390	-573	-3.898
Cambio en los prestamos	-120.776	-117.921	-176.466	-120.970	-82.985
Adelantos de ventas, prestamos y creditos a cobrar	109.821	104.119	150.037	94.677	32.580
Compra de inversión	-68.989	-78.594	-90.408	-92.495	-103.461
Adelantos de ventas en inversiones	39.873	46.927	46.798		67.561
Adelantos de vencimiento de inversiones	20.248	23.026	34.220	35.525	34.774
Otras inversiones Netas principalmente a corto plazo	-325	-501	-4.237	2.677	-3.086
Gastos de capital en premisas y equipos	-1.596	-1.533	-2.135	-1.750	-2.249
Adelantos de ventas de premisas y equipos, Adquisiciones de negocios	-3.893	-2.132	-6.573	-6.321	-8.843
Efectivo neto usado en actividades de inversión	-26.534	-26.846	-46.610	-85.793	-68.375
Flujo de caja de las actividades financieras					
Dividendos pagados	-1.530	-1.692	-1.988	-2.139	-2.654
Emisión de las Acciones Comunes	787	1.434	1.685	758	958
Emision de titulos obligatorios con vencimiento	2.545	450	1.325	600	
Desempeño de las acciones preferenciales	-112	-850	-1.040	-388	-150
Acciones del Tesoro adquiridas	-3.711	-3.447	-3.139	-3.954	-4.066
Acción tentativa para pagos de retención de impuestos	-201	-384	-520	-496	-593
Emisión de Deuda a Largo Plazo	11.975	15.333	27.561	18.537	43.527
Pagos y amortizaciones de deuda a largo plazo	-9.127	-10.713	-17.356	-18.835	-22.330
Cambio en los depositos	17.824	14.166	29.546	32.160	39.013
Cambio en los préstamos a corto plazo incluyendo inversiones					
Bancarias y transacciones de prestamos	-1.452	6.636	3.662	-580	9.851
Fondos de depósitos	2.493	3.544	4.422	5.933	6.077
Fondos de retiros	-2.231	-2.871	-2.579	-5.028	-4.758
Efectivo neto provisto por las actividades finacieras	17.260	21.606	41.579	26.568	64.875
Efectos de los cambios del tipo de cambio en efectivo y sus equivalentes	-170	-688	-82	-98	-530
Cambio en efectivo y los equivalentes de efectivo	951	2.453	1.626	1.578	-1.357
Efectivo y equivalentes de efectivo al principio del periodo	9.214	10.165	12.774	14.400	15.978
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del periodo	10.165	12.618	14.400	15.978	14.621
Información adicional del flujo de caja					
Efectivo pagado durante el periodo de impuestos a los ingresos	3.441	3.917	3.445	4.314	5.357
Efectivo pagado durante el periodo de intereses	20.286	23.016	29.501	27.502	34.924
Actividades de inversión y transferencias de deuda no realizadas en efectivo para otras propiedades del estado	632	336	688	862	1.522

Fuente: US Securities and Exchange Commission (SEC)

Estado de Ganancias y Perdidas **Tabla # 7**

Cierre Fiscal del 31 de Diciembre del

(Millones de Euros excepto los datos por acción)

	1996	1997	1998	1999	2000
Ingresos	101.415	117.572	131.782	149.985	162.384
Costo de Ventas	-78.995	-92.953	-105.303	-120.082	-134.808
Ingreso Bruto	22.420	24.619	26.479	29.903	27.576
Gastos de ventas, administrativos y otros	-13.902	-15.621	-14.592	-15.669	-17.865
Investigación y desarrollo	-4.081	-4.408	-4.971	-5.737	-6.337
Otros Ingresos	848	957	1.099	827	946
Costos de fusion			-685		
Ingresos Operativos	5.285	5.547	7.330	9.324	4.320
Ingresos (gastos) financieros netos	408	633	763	333	156
Ingresos antes de impuestos	5.693	6.180	8.093	9.657	4.476
efectos de cambio bajos leyes impositivas alemanas				-812	-263
Beneficios Impositivos de distribuciones especiales		1.487			
Impuestos a los ingresos		-1.005	-3.014	-3.721	-1.736
Total de impuestos a los ingresos	-1.547	482	-3.014	-4.533	-1.999
Intereses minoritarios	23	-115	-130	-18	-12
Ingreso antes de efectos acumulados de cambios contable	4.169	6.547	4.949	5.106	2.465
Ingresos y gastos extraordinarios	-147		-129	659	5.516
Perdidas en deudas				-19	
Efectos y cambios cumulativos en principiuos contables					-87
Ganancias Netas	4.022	6.547	4.820	5.746	7.894
Ganancias por accion					
Ganancias basicas por accion					
Ingreso antes de efectos acumulados de cambios contable	4,25	6,90	5,16	5,09	2,46
Ingresos y gastos extraordinarios	-0,15		-0,13	0,66	5,50
Efectos y cambios cumulativos en principiuos contables					-0,09
Ganancias netas	4,10	6,90	5,02	5,73	7,87
Ganancias por acción diluida					
Ingreso antes de efectos acumulados de cambios contable	4,19	6,76	5,01	5,04	2,43
Ingresos y gastos extraordinarios	-0,15		-0,13	0,65	5,44
Efectos y cambios cumulativos en principiuos contables					-0,09
Ganancia Neta	4,05	6,76	4,88	5,67	7,79
# de Acciones Basicas	981,60	949,30	959,30	1.002,90	1.003,20
# de acciones Diluidas	994,00	968,20	987,10	1.013,60	1.013,90
Ventas por accion	103,32	123,85	137,37	149,55	161,87
Book por accion	26,73	29,45	31,66	35,96	42,27

Fuente: US Securities and Exchange Commission (SEC)

Balance General

Fecha de Cierre 31 de Diciembre de 2000

Tabla # 8

(Millones de Euros excepto los datos por acción)

	1996	1997	1998	1999	2000
Activos					
Activos Intangibles		2.422	2.561	2.823	3.113
Propiedad, plantas y equipos netos		28.558	29.532	36.434	40.145
Inversiones a largo plazo		2.397	2.851	3.942	12.107
Equipos en operaciones		11.092	14.662	27.249	33.714
Activo Fijo	0	44.469	49.606	70.448	89.079
Inventarios		10.897	11.796	14.985	16.283
Ingresos por transacciones		7.265	7.605	8.840	7.995
Ingresos de servicios financieros		21.717	26.468	38.735	48.673
Otros ingresos		11.376	10.775	12.571	14.396
Inversiones		10.180	12.160	8.969	5.378
Efectivo y equivalentes		6.809	6.589	9.099	7.127
Activo No Fijo	0	68.244	75.393	93.199	99.852
Impuestos Diferidos		5.688	5.016	3.806	2.436
Gastos Prepagados		6.430	6.134	7.214	7.907
Total Activos	0	124.831	136.149	174.667	199.274
Pasivos					
Stock de Capital		2.391	2.561	2.565	2.609
Capital por pagar		2.958	7.274	7.329	7.286
Ganancias Retenidas		21.892	20.533	23.925	29.461
Ingresos acumulados		1.143	-1	2.241	3.053
Acciones en Tesoreria		-424			
Capital de los Accionistas	26.234	27.960	30.367	36.060	42.409
Intreses minoritarios		782	691	650	519
Avances de Pasivos		35.787	34.629	37.695	36.441
Pasivos Financieros		34.375	40.430	64.488	84.783
Pasivos Transables		12.026	12.848	15.786	15.257
Otros Pasivos		7.912	9.249	10.286	9.621
Pasivos	0	54.313	62.527	90.560	109.661
Impuestos Diferidos		2.502	4.165	5.192	5.480
Ingresos Diferidos		3.487	3.770	4.510	4.764
Pasivos Totales	0	96.871	105.782	138.607	156.865
Pasivos Totales y Capital de los Accionistas	26.234	124.831	136.149	174.667	199.274

Fuente: US Securities and Exchange Commission (SEC)

Flujo de Caja Efectivo

Tabla # 9

Cierre Fiscal del 31 de Diciembre del 2000

(En Millones de Euros)	1996	1997	1998	1999	2000
Ganancias Netas	4.022	6.547	4.820	5.746	7.894
Ingresos aplicables a intereses minoritarios	-22	115	130	18	12
Ganancias en los negocios	-182	-2.056	-296	-1.181	-5.568
Depreciacion y amortizacion de equipos	1.159	1.456	1.972	3.315	6.487
Depreciacion y amortizacion de activos fijos	4.233	4.847	5.359	6.035	7.131
Cambio en impuestos diferidos	112	-706	1.959	2.402	1.220
Ingresos asociados a otras compañias			-59	-23	244
Perdidas de deudas liquidadas	147		129	19	87
Cambio en instrumentos financieros	200	146	-191	247	-90
Ganancias (perdidas) en activos	-65	-204	-368	-1.215	-455
Cambio en acciones transadas	-171	-387	251	495	22
Cambio de avances en pasivos	1.416	840	1.419	4.001	1.778
Inventarios netos	-427	-744	-976	-2.436	-876
ingresos transados	53	-555	-688	-733	-731
deudas transadas	231	1.709	1.827	1.331	-424
otros activos y pasivos	-750	1.329	1.393	2	-714
Efectivo proveniente de actividades operativas	9.956	12.337	16.681	18.023	16.017
Incremento de equipos	-4.045	-5.914	-10.245	-19.336	-19.117
Compra de propiedades, plantas y equipos	-6.721	-8.051	-8.155	-9.470	-10.392
Compra de otros activos fijos	-215	-264	-305	-645	-480
Ganancias por equipos disponibles y prestamos operativos	1.730	2.632	4.903	6.575	8.285
Ganancias por activos fijos	660	576	515	507	862
Pago por adquisición de negocios	-236	-607	-857	-1.289	-4.883
Ganancias por otros negocios	1.105	1.336	685	1.336	311
Cambios en efectivo por intercambio de negocios					-1.351
Cuentas por pagar de servicios financieros	-56.880	-70.154	-81.196	-102.140	-116.507
Cuenats financieras por pagar acumuladas	15.892	22.257	33.784	41.928	44.276
Ganancias por ventas de cuentas financieras por pagar	39.474	44.336	40.950	51.843	63.649
Adquisicion de acciones	-4.024	-5.190	-4.617	-4.395	-7.786
Ganancias por venta de acciones	4.649	3.828	2.734	3.719	10.224
Cabios en efectivo	-134	685	-1.641	-743	200
Efectivo usado en actividades de inversion	-8.745	-14.530	-23.445	-32.110	-32.709
Cambio de papeles comerciales y cuentas por pagar	2.828	1.781	2.503	9.333	-3.238
Adiciones de deudas por pagar a largo plazo	2.440	9.057	9.491	13.340	29.257
Repago de deudas financieras	-5.228	-4.612	-4.126	-4.611	-9.152
Dividendos pagados	-746	-1.267	-6.454	-2.378	-2.379
Ganancias por emision de capital	231	231	4.076	164	112
Compra de acciones de tesoreria	-1.570	-1.888	-169	-86	-88
Efectivo para actividades financieras	-2.045	3.302	6.808	15.762	14.512
Efectos de tipo de cambio en efectivo y equivalente	351	646	-397	805	501
Incrementos netos en efectivo y equivalentes	-483	1.755	1.134	2.480	-1.679
Al comienzo del periodo	5.362	4.879	6.634	6.281	8.761
Al final del Periodo	4.879	6.634	6.281	8.761	7.082

Fuente: US Securities and Exchange Commission (SEC)

INDICADORES BOEING.

Tabla # 10

Indicadores	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Boeing						
Numero de Acciones	489,75	484,35	970,10	966,90	917,10	859,50
Precio de la acción	78,38	106,50	48,94	32,63	41,44	66,00
P/E	-1.066,23	28,37	-266,71	28,17	16,46	26,66
P/B	2,97	3,82	3,67	2,56	3,32	5,15
P/S	1,16	1,45	1,04	0,56	0,66	1,11
EBIT	-316,00	2.485,00	-256,00	1.567,00	3.170,00	3.058,00
EBITA	-297,00	2.510,00	-152,00	1.672,00	3.277,00	3.220,00
EBITDA	990,00	3.751,00	1.202,00	3.189,00	4.815,00	4.537,00
NOPLAT	8	1242,33	-264	1302,71	2825,97	1467,13
Margen Bruto	16,96%	17,12%	11,26%	10,08%	11,51%	14,83%
Margen Operativo	-0,96%	7,01%	-0,56%	2,79%	5,47%	5,96%
Margen Neto	-0,11%	5,13%	-0,39%	1,99%	3,98%	4,15%
Capitalización	38.384,16	51.583,28	47.474,27	31.545,11	38.002,33	56.727,00
Cap ajustada Inflación	38.384,16	49.935,41	45.189,45	29.554,06	34.667,68	50.047,67
Inflación	2,50%	3,30%	1,70%	1,60%	2,70%	3,40%
Tasa Impositiva	0%	27%	0%	20%	31%	29%

INDICADORES CITIGROUP.

Tabla # 11

Indicadores	1996	1997	1998	1999	2000
Precio de la Acción ©	14,6640	26,1165	24,0866	40,9749	50,6334
Número de acciones	2.381,27	2.344,41	5.148,15	5.041,70	5.025,65
P/E	5,18	9,13	17,84	18,37	18,82
P/B	0,89	1,46	2,90	3,54	3,84
P/S	0,54	0,85	1,44	2,19	2,28
EBIT	11.087,00	10.750,00	11.085,00	18.151,00	21.143,00
EBITDA	12.269,00	11.968,00	12.895,00	20.377,00	23.791,00
EBITA	12.279,00	12.174,00	12.594,00	19.764,00	22.819,00
NOPLAT	12.359,24	10.357,78	15.127,96	20.245,70	22.918,76
Margen Bruto	17%	15%	13%	19%	19%
Margen Operativo	11%	9%	8%	12%	12%
Margen Neto	10%	9%	8%	12%	12%
Capitalización	34.918,97	61.227,67	124.001,39	206.583,32	254.465,77
Cap ajustada por inflación	34.918,97	60.204,20	120.008,46	219.220,09	231.912,27
Inflación	3,30%	1,70%	1,60%	2,70%	3,40%
Tasa Efectiva de Impuestos	36%	36%	35%	36%	36%

INDICADORES DAIMLERCHRYSLER

Indicadores	1996	1997	1998	1999	2000
Precio de acción	59,70	73,54	85,95	70,76	48,24
Número de acciones	981,6	968,2	987,1	1013,6	1013,9
P/E	14,57	10,66	17,11	12,35	6,13
P/B	2,23	2,50	2,72	1,97	1,14
P/S	0,58	0,59	0,63	0,47	0,30
EBIT	5.285,00	5.547,00	7.330,00	9.324,00	4.320,00
EBITA	5.449,00	5.812,00	7.635,00	9.572,00	4.651,00
EBITDA	10.677,00	11.850,00	14.661,00	18.674,00	17.938,00
NOPLAT	2.914,82	3.108,00	6.768,30	6.827,72	1.821,07
Margen Bruto	22,11%	20,94%	20,09%	19,94%	16,98%
Margen Operativo	5,21%	4,72%	5,56%	6,22%	2,66%
Margen Neto	3,97%	5,57%	3,66%	3,83%	4,86%
Capitalización	58.596,61	69.806,78	82.451,84	70.965,20	48.389,35
Cap ajustada Inflación	58.596,61	68.579,21	80.598,91	68.507,22	45.716,69
Inflación	0,01	0,02	0,01	0,01	0,02
Tasa Impositiva	27,17%	0,00%	37,24%	46,94%	44,66%

Tabla # 12

Cuadro de variación porcentual de los Indicadores (en %)

Fusión	*Boeing*		*Citigroup*		*DaimlerChrysler*	
Indicadores	Pre-Fusión 1995 a 1997	Post-Fusión 1997 a 2000	Pre-Fusión 1996 a 1998	Post-Fusión 1998 a 2000	Pre-Fusión 1996 a 1998	Post-Fusión 1998 a 2000
Precio de la Acción	24,88%	34,87%	64,26%	110,21%	43,98%	-43,88%
P/E	N/D	N/D	244,33%	5,50%	17,41%	-64,17%
P/B	-10,99%	6,64%	225,53%	32,38%	8,29%	-52,37%
P/S	23,55%	40,45%	169,05%	57,68%	21,56%	-57,98%
EBIT	N/D	N/D	-0,02%	90,74%	38,69%	-41,06%
EBITDA	21,41%	277,45%	5,10%	84,50%	37,31%	22,35%
NOPLAT	N/D	N/D	22,40%	51,50%	132,20%	-73,09%
Margen Bruto	-33,62%	31,70%	2,57%	81,19%	-9,11%	-15,48%
Margen Operativo	N/D	N/D	255,11%	105,21%	6,73%	-52,17%
Margen Neto	N/D	N/D	-24,25%	46,56%	-7,77%	32,91%
Capitalización	23,68%	19,49%	-21,86%	49,46%	40,71%	-41,31%

NOTA: Las variaciones de valores negativos se definen como No Disponibles (N/D)

Tabla # 13

Fusión	Boeing-McDonnell Douglas	Citigroup-Travelers	DaimlerBenz-Chrysler
Momento del Anuncio	15 de Diciembre de 1996	6 de Abril de 1998	7 de Mayo de 1998
Consolidación de la Fusión	1 de Agosto de 1997	8 de Abril de 1998	17 de Noviembre de 1998
Tipo de Compra	Amistosa	Amistosa	Amistosa
Clasificación de la Fusión	Horizontal	Conglomerado	Horizontal
Monto del acuerdo	48 Billones de Dolares	82 Billonesde Dolares	40 Billones de Dolares
Acuerdo de los accionistas	**.Boeing:** 1 acción por 1 de McDonnell Douglas **.McDonnell Douglas:** 0.65 por 1 de Boeing	**.Citicorp:** 1 acción por 2,5 de Citigroup **.Travelers:** 1 acción por 1 de Citigroup	**.Daimler-Benz:** 1 acción por 1 de DaimlerChrysler **.Chrysler:** 1 acción por 0,62 de Daimler-Chrysler
Principales Dirigentes	**.Boeing:** Phil Condit (CEO) **.McDonnell Douglas:** Harry Stonecipher (COO)	**.Citicorp:** John Reed (CEO) **.Travelers**: Sandy Weils (CEO)	**.Daimler-Benz:** Juergen Schrempp (CEO) **.Chrysler**: Robert Eaton (CEO)
Razones más importantes para fusionarse	*Ganar licitacion del JFS *Diversificacion del negocio *Consolidacion de la industria de defensa	*Cruzar servicios financieros *Ofrecer un one-stop shopping *Globalización de los mercados *Demanda tecnológica	*Exceso de capacida productiva *La crisis asiatica *Globalización de los mercados *Sinergias y reducciones de costos
Tipo de Inconvenientes que surgieron a raíz de la Fusión	*Crisis de Producción *Perdida de Participación de Mercado *Preocupación por posible adquisicion hostil de la empresa *Huelga de Trabajadores	*Preocupación del consumidor, respecto a costos y reducción de competencia en el mercado. *Problemas Legales, en la manipulación de leyes.	*Problemas para acoplar las diferentes culturas de las dos empresas. *El descontento de los accionistas, debido a la naturaleza del acuerdo.
Desempeño del precio de la acción de la empresa fusionada en Comparación al Mercado (S&P500)			
Pre-Fusión	Superior	Superior y finalmente se igualan	Superior
Post-Fusión	Inferior con tendencia a igualarse	Superior	Inferior
Resultado de la Combinación de ambas Compañías	Boeing, resultados muy parecidos a los pre-fusión pero con tendencia a mejorar	Citigroup, fusión en vías al éxito	DaimlerChrysler, hasta ahora no ha alcanzado los resultados esperados

Tabla # 14

Cuadro de Motivos para Fusionarse

Motivos para la Fusión	*Boeing-McDonnellDouglas*	*Citigroup*	*Daimler Chrysler*
Aumento de la Cuota de Mercado	V		V
Sinergia Universal	V	V	V
Sinergia Endémica		V	V
Sinergia Unica	V		
Eliminación de Ineficiencias	V		V
Diversificación	V	V	V
Economías de escala	V	V	V
Combinación de recursos complementarios	V		V
Ambición de los Directivos		V	V
Extensión del Control	V	V	V

Tabla # 15

Razones que pueden llevar a una Fusión al Exito o Fracaso

Razones que conducen al Éxito ó Fracaso	*Boeing-McDonnellDo*	*Citigroup*	*Daimler Chrysler*
Pago exagerado de primas	NO	NO	NO
Gerencia post-fusión deficiente	NO	NO	SI
Empresas con negocios relacionados	SI	SI	SI
Diferencias Culturales	NO	NO	SI
Entorno Económico Desfavorable	SI	SI	SI
Core Business Fuerte de la empresa fusionada	SI	SI	SI
Fusión provocada por amenazas externas	SI	NO	SI
Buenas Relaciónes Laborales	NO	SI	NO
Rivalidades por dirigencia compartida	NO	SI	SI
Fusion de empresas de tamaños relativamente desiguales	NO	NO	NO
Tipo de Fusión Amistosa	SI	SI	SI
Desempeño financiero favorable de la empresa adquiriente	SI	SI	SI
Conflictos e incertidumbres reinantes post-fusion	SI	NO	SI
Generacion de Sinergias Unicas	SI	SI	SI
Rapido acoplamiento de las nuevas empresas	SI	SI	NO
Asimetria de información en terminos del acuerdo	NO	NO	SI

Total de Razones que conducen al éxito o fracaso de una fusión	*Boeing-McDonnellDo*	*Citigroup*	*Daimler Chrysler*
Total de razones a favor de la fusion	12	14	7
Total de razones en contra de la fusion	4	2	9
Porcentaje de razones a favor de la fusion	75,00%	87,50%	43,75%
Porcentaje de razones en contra de la fusion	25,00%	12,50%	56,25%

Tabla #16