



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

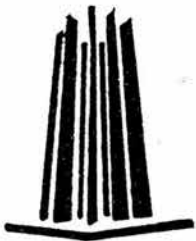
**ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES
CAMPUS ARAGÓN**

**“LAS FUSIONES EN MÉXICO:
CASO BANAMEX-CITIGROUP
2000-2001”**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE :
LICENCIADO EN ECONOMÍA
P R E S E N T A :
JANETH HERNÁNDEZ JIMÉNEZ

ASESOR: LIC. ALBERTO SÁNCHEZ DÍAZ



**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

ESTADO DE MÉXICO, JUNIO 2004



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

“LAS FUSIONES EN MÉXICO: CASO BANAMEX – CITIGROUP 2000 – 2001”

28-ABRIL-2004

VOBO:



Lic. Alberto Sánchez Díaz.



HERNANDEZ, JIMENEZ, JANETH

INDICE

INTRODUCCIÓN

1 GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

- | | | |
|-----|---|---|
| 1.1 | <i>Concepto de Globalización Financiera</i> | 1 |
| 1.2 | <i>Desregulación Financiera.</i> | 7 |
| 1.3 | <i>Crisis Bancarias.</i> | 9 |

2 MÉXICO HACIA LA GLOBALIZACIÓN.

- | | | |
|-----|--|----|
| 2.1 | <i>Implicaciones de la Globalización en el Sistema Financiero Mexicano.</i> | 13 |
| 2.2 | <i>De la Banca Especializada a la Banca Múltiple.</i> | 16 |
| 2.3 | <i>La Nacionalización Bancaria.</i> | 20 |
| 2.4 | <i>La Reforma Financiera en México.</i> | 22 |
| 2.5 | <i>El Proceso de Liberalización Financiera en México y sus efectos en el Sistema Bancario.</i> | 24 |
| 2.6 | <i>La Crisis Bancaria Mexicana</i> | 26 |
| 2.7 | <i>El Sistema Bancario Mexicano en los Noventa.</i> | 27 |
| 2.8 | <i>La Globalización Financiera y su impacto en las Tesorerías.</i> | 32 |

3 GENERALIDADES DE LAS FUSIONES.

3.1	<i>Definición de Fusión.</i>	34
3.2	<i>Objetivos de las Fusiones</i>	37
3.3	<i>Características de las Fusiones</i>	39
3.4	<i>Clasificación de las Fusiones</i>	40
3.5	<i>Ventajas, Desventajas y Problemas de las Fusiones</i>	44
3.6	<i>Enfoques de las Fusiones</i>	45
3.6.1	Enfoque Financiero	46
3.6.2	Enfoque Estratégico	47
3.6.3	Enfoque basado en el Proceso	48
3.7	<i>Aspectos de las Fusiones</i>	49
3.7.1	Aspecto Legal	49
3.7.2	Aspecto Fiscal	54
3.7.3	Aspecto Laboral	57
3.8	<i>Motivos o causas de las Fusiones</i>	59
3.9	<i>Contabilización de las Fusiones</i>	70
3.10	<i>El Proceso de Fusión.</i>	76
3.11	<i>El Problema de Valoración de Empresas</i>	85
3.12	<i>Métodos de Valuación de Empresas</i>	88
3.12.1	Método basado en el Valor Patrimonial.	90
3.12.2	Método basado en el Beneficio o los Dividendos	93
3.12.3	Método basado en el Fondo de Comercio o Goodwill	107
3.12.4	Método basado en el Descuento de Flujo de Caja o de Fondo.	113

4 LA FUSIÓN DE CITIGROUP Y BANAMEX (CASO PRÁCTICO).

<i>4.1 Grupo Financiero Banamex</i>	125
4.1.1 Información General de Banamex	125
4.1.2 Situación económica y financiera de Banamex antes de la fusión.	138
<i>4.2 Grupo Financiero Citigroup</i>	147
4.2.1 Información General de Citigroup	147
4.2.2 Situación económica y financiera de Citigroup	160
<i>4.3 Factores claves de Citigroup para efectuar la fusión con Banamex.</i>	162
<i>4.4 Proceso de fusión de Banamex y Citigroup</i>	166
CONCLUSIONES	180
ANEXO	183
BIBLIOGRAFIA	189

INTRODUCCIÓN.

En las últimas décadas se ha venido dando un proceso de integración económica que está involucrando a todas las naciones en el mundo. Hoy en día es de vital importancia el ingreso al mercado mundial como la única manera de asegurar el crecimiento de la economía.

La expresión más visible de dicho proceso son las FUSIONES entre grandes empresas para crear compañías que controlen amplios segmentos de mercado, no importando el giro de las empresas, ya que pueden ser de cualquier sector de la economía, desde empresas de transformación hasta empresas que se dedican a los servicios bancarios como es el caso de las empresas que se estudian en este trabajo.

Por lo tanto, la fusión de empresas es una alternativa para mejorar la situación competitiva de las empresas, así como la permanencia en el mercado.

En el caso de México, este no se ha quedado exento de la oleada de fusiones, ya que debido a los cambios que se han presentado en los últimos doce años como consecuencia de la competencia entre empresas, la carga fiscal, la rápida evolución de la innovación tecnológica, así como la dificultad de adquirir financiamiento para crecer en todos los sentidos, nos damos cuenta que todos estos cambios se han propiciado en gran medida por la apertura comercial provocada por la globalización de la economía.

Es de aquí donde nace la inquietud por estudiar las fusiones y desarrollar este trabajo, enfocándome especialmente en el sector bancario, como es el caso de

Banamex con Citigroup, los cuales son dos grupos financieros fuertes en sus respectivos países, así como también investigar porqué ambos se interesan en fusionarse.

El principal objetivo de este trabajo es realizar una investigación lo más detallado que se pueda de una fusión bancaria, saber si realmente se tomaron en cuenta todos los aspectos que conlleva una fusión, como por ejemplo, la situación económica de cada banco, si el pago de las acciones es el correcto, cuales fueron las ventajas o desventajas para ambos grupos y si finalmente consiguieron sus objetivos.

Es por eso que la estructura de este trabajo, nos llevará de la mano para resolver todas las interrogantes anteriores.

Por lo tanto, el primer capítulo se denomina " Globalización Financiera y el Sistema Monetario Internacional", inicié con este tema, porque es importante saber como surgen las fusiones, a partir de qué y cuales fueron las causas principales que originaron a estas, esto es en un contexto internacional y con un enfoque en el Sistema Monetario, ya que es donde se encuentra el sector bancario, este capítulo nos da las bases fundamentales para entender el resto del trabajo.

En el Capítulo 2, se denomina "México hacia la Globalización" y se desarrolla el mismo proceso de globalización , pero ahora involucrando a México, como se fue insertando a dicho proceso, tomando en cuenta que nuestro país, es una economía en desarrollo, así mismo se estudia el Sistema Financiero Mexicano, cuales han sido las transformaciones de este ante el contexto internacional y

como les ha afectado a los bancos, porque como ya sabemos, todos estos puntos han dado origen a las fusiones.

Pero antes de seguir con la fusión de Banamex con Citigroup, debemos tener bien claro que son las fusiones, por lo cual nuestro capítulo 3 se denomina "Generalidades de las Fusiones", en este apartado se detalla el concepto de fusión, características, objetivos, ventajas y desventajas, métodos y contabilización de las fusiones, así mismo al conocer todo esto, podremos comprender el proceso de fusión que llevaron a cabo Banamex y Citigroup, sobre todo tener claro los conceptos que se manejan en dicha fusión.

Por último, en nuestro capítulo 4, que se denomina " La Fusión de Banamex con Citigroup: caso práctico), nos enfocamos principalmente en el proceso de fusión de 2 grandes grupos financieros, se analiza primero la historia, la estructura corporativa y económica, su actividad principal, los puntos fuertes para que ambos bancos decidan fusionarse, los aspectos fiscales y contables, ya para finalizar este estudio, se desarrolla un método de valuación de la fusión que nos ayudará a determinar el precio de la acción, y así poder saber si dicha operación es redituable, todo esto basándonos en los estados financieros de ambos grupos, así como las implicaciones jurídicas, laborales, contables y fiscales.

Al final se incluyen las conclusiones y la bibliografía, así como un anexo donde se podrán consultar los estados financieros.

Todos los capítulos se trataron de desarrollar para despertar el interés del lector, para llegar a considerar a las fusiones como una alternativa de inversión y de permanencia de las empresas en las economías tanto nacionales como internacionales.

CAPITULO 1

GLOBALIZACIÓN
FINANCIERA Y EL
SISTEMA MONETARIO
INTERNACIONAL

1 Globalización Financiera y el Sistema Monetario Internacional.

1.1 Concepto de Globalización Financiera.

La Bolsa Mexicana de Valores define a la globalización financiera como *“la generación de una estructura de mercado caracterizada por el comercio de capitales a escala mundial, por parte de agentes que consideran las actividades financieras nacionales e internacionales como parte integral de su actividad y que ha representado una mayor diversificación y expansión de las fuentes y usos de fondos financieros.”*¹

Por su parte, Timothy Heyman, define la globalización como *“el proceso de aumento de la intención internacional y entre su de ideas, información, capital, bienes y servicios, y personas”*²

¹ González Arechiga, Bernardo y Navarrete, Rodolfo. El Proceso de Globalización Financiera en México. Editorial BMV. México. 1992. pag.10.

² Heyman, Timothy, Inversión en la Globalización, Editorial BMV, ITAM e IMEF, México, 1998, pag. 6.

En términos generales el proceso de la globalización financiera está caracterizado por:

- "Automatización y desarrollo de las telecomunicaciones.
- Desregulación e innovación financiera.
- La intensificación y diversificación de los flujos de capital entre los países.
- La mayor competencia y eficiencia de los intermediarios."³

Los temas entorno a la globalización y a la reforma del sistema monetario internacional son muy amplios y diversos, por lo tanto es necesario recordar como en los años 70's la política de Estados Unidos destruyó el sistema monetario internacional establecido al final de la Segunda Guerra Mundial, lo que fue Bretón Woods.

La base de los acuerdos de Bretón Woods fue de que el dólar era tan bueno como el oro, en los estatutos del Fondo Monetario Internacional, se estableció que los países tenían la opción de defender su tipo de cambio o asegurar la conversión de su moneda en oro, a un tipo de cambio fijo, Estados Unidos fue el único país que escogió la segunda opción en 1947, mediante una carta al secretario del tesoro, se

³ Heyman. Timothy. Op. cit. pag. 6.

aseguró que cada dólar presentado se cambiaría por oro, a un tipo fijo de 35 dólares por una onza de oro.

A partir de 1965, desencadenaron varios sucesos como:

- Las ganancias del capital estadounidense se tendió a la baja en 1965, durante los años precedentes, una parte significativa de esta ganancia se invirtió en América Latina, pero este mercado se comenzó a saturar rápidamente, especialmente porque el bajo nivel de los salarios no permitía que la población comprar más y más los productos estadounidenses.
- El capital estadounidense respondió a lo anterior con la inversión directa en el extranjero, especialmente en Europa, al mismo tiempo, la balanza externa de E. U., empezó a presentar dificultades (disminución de su adelanto tecnológico respecto a Europa y a la guerra de Vietnam), sin embargo, las empresas de ese país pudieron realizar sus inversiones extranjeras directas debido que todo el mundo aceptaba que se pagara en dólares, aunque no fuera un verdadero medio de pago, ya que un dólar fuera de E. U. era solo un reconocimiento de deuda. El gobierno de Francia utilizó esa inversión extranjera para modernizar ciertos sectores de la economía, y a partir de ese momento acumuló dólares. En 1966, pidió a Estados Unidos que se los cambiara en oro, según lo prometido en 1947, en un primer momento, Estados Unidos se negó, porque sus reservas estaban disminuyendo, pero finalmente aceptó y reconoció su promesa, pero al mismo tiempo dijo que sería la última vez que aceptaba este cambio

con cualquier otro país. El acuerdo fue aceptado y es aquí donde se ubica el fracaso de Bretón Woods y desde este momento el dólar ya no fue tan bueno como el oro.

- El desequilibrio de la balanza estadounidense pudo crecer sin límites y con ello provocó grandes desajustes, en diversos sentidos, de la mayoría de las balanzas de otros países, de tal manera, los pagos monetarios crecieron rápidamente. Así los bancos obtuvieron grandes masas de liquidez internacionales y buscaron la manera de transferirlas y obtener mayores ganancias, el procedimiento fue: transferirlas a otros países, modificar los tipos de cambio, aprovechar los diferenciales de los tipos de interés.

Con el rompimiento de los acuerdos de Bretón Woods desde finales de los setenta y la inconvertibilidad del dólar frente al oro a partir de 1971 comenzó a transformarse la organización de los mercados financieros y elevarse los flujos de capital privado, articulados por la gran corporación internacional que posteriormente originaría una sobreoferta de eurodólares que, con la elevación de las tasas de interés a partir de 1979, causaron la crisis de la deuda externa en 1982, la disminución de las ganancias de la banca comercial en el marco del proceso de desregulación financiera, la liberalización de los servicios financieros, las operaciones fuera de balance y el aumento de los intermediarios financieros alteraron la regulación del sistema financiero internacional, incrementándose la inestabilidad financiera.

Desde una perspectiva global, la innovación financiera se desarrolla sin ningún sentido y su particularidad es el crecimiento de los contratos financieros estandarizados y la organización de los mercados con operaciones a futuro y las opciones.

En las últimas décadas se ha venido dando un proceso de integración económica y financiera, donde se están involucrando todas las naciones del mundo, por lo tanto el mercado mundial es la única manera de asegurar el crecimiento de la economía, así como la participación de los mercados financieros.

La expansión y circulación del capital financiero a escala mundial, está determinado desde los países más desarrollados con capacidad tecnológica avanzada y sistemas financieros más evolucionados, por otro lado, la internacionalización financiera se define por la extensión y expansión de la red bancaria y por el monto de capital – dinero que circula por el mundo.

Dentro de la actividad financiera, existen 2 características importantes:

- “Concentración.
- Centralización.”⁴

⁴Lichtensztein, Samuel. “Una Aproximación Metodológica al Estudio de la Internacionalización Financiera en América Latina”. Revista Economía: Teoría y Práctica No. 2. Primavera 1984. México. UAM.

El primero se define como el proceso desigual de acumulación y de intercambio que corresponde a la forma de dominio técnico de propiedad de pocas pero grandes empresas, que generalmente son bancos, y el poder de estos sobre los pasivos financieros, conformando monopolios u oligopolios en todo el mundo.

El segundo término, se define como el poder de control y disposición de capital como elemento clave para el establecimiento de estructuras financieras.

Estos fenómenos se ven plasmados en la oleada de fusiones y adquisiciones en todo el mundo hasta nuestros días.

En la actualidad, las actividades financieras ayudan a la reproducción de ciertas estructuras económicas, mediante la fusión o compatibilización operativa de los capitales.

En el caso de los bancos, estos pueden facilitar ganancias extraordinarias de origen productivo a ciertas empresas por diferencias en costos de crédito, así como oportunidades de inversión en los mercados financieros, gracias a los avances en telecomunicaciones, la innovación y liberalización financiera que ha traído la globalización.

En nuestro estudio, se puede hablar claramente de una globalización financiera como tal, ya que el sector financiero ha desarrollado vías y técnicas que superan las fronteras y regulaciones de todo tipo como es el caso de la innovación financiera, a diferencia de una globalización económica, la cual implica un proteccionismo comercial.

1.2 Desregulación Financiera

La desregulación financiera se define como: "el proceso que se desarrolla desde finales de la década de los 60's, llevando a los mercados financieros a la apertura y una competencia prácticamente sin restricciones, implicando a la vez un cambio en la forma de funcionar de los mercados financieros y a las instituciones que lo componen, entre ellos, la banca comercial."⁵

Las autoridades monetarias de los principales países industrializados abolieron la reglamentación de los sectores financieros para facilitar la circulación internacional de capital y el desmantelamiento de los sistemas de control de cambio.

En el caso de los países europeos, intentaron la creación de un mercado único de capital, lo cual ha llegado a formar parte de la tendencia de la liberación de los movimientos de capital iniciada en Estados Unidos a finales de los 70's. Todo esto significa una aceleración de la movilidad geográfica de los capitales y una mayor sustituibilidad entre los instrumentos financieros, gracias a la innovación financiera.

Un elemento importante dentro de la desregulación de los mercados financieros, es la disminución en el número de intermediarios financieros y el avance de concentración del mercado en un número menor de estos, debido a la conformación de grandes conglomerados financieros, los cuales se constituyen a través de las fusiones y adquisiciones.

⁵ Aspe, Pedro, "La Reforma Financiera de México", Revista Comercio Exterior, México Dic. 1994, pág. 145.

En términos generales, la desregulación financiera ha llevado a un proceso de destrucción de unidades e instituciones menos grandes e integradas por una competencia voraz, es decir, al haber instituciones financieras fusionadas, estas son mas grandes, en donde las instituciones pequeñas no pueden competir, lo cual obliga a fusionarse con otra más grande para competir, llegando a formar monopolios.

Entre los mayores cambios que han atenido los mercados financieros y sus intermediarios, a partir de la llamada desregulación, innovación y liberalización, es la liquidez, como resultado del surgimiento de innumerables instrumentos que son sustitutos del dinero, el crecimiento del volumen y tamaño de operaciones, llevando a un cambio en los sistemas de pago, el incremento de la actividad de los mercados de capital con relación al crédito bancario, la creciente concentración del sector bancario, el mayor nivel de riesgo de las operaciones y las dificultades de las autoridades financieras para controlar las crisis bancarias, dándose estas tanto en países desarrollados como en desarrollo.

Ante el acumulamiento de servicios, resultado del proceso de desregulación y de los nuevos productos financieros (futuros, opciones, swaps, etc.), es imposible controlar los flujos de capital y el propio mercados financiero internacional y por lo tanto es difícil fortalecer la base del sistema monetario internacional debido a la gran oferta monetaria internacional.

1.3 Crisis Bancarias.

Todos los cambios mencionados en el punto anterior, han llevado a la creación de crisis bancarias, las cuales se definen como: una situación donde el sistema bancario no puede llevar a cabo funciones por diversas razones, tales como: los depositantes pierden la confianza en el sistema y extraen sus depósitos del banco en una forma conjunta y rápida, una falta de liquidez, el grado de información con la forma en la cual, el sistema bancario lleva a cabo sus transacciones.

Las crisis responden a la fragilidad de los sistemas financieros de los países en el marco del proceso de desregulación y liberalización financiera, en el que los flujos de capital externos se vuelven incontrolables para los países.

La quiebra de grandes bancos se ha visto propiciada por la innovación financiera y la agudización de la competencia interbancaria en los servicios financieros. Al mismo tiempo, los sistemas financieros nacionales han tenido que desregular sus mercados y entrar a un proceso de liberalización que facilite la competencia en el marco de la globalización internacional, aún cuando carezcan de regulaciones suficientes que pudieran evitar la quiebra de grandes y pequeños bancos.

Por otra parte, la desregulación de los sistemas financieros, ligado al avance tecnológico y la evolución de las telecomunicaciones ha propiciado el declive de la banca comercial y fomentando la bursatilización como un medio para incrementar la liquidez del mercado bajo condiciones de inestabilidad de las tasas de interés y los tipos de cambio.

Es importante mencionar que las crisis bancarias también son resultado del deterioro de las posiciones de los balances bancarios y la recesión económica caracterizados por los problemas macroeconómicos, no como fenómenos independientes, sino ligados al proceso de desregulación financiera.

En rasgos generales, las crisis bancarias han tenido diferentes características como: carteras vencidas, baja capitalización de los bancos, mala calidad de los activos, la competencia de los bancos con otros intermediarios financieros, la pérdida de participación en actividades tradicionales de la banca comercial, la participación de nuevos instrumentos financieros, la reducción de la participación de los bancos en los pasivos de las sociedades anónimas sustituidos por los fondos de inversión.

Los bancos son los intermediarios más afectados por las condiciones cambiarias, los flujos de capital externo, los niveles de tasas de interés y el deterioro de las cuentas externas, en el caso de elevación de tasas de interés cuando existen problemas de cartera vencida, se agravan las dificultades de refinanciamiento, problemas de solvencia y se afectan a las estructuras productivas. Cabe mencionar que cuando una regulación bancaria no va acompañada de una supervisión eficiente, se cometen faltas que producen crisis generalizadas de los sistemas bancarios.

Como ya se dijo, las crisis son causas de la desregulación, es por eso, que en la actualidad, siempre que hay problemas en el sector bancario, se toman 3 alternativas:

- Se establece un prestamista de última instancia, que es el banco central, el cual provee la liquidez necesaria al sistema bancario.
- Existe un depósito que sirve como seguro para evitar el riesgo sistemático*
- El organismo gubernamental que regula los bancos, supervisa y regula las actividades, interviene en las instituciones que tienen problemas, las sana y las vende.

El problema en si de las famosas crisis bancarias, es que se han hecho reformas en el sistema financiero en el peor momento, cuando existe elevación de tasas de interés, se empeora la situación así como cuando la moneda no debe dejarse devaluar.

En la actualidad se observan dos posiciones frente a las crisis financieras conforme se van profundizando, es decir, se deben a las quiebras bancarias y el aumento de las cartera vencida, el creciente déficit en cuenta corriente y la devaluación de las monedas que están obstaculizando el crecimiento económico

* El riesgo sistemático se define como la eventualidad de que aparezcan estados económicos en los cuales las respuestas racionales de los agentes individuales a los rasgos que perciben lejos de conducir una mayor distribución de riesgos por medio de la diversificación, veáse el libro: Guillen Romo, Hector. "Globalización Financiera y Riesgo Sistemático". Revista Comercio Exterior Vol. 47 No. 11, México Nov. 1997, pág. 873.

resultante de los planes de estabilización y cuyo efecto es recesivo, con alta volatilidad de los mercados de valores.

Así mismo, en los últimos años las crisis bancarias se constituyeron en la expresión de fragilidad y de la inestabilidad financiera, en el caso de los países industrializados y en desarrollo las crisis bancarias dan cuenta, por su naturaleza y orígenes la salida de las megatendencias de la globalización financiera. Así, las fusiones de grandes conglomerados financieros forman parte de las transformaciones financieras que obliga la estabilidad financiera y la salida de las crisis.

En total se han presentado cerca de 130 crisis bancarias durante los últimos 15 años agudizándose en los años noventa. Dado el problema de insolvencia que enfrentan los bancos en situación de crisis, la autoridad central de los países se han visto en la necesidad de intervenir mediante programas de rescate para su saneamiento y eventual liquidación, venta o fusión, como es el caso de México con el Fobaproa.

Es importante decir, que las crisis bancarias son el resultado de la mayor competitividad de los servicios que ofrecen los intermediarios financieros en mercados altamente integrados, así como de la participación de los intermediarios no bancarios. Por otro lado, la solidez de un sistema bancario es resultado de políticas macroeconómicas y estructurales que permiten una estrecha correlación con el sistema financiero. En el caso de América Latina, los procesos de desregulación financiera no han sido muy exitosos, debido a que no se ha tenido la visión para establecer políticas adecuadas que posibiliten la liberalización del sector financiero sin desestructurar el sistema bancario.

CAPITULO 2

MEXICO HACIA LA GLOBALIZACIÓN

2 México hacia la Globalización.

2.1 Implicaciones de la Globalización en el Sistema Financiero Mexicano.

Para un país como México, incorporarse de lleno al proceso de globalización financiera mundial exige que el sistema financiero se desregule en materia jurídica, se liberalice el mercado y que exista la innovación financiera, con el fin de que se incorporen las instituciones financieras extranjeras, se genere competencia entre las nacionales y éstas últimas, para que a la postre se transformen en eficiencia, modernidad y diversidad en la gama de los servicios financieros que se les ofrecerá al gran público inversionista y ahorrador.

A principios de la década de los ochenta la economía mexicana ha experimentado un notable deterioro a raíz de la caída de los precios internacionales del petróleo y las crisis de la deuda externa, lo cual llevó a que se agotara el modelo de "sustitución de importaciones", a partir de 1985 la política económica se encaminó a introducir a la economía en un profundo cambio estructural encaminado a lograr una mayor eficiencia en la asignación de los recursos y que sentara las bases para un mayor crecimiento y desarrollo económico.

Los principales elementos de este cambio estructural, que se aceleró y profundizó a partir de 1988, fueron la apertura comercial, la desincorporación de empresas gubernamentales y la adopción de una regulación más eficiente de los mercados.

Los problemas derivados de haber instrumentado una política de desarrollo económico, provocaron serios problemas, no solo en las plantas industriales, sino también para llevar a cabo las políticas fiscales, esto se reflejó en las imposibilidades que tuvo el gobierno y varias empresas para cubrir el servicio de la deuda externa. Por otro lado, los problemas de la economía se vieron reflejados en el sistema bancario, ya que la aceleración de la inflación y la pérdida de confianza en las instituciones derivadas de la expropiación del sistema bancario comercial y la forzosa conversión de pesos a un tipo de cambio menor al del mercado de depósitos y créditos denominados en moneda extranjera existentes en el sistema bancario nacional, llevaron al gobierno a instrumentar, a partir de 1983, un programa gradual de estabilización macroeconómica y partir de 1985 uno de cambio estructural.

La política de cambio estructural que el gobierno empezó a instrumentar en 1985, y a la cual se vio prácticamente forzado por el fracaso del programa de estabilización adoptado en 1983, consistió en una primera etapa de la privatización de algunas empresas y por el lado de la política comercial, se aceleró la eliminación de permisos previos a la importación y de precios oficiales de importación, así como la adhesión de México al Acuerdo General de Aranceles y Comercio (GATT).

La caída del precio internacional del petróleo en 1986, que representó para México un choque negativo y la aceleración de la inflación, indujeron al gobierno a finales de 1987 y principios de 1988 a acelerar el cambio estructural de la economía. Por

una parte, se instrumentó un plan de estabilización macroeconómica y por otra parte, se profundizó en la liberalización de los mercados.

La aceleración del cambio estructural consistió en 3 elementos:

1. "La desincorporación de empresas y organismos gubernamentales mediante la privatización, fusión, transferencia y liquidación.
2. La revisión del marco legal y regulatorio de los mercados internos (Desregulación).
3. La apertura comercial."⁶

Por lo que se refiere al proceso de revisión del marco legal que regula la operación de los mercados internos, el que la economía cuente con un marco legal eficiente se constituye como un elemento crucial en el proceso de desarrollo económico. Los cambios en el marco regulatorio abarcaron desde reformas a la Constitución hasta nuevas leyes y reglamentos.

Antes de que se iniciara en 1989 el proceso de desregulación económica, las características principales del marco regulatorio eran:

- a) "Significativas barreras a la entrada a los mercados y la competencia.
- b) Obsolescencia o incongruencia de una gran parte de las regulaciones vigentes con el nuevo contexto de economía abierta y cambio tecnológico acelerado.

⁶ Aspe, Pedro, Op. Cit. Pág. 147

- c) Limitaba una eficiente división del trabajo en diversos sectores de la producción y entre el sector privado y el gobierno.⁷

Este marco regulatorio se tradujo, en que buscando una mayor asignación de los recursos, el proceso de desregulación abarcó un gran número de sectores y de mercados, en los sectores, se empezó en el agropecuario, en la transferencia de la tecnología y derechos de la propiedad intelectual, generación de energía eléctrica, producción de petroquímicos, transporte, industria automotriz y sobre todo el sector financiero.

2.2 De la Banca Especializada a la Banca Múltiple.

Las sucesivas crisis financieras internacionales, desde la ruptura de Bretón Woods, constituyen momentos de agudización de la competencia bancaria y se acompañan de cambios en la operación de los mercados y en la de los intermediarios financieros. México no queda exento de este proceso, de manera que, mientras en Estados Unidos durante la década de los setenta se presenta una oleada de fusiones y adquisiciones, en México también hay una reestructuración y consolidación bancaria pasando de la banca especializada a la banca múltiple.

⁷ Montemayor Seguy, Rogelio "Apertura Externa y Crisis Financiera". México Sep. 1995, pag. 660- 665

A principios y durante la década de los 70's, se presentan los siguientes sucesos que marcaron el rumbo de los sectores financieros en los distintos países, incluyendo México:

- "El rompimiento entre 1971 y 1973 del sistema de Bretón Woods de tipos de cambio fijos introdujo una mayor variabilidad en dos precios importantes de los mercados financieros, los tipos de cambio y las tasas de interés, con la consecuente necesidad de buscar formas de medir esta variabilidad y cubrirse ante ésta.
- Avances en materia financiera y económica han proporcionado las herramientas necesarias para crear nuevos instrumentos y productos financieros, cada vez con mayor complejidad para enfrentar la inestabilidad e incertidumbre en los mercados.
- Avance en la tecnología ha facilitado la operación en cualquier mercado.
- La flexibilidad de la regulación financiera en la mayoría de los países que han originado la expansión de los mercados financieros."⁸

El proceso de transformación de un régimen de especialización de servicios a uno en el que se tiende a la intermediación múltiple o general, tuvo su momento culminante en el año de 1976, cuando se autorizó el cambio de la banca especializada en banca múltiple.

⁸ Correa, Eugenia. "Crisis y Desregulación Financiera". editorial Siglo XXI. México 1998. pág. 82

La especialización de los servicios había prevalecido en México prácticamente desde las primeras disposiciones legales expedidas para regir las operaciones de los distintos intermediarios financieros, principalmente en el caso de las instituciones de crédito, estas últimas estaban estructuradas en 3 tipos principales: bancos de depósito, sociedades financieras y las de crédito hipotecario.

En 1970, se permitió que un grupo bancario pudiera integrarse por varias instituciones de crédito con diferentes tipos de especialización, en 1974, la ley permitió la fusión de una sola institución de crédito de distintos tipos de bancos, aunque los servicios al público serían prestados por departamentos independientes.

Para mediados de la década de los 70's, respondiendo a las tendencias del mercado se presentó un gran impulso a las fusiones de instituciones bancarias y financieras para dar paso a la banca múltiple en 1976. Este proceso consistió fundamentalmente en la integración de una misma institución de los servicios que ofrecía la banca especializada, tales como operaciones de depósito, ahorro, financieras, hipotecarias y fiduciarias. Los bancos múltiples se crearon mediante la fusión de los distintos departamentos especializados que, hasta ese momento operaban en cada institución. Este proceso había culminado en 1978 cuando la ley autoriza el pleno funcionamiento de la banca múltiple.

El nuevo esquema implicó que una sola institución podía realizar distintas operaciones, las cuales previamente eran llevadas a cabo a través de varios organismos especializados. Con este esquema se reconoció el proceso de agrupamiento.

La década de los 70's se inicia con 248 bancos privados y mixtos, a partir de mediados de esta década se desarrolla un rápido proceso de integración de las distintas instituciones en grupos bancarios, que ya venían siendo tales, pero es en estos años que se modifica la legislación y permite su existencia legal y contable.

En la legislación bancaria se dan varios cambios importantes para permitir la existencia de grupos bancarios, primero y posteriormente para impulsar la formación de la banca múltiple. Con ello se promueve la construcción de unidades bancarias mas grandes y eficientes, alentando a la integración de la banca especializada y sus operaciones, al mismo tiempo se autorizan nuevos instrumentos de captación bancaria y se flexibilizan otros, se levantan las tasas de interés a la par ajustándose al mercado internacional, se modifican los depósitos que la banca hiciera al Banco de México, lo que se conoce como encaje legal.

Como ya se mencionó, con la existencia de la banca múltiple se da la integración, para su funcionamiento conjunto de los distintos departamentos de la banca, se fusionan así instituciones de depósito, ahorro e hipotecarias, etc., después de este proceso se inicia el proceso de fusiones entre bancos múltiples.

La creación de la banca múltiple constituyó un avance en la liberalización de la intermediación crediticia, propiciando la homogeneización del régimen de encaje legal y otras disposiciones de carácter regulatorio. Por otro lado, se facilitó la oferta de nuevos productos financieros y al parecer se logró una mejor capitalización de las instituciones.

Lo más relevante de la creación de la banca múltiple, fue que condujo a que distintas instituciones bancarias buscaran fusionarse entre sí. Este proceso de fusiones culminó en la década de los ochenta cuando quedaron un total de 57 bancos únicamente 18 bancos múltiples.

2.3 La Nacionalización Bancaria.

En septiembre de 1982, se nacionalizó a las instituciones de crédito privadas del país y el gobierno determinó que, ante esta situación era necesario iniciar un proceso de reestructuración de la banca para lograr un sistema más competitivo y eficiente.

Durante los primeros seis meses de 1982, el proceso de integración y fusiones se aceleró enormemente, y a partir de 1983 el sistema bancario entró en un proceso de reducción del número de instituciones ya sea por fusión o por liquidación.

Dos años después de la nacionalización de la banca mexicana, se contó con varias medidas que introdujeron importantes modificaciones en el funcionamiento del sistema financiero.

El nuevo reordenamiento jurídico de junio de 1983, definió las nuevas características de las instituciones de banca múltiple y como consecuencia generó un proceso de fusiones bancarias que reagrupó el sistema bancario, como parte de esta disposición se redujo el número de instituciones existentes a través de un acelerado y masivo proceso de fusiones, como lo muestra el siguiente cuadro.

Cuadro 1

INSTITUCIONES FUSIONANTES Y FUSIONADAS 1983.

Institución Fusionante.	Institución Fusionada.
Bancomer	Banco de Comercio
Banamex	Banco Provincial del Norte
Banca Serfín	Banco Azteca – Banco de Tuxpan
Multibanco Comermex	Financiera Crédito Monterrey.
Banco del Atlántico	Banco Comercial del Norte
Banca Cremi	Banco Panamericano
Crédito Mexicano	Actibanco Guadalajara
Banco del Noroeste	Banco Longoria – Banco Popular – Probanca Norte.
Banco Continental	Banco Occidente de México – Banco Provincial de Sinaloa.
Banco del Centro.	Banco Ganadero
Promoción y Fomento	Banco Mercantil de Zacatecas – Banco del Interior e Hipotecaria del Interior
Banco Latino	Banco Aboumrad
	Corporación Financiera., Industrial y Agrícola.

Fuente: Cuadro tomado de Peñalosa, Miguel. La Conformación de la Nueva Banca. Mc Graw Hill, México. 1995.pág. 160.

2.4 La Reforma Financiera en México.

Los intermediarios y los mercados financieros en México han cambiado de manera acelerada como resultado de las reformas estructurales por el gobierno en el periodo 1988 – 1993 y, también por la transformación de los mercados en todo el mundo.

El proceso de apertura financiera desde finales de los años 70's hasta la entrada en vigor del TLC, se ubica en medio de una crisis de largo plazo de las economías de mercado. Esta crisis provocó cambios radicales en la organización y funcionamiento de los intermediarios y amplió la competencia sin alcanzar procesos eficientes de financiamiento.

El proceso de modernización del sistema financiero se inscribe en una estrategia de cambio estructural con efectos en todos los ámbitos de la vida nacional, con relación al contexto internacional se observaba una clara tendencia hacia la globalización de la economía mundial y de los mercados financieros internacionales.

A partir de 1988 se realiza en México una reforma orientada a liberalizar, desregular y privatizar el sistema financiero, éste se aplica en el marco de una estrategia hecha por el gobierno para producir un cambio estructural en la

economía mexicana que la lleve a operar como una economía abierta y desregulada bajo el liderazgo de las empresas privadas.

Las transformaciones que se dieron, fueron:

- "La apertura comercial en 1985, ante su entrada de México al GATT, en donde se dio la supresión de las barreras arancelarias a las importaciones.
- La movilidad internacional del capital que en realidad no fue una transformación si no un gradual restablecimiento de flujos de capital en México.
- Aparición de la banca múltiple, con lo que se reorganizó el sector de servicios financieros.
- Surgimiento de las operaciones en el mercado abierto para el financiamiento del sector público.
- La desregulación de tasas de interés y el crédito.
- Operación con nuevos instrumentos financieros."⁹

En 1993, no solo se autorizó la creación de nuevos bancos si no se dio un gran impulso al desarrollo de diversas instituciones financieras no bancarias, clasificaciones como Organizaciones Auxiliares de Crédito. Otro cambio de

⁹ Garrido, Celso. "Liberalización de los Mercados Financieros". Copilado por José Luis Calva y Eugenia Correa. Juan Pablo Editores. México 1997. pág. 162.

especial trascendencia en la transformación del sistema financiero mexicano es la apertura de la banca extranjera como resultado de la implementación de los acuerdos del TLC.

2.5 El proceso de Liberalización Financiera en México y sus efectos en el sistema Bancario.

La inserción mexicana en el contexto de la globalización, se dio al abrir las puertas a la inversión externa, efectuar la apertura comercial y orientar el aparato productivo a la exportación. Este proceso ha estado acompañado de la privatización y la desregulación. Durante el periodo gubernamental 1988 – 1994 continuó el proceso privatizado, el cual incluyó empresas industriales, sector agropecuario y del ámbito de servicios, donde destaca significativamente la privatización del sistema bancario nacional.

Puesto que la economía mexicana depende de recursos externos, estos han sido contratados por empresas y bancos, el proceso de liberalización financiera se realiza a la par de la apertura, el endeudamiento externo modificó profundamente los flujos de dinero y capitales, la organización de la intermediación y la política financiera como un todo, esas modificaciones fueron:

- “La aparición de la banca múltiple reorganizando el sector de servicios financieros, centrándose en unos cuantos grupos con la mayor parte de recursos
- Surgimiento de las operaciones de mercado abierto, desregulación de tasas de interés.
- Autorización de depósitos en moneda extranjera en la banca privada.
- La banca mexicana buscó ampliar sus actividades en los mercados externos.”¹⁰

Después de la renegociación de la deuda externa de 1989, se inicio la segunda etapa de liberalización donde:

- “Se regularon las tasa de interés.
- Creación del método de coeficiente de liquidez.
- Participación de extranjeros, hasta el 30 % del capital accionario de la banca.
- Una profundización de la asociación con intermediarios financieros extranjeros a través de las alianzas estratégicas y fusiones para mantener segmentos de mercado.
- Los intermediarios pequeños no podían mantenerse en el mercado por mucho tiempo sin ser absorbidos por otros mayores nacionales o extranjeros.”¹¹

¹⁰ Correa, Eugenia. “ Reorganización de la Intermediación Financiera 1989 – 1993”. Revista Comercio Exterior Vol. 4 No. 12, Bancomext, México Dic. 1994, pág. 166.

2.6 La Crisis Bancaria Mexicana.

En México, la crisis bancaria fue gestándose desde principios de sexenios pasados, cuando se inicia la rápida privatización de los bancos y una reforma financiera profunda que abrió y desreguló los mercados financieros en un periodo de tiempo muy corto.

Como sabemos la reforma consistió en: privatización bancaria, retiro del encaje legal y liberalización de tasas de interés, estos puntos ya se habían tratado en puntos anteriores.

Al igual que cualquier industria, los bancos comerciales entran en competencia con otros intermediarios financieros, lo cual los obliga a reducir costos y a ser más competitivos, puesto que los bancos están intrínsecamente unidos a la banca central, oferta monetaria y política económica de un país. Por ello en la mayoría de las alternativas y soluciones a la quiebra del sector bancario se cuenta con el apoyo del prestamista de última instancia y con préstamos internacionales que impiden el colapso del sistema financiero internacional.

Los antecedentes de la crisis financiera mexicana fueron dándose paulatinamente en un ambiente de recesión económica y con poco crecimiento, hecho que se ve

¹¹ Correa. Eugenia. Op. Cit. 167.

reflejada en el crecimiento de las carteras vencidas de los principales bancos, factor que evidenciaba la debilidad de la economía interna ante una devaluación y un ambiente de inestabilidad política y social, dándose así una crisis mas severas de la historia.

2.7 El Sistema Bancario Mexicano en los noventa.

Como nos hemos dado cuenta, las fusiones se han venido dando, tanto en países desarrollados como en desarrollo, por lo tanto, las fusiones que se han dado en el sistema bancario mexicano , obedecen a las siguientes razones, como son :la desaparición del negocio tradicional, la globalización que ha obligado a las entidades a crecer en tamaño y a reducir costos para hacer frente a la creciente competencia entre otros intermediarios financieros no bancarios , a las recurrentes crisis financieras y a la propia reestructuración de los mercados financieros.

El proceso de reestructuración financiera comprende la venta, la fusión, liquidación y quiebra de las instituciones que pretenden fortalecer su posición en el mercado mexicano, en el mejor de los casos.

El proceso de fusiones bancarias en gran escala es uno de los procesos característico del actual momento de la globalización financiera. Las megafusiones bancarias no sólo cambian la estructura de propiedad del mercado financiero sino

también modifican los servicios, la naturaleza de la intermediación financiera así como también el orden financiero internacional.

Las fusiones y adquisiciones implican gran participación de la banca extranjera en la tenencia accionaria de los bancos y, en algunos casos con cada vez mayor frecuencia.

Entre las fusiones bancarias más dadas en México en lo últimos año son:

1. Grupo Bilbao Vizcaya – Probusa.
2. Santander y Citibank.
3. Bancomer con Bank Montreal antes de ser adquirido por BBV.
4. Serfin con Hong Kong Shagai Bank con sede en Londres, antes de ser comprado por Santander.
5. Santander de España con GF Invermexico y su banco Mexicano.
6. Vital con el Banco Comercial Portugués.
7. Citibanck con Banca Confia.
8. BBVA con Bancomer.
9. Cifugrup con Banamex (caso de estudio)

Fuente: CNBV, Boletín de Prensa, con fecha de 27 de agosto 1997 y 11 de mayo de 1998

En México a mayo de 1997, eran 9 los grupos financieros extranjeros que ya contaban con participación mayoritaria o minoritaria en los bancos nacionales.

A partir de 1995, los bancos que operaban en el país enfrentaron un doloroso y costoso periodo de consolidación, donde los 8 más fuertes del país absorbían a los más débiles a través de las fusiones y compras, los bancos como Bancomer, Banamex, Banorte, Vital entre los bancos mexicanos, y los bancos extranjeros como Santander Mexicano adquirió Serfin, todo esto llevó a la transformación de

la estructura del sistema bancario mexicano, en donde la consolidación se ha acelerado por el capital extranjero.

Las adquisiciones está llevando a un cambio dramático en la estructura de la banca y en su entorno competitivo, pues estos cambios en la estructura , perfilan en el dominio de mercado por partes de instituciones extranjeras que generan mayor presión sobre los bancos mexicanos que deberán fortalecer su perfil y lograr un exposición de competir o sobrevivir es esta nueva estructura financiera.

Actualmente la banca extranjera mantiene una participación de alrededor del 53.2% del total del mercado, en relación a las ganancias totales tienen un participación del 44%.

A finales de 1998 se aprobó la Ley de Protección al Ahorro Bancario, dicha ley permitió que los bancos extranjeros pudieran tener y hacer compras con bancos mexicanos.

En diciembre de 1998, se realizaron 6 adquisiciones de bancos mexicanos por bancos extranjeros, donde los bancos españoles fueron compradores mas activos.

A partir de aquí, se ha dado un creciente participación de los bancos mexicanos por bancos extranjeros, sobre todo españoles, pues en muy poco tiempo se han convertido en los inversionistas más importantes en el capital de los bancos mexicanos, como puede observarse en el siguiente cuadro:

Cuadro 2.

Compras realizadas en México entre 1995 y 2000.			
Banco adquirido	Banco adquirente	Fecha de intervención	Fecha de adquisición
<i>Bancos extranjeros que adquieren Bancos Domésticos.</i>			
Mercantil Probursa	Bilbao Vizcaya		Enero de 1996
Oriente	Bilbao Vizcaya	Enero de 1995	Marzo de 1996
Cremi	Bilbao Vizcaya	Marzo de 1994	Marzo de 1996
Mexicano	Santander Mexicano		Febrero de 1995
Confía	Citibank	Marzo de 1997	Marzo de 1998
Alianza	G E Capital		Abril de 1997
Citigrup	Banamex		Agosto del 2001
Serfin	Santander Mexicano		Mayo del 2001
<i>Bancos domésticos que adquieren Bancos domésticos.</i>			
Unión	Bancomer	Marzo de 1994	Febrero de 1995
Obrero	Afirme	Febrero de 1995	Enero de 1997
Sureste	Vital	Febrero de 1996	Enero de 1998
Atlántico	G E Capital	Abril de 1997	Enero de 1998
Centro	Mercantil del Norte	Marzo de 1995	Febrero de 1997
Banpaís	Mercantil del Norte	Enero de 1995	Marzo de 1997

Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV.

En México operan 18 filiales de bancos extranjeros, entre las que se cuentan a BBVA y Banco Santander Central Hispano, Citibank y Scotia Bank. Las filiales proveen financiamiento especializado para proyectos de largo plazo, y participan en actividades directas tanto en el mercado de dinero como en el mercado de

capitales, entre otras actividades como, asesoría para comprar o vender empresas, fusiones, adquisiciones, planeación estratégica de negocios y privatización de infraestructura.

Las filiales están aumentando en México, no porque abran más sucursales ni porque contraten mas personal, sino por la adquisición de los propios bancos mexicanos.

Algo que caracteriza a la banca extranjera es que están operando con menores índices de cartera vencida, mayores provisiones de reservas y mejores niveles de capitalización, además de que se han desempeñado en expandir su red de sucursales.

Cada uno de los bancos extranjeros ingresó a México con estrategias diferentes, pero su enfoque es hacia la banca corporativa y de inversión, además proveen servicios financieros como seguros y fondos de pensión, entre otros, el objetivo de establecerse en México es con el fin de crear un puente perfecto para introducirse en América Latina.

Hasta el momento hemos mencionado la palabra fusión, de cómo se ha venido presentando, a nivel mundial y en México, por tanto en capítulos siguientes de nuestro trabajo de investigación, se estudiará el concepto de fusión, sus características, objetivos, el proceso de fusión, aspectos legales, los motivos y causas de dichas fusiones y , sobre todo los métodos para valorar una empresa

que se quiere fusionar o que es fusionada, teniendo ya un conocimiento sobre que son las fusiones, pasamos al capítulo siguiente, en el cual se analizará el proceso de fusión de dos grandes bancos como son Citigroup y Banamex, aquí empezaremos dando un panorama general de ambos grupos financieros antes de la fusión, así como después de dicha fusión, para conocer cuales son o han sido los cambios que se han presentado en las instituciones bancarias, analizar la combinación de culturas empresariales, después se utilizarán los métodos de valuación de empresas, con el objetivo de que desde nuestro punto de vista dar a conocer cuales son las ventajas de la fusión y si se llevó a cabo un acuerdo de dichos métodos si se cumplieron las perspectivas de los inversionistas, si realizaron los trámites correspondientes, para que después de este estudio minucioso podamos finalizar con nuestras conclusiones.

2.8 La Globalización Financiera y su impacto en las Tesorerías.

El ambiente en el que hoy compiten las empresas ha cambiado dramáticamente, presentando nuevas oportunidades y retos para ejecutivos y gerentes de tesorería. Debido a que el mercado continúa creciendo más y más globalmente, también crece la exposición al riesgo financiero. Con el cambio tan acelerado del ambiente global de los negocios, las empresas frecuentemente tienen un entendimiento parcial de los riesgos financieros que enfrentan.

Los enfoques e instrumentos disponibles para ayudar a las empresas a manejar las exposiciones al riesgo están desarrollándose rápidamente, tanto soluciones operacionales como financieras.

Las empresas líderes identifican y manejan sus exposiciones al riesgo y proveen los reportes necesarios y mecanismos de control para evitar desastres en su tesorería.

Por tanto, entender la exposición de riesgos y el cómo establecer las políticas y controles apropiados para manejarlos son temas importantes en el mundo actual de los negocios.

CAPITULO 3

GENERALIDADES DE LAS FUSIONES

3 Generalidades de las fusiones.

3.1 Definición de fusión.

Para poder continuar con nuestro trabajo de investigación sobre las fusiones, es importante definir dichas fusiones y características, con el objetivo de tener una clara idea de que a esto se refiere para que al final del trabajo logremos entender el caso práctico de la fusión de Citigroup y Banamex.

Según Eduardo Ballarín, "existe 4 procedimientos para llevar a cabo una fusión, ya sea una fusión como tal , fusión por consolidación, adquisición de acciones sin integración y adquisición de activos".¹²

Fusión.

"Consiste en la adquisición de una empresa por otra y en la absorción de la empresa adquirida por parte de la empresa compradora. En general, la empresa compradora mantiene su razón social y adquiere los activos y la deudas de la empresa compradora, que deja de existir en el momento en que la integración se completa. La fusión típica, es por lo tanto la fusión por absorción".¹³

¹² Ballarín, Eduardo. *Fusiones y Adquisiciones en las Empresas. Un Enfoque Integrador*. Alianza Editorial, Madrid. 1994, pag. 22, 23.

¹³ *Ibid.*, pag. 22

Fusión por consolidación.

“Esta se caracteriza por la creación de una nueva empresa, resultado de la integración de las dos empresas que existían previamente y que dejan de existir para transferir sus activos y sus deudas a la nueva entidad legal. Este tipo de fusión tiene la ventaja de que garantiza formalmente una cierta igualdad entre las dos empresas que unen esfuerzos, eliminando el problema que suele surgir y sufrir la empresa adquirida”.¹⁴

Adquisición de Acciones.

“Es una simple compra de acciones de una empresa, sin que ésta pase a integrarse en la sociedad compradora. Esta modalidad suele darse en forma de una oferta pública de acciones por parte de la dirección de una empresa y dirigida a los accionistas de la empresa cuyas acciones se desean.

El objetivo de este procedimiento es lograr un volumen mínimo de acciones que permita el control de la empresa adquirida, la capacidad de cambiar sus directivos y, eventualmente, la futura fusión entre ambas empresas.

Dentro de este tipo de fusión, la oferta pública de acciones tiene dos ventajas:

- En una Oferta Pública de Acciones (OPA), no es necesaria una decisión formal de Consejo de Administración o de la Junta General de Accionistas

¹⁴ *Ibíd.*, pag. 22

de la empresa objetivo, es decir, se trata de un asunto de accionistas, quienes deben decidir si acuden o no a la venta de sus acciones.

- La empresa que lanza la OPA puede desechar las opiniones de los directivos de la empresa objetivo."¹⁵

Adquisición de Activos.

"Este procedimiento consiste en la compra directa de los activos de otra empresa, la ventaja de este tipo de adquisición es la de evitar las complicaciones legales innecesarias, pero el inconveniente es que los trabajadores de la empresa que vende sus activos pueden reaccionar ante la posible pérdida de sus puestos de trabajo".¹⁶

Para Mantilla Molina, "la fusión es un caso especial de la disolución de empresas, mediante la cual una empresa se extingue por la transmisión total de su patrimonio a otra empresa preexistente o que se constituye con las aportaciones de los patrimonios de dos o más empresas que en ella se fusionan".¹⁷

Existe una variedad de definiciones de fusión, que si al analizarlas nos damos cuenta que simplemente es una unión de empresas que buscan obtener un mayor beneficio o ganancia a partir de la fusión. Las fusiones son una forma de

¹⁵Ibid. pág. 23

¹⁶ Ibid. pag. 23

¹⁷ Mantilla Molina, Roberto. Derecho Mercantil. Editorial Porrúa. S. A., México, 1966, pag. 434.

expansión externa que sólo debe ser empleada cuando se espera que favorezca el valor accionario de una empresa y así adquirir el control de la otra empresa.

Como ya se dijo, la fusión tiene lugar cuando se combinan dos o mas empresas, pero con un rasgo peculiar, que es que la empresa resultante conserve la identidad de una de ellas. A la empresa que en una transacción de fusión pretende adquirir otra empresa, se le denomina empresa adquiriente, la empresa en la que está interesada la empresa adquiriente identifica, evalúa y negocia con los directivos o accionistas de la empresa por adquirir.

3.2 *Objetivos de la Fusiones.*

"El principal objetivo de una fusión debería ser el de elevar y de manera ideal, optimizar el valor de las acciones de la empresa, pero existen otras motivaciones como son: diversificación, consideraciones fiscales y una mayor liquidez para el propietario"¹⁸

"La fusión de empresas, tiene como objetivos o propósitos de mejorar en la:

- a) Administración, mejorar en el óptimo aprovechamiento de los recursos que tienen las empresas para el logro de sus objetivos.

¹⁸ Mantilla Molina. Op. Cit. Pag. 435.

- b) Inversión, incrementar la inversión para una mayor diversificación, así como para elevar la competencia y productividad, incrementar el capital con nuevos accionistas para tener una estructura financiera más sólida y abarcar más el mercado".¹⁹

En las fusiones, generalmente se reducen los gastos fijos porque se elimina personal y gastos que están duplicados.

Desde el punto de vista de la empresa adquiriente, las fusiones pueden tener como objetivo:

- "La eliminación de la competencia.
- Incrementar los rendimientos por reducción de costos como de impuestos.
- Ampliación de la capacidad de la línea de producción, dependiendo del giro de la empresa.
- Incrementar el grado de elaboración de los productos finales.
- Diversificación de las actividades actuales."²⁰

¹⁹ Ibid, pag. 435.

²⁰ Ibid, pag. 435

3.3 Características de las Fusiones.

"Las principales características de las fusiones son:

- Reunión de patrimonio.
- Desaparición de titulares.
- Los socios de las empresas fusionadas forman una nueva sociedad.
- Entrega de nuevos títulos o reconocimientos de la participación en el capital social".²¹

La principal característica implica unir los patrimonios, la segunda, dependiendo de que tipo de empresa o de sociedad se trate, se dará la desaparición de titulares, es decir, existen sociedades en que el titular es el que tenga la mayor parte de acciones o la mayor contribución en el capital de la empresa, la tercera característica nos dice que la que los mismos socios de las empresas independientes son los mismos socios de las empresas ya fusionada, por último surge la entrega de nuevas acciones a los socios de las empresas que se fusionan.

²¹ E. Bolten, Steven. Administración Financiera. Editorial Limusa, México, 1996, pag. 762.

3.4 Clasificación de las fusiones.

Una vez que hemos definido las fusiones y sus características, conviene referirnos a los tipos de fusiones, desde el punto de vista jurídico y económico en que opera la nueva empresa como resultado de una fusión.

“Desde el punto de vista jurídico, las fusiones se pueden clasificar como sigue:

- Fusión por absorción o incorporación.- Donde una o mas unidades económicas son disueltas sin liquidación, siendo sus patrimonios absorbidos o integrados en una sociedad o empresa ya existente

Los socios de las entidades disueltas pasan a incorporarse a la sociedad absorbente. Esta operación es frecuente cuando la absorbente tiene la mayor dimensión económica que la absorbida.

- Fusión por creación de una nueva sociedad.-Que exige la disolución sin liquidación de las empresas fusionadas y su integración en una única entidad, pasando los socios de las empresas disueltas a integrarse en la nueva compañía. Se suele producir entre empresas de la misma dimensión.
- Escisión.- Se entiende por escisión la división de todo el patrimonio de una sociedad, que se extinguen en dos o más partes, cada una de las cuales se traspara en bloque a una sociedad de nueva creación o es absorbida por una sociedad ya existente.

- Fusión Estatutaria.- Se lleva a cabo mediante un intercambio de acciones libres de impuestos, a raíz del cual una de las compañías sobrevive y la otra desaparece. La empresa sobreviviente reconoce el activo y pasivo de la otra, así como las responsabilidades que puedan surgir en el futuro. Este tipo de fusiones se lleva a cabo por voto de los accionistas de las dos empresas. El intercambio de acciones que se realiza para llevar a cabo la fusión, por lo general está libre de impuestos, ya que solo se trata de un intercambio sin que se establezca un precio en efectivo. Esto permite que los accionistas de la empresa que desaparece pospongan obligaciones fiscales hasta que vendan las acciones que se reciben en el intercambio.
- Consolidación.- Es otra clasificación legal de la fusión. De acuerdo con este arreglo, las dos empresas se funden en una nueva sociedad y así desaparecen. La nueva empresa asume el pasivo y el activo de las dos empresas. Esta clase de fusión requiere también en la mayoría de los casos la aprobación de los accionistas, y el intercambio de acciones por lo general está exento de impuestos²²

Desde el punto de vista económico las fusiones se clasifican como:

- "Fusión Horizontal.- Es la que tiene lugar entre dos empresas en el mismo sector y con la misma línea del negocio, donde las empresas fusionadas son antiguos competidores. La mayoría de las fusiones a principio de este siglo fueron de este tipo, por ejemplo, los bancos. Los objetivos que se

²² E. Bolten. Steven. Op. cit. pag 763.

pretenden lograr mediante esta fusión tienen que ver con las economías de escala, es decir, con el logro de una superior dimensión que dé a la nueva empresa un mayor poder de mercado, así como volúmenes de operaciones que permitan la reducción de costos unitarios”²³

Por otro lado, las fusiones horizontales tienen dos dificultades:

- La gestión del proceso de integración.
- La actitud del gobierno ante una mayor concentración en el sector, como son los monopolios.*

□ “Fusión Vertical.- Es aquella en la que el comprador se expande hacia atrás o hacia la fuente de materias primas, o hacia delante en dirección al último consumidor. Es cuando las dos empresas que unen esfuerzos operan en distintos niveles de la cadena de actividades del sector. Este tipo de fusiones responde a una lógica económica distinta a las fusiones horizontales, ya que buscan seguridad con los suministros, costos, canales de distribución y con el uso de una imagen de marca

□ Conglomerado.- Son empresas que operan en sectores diferentes, la formación de estos, responde a las decisiones de diversificación por parte de las empresas, desde actividades básicas hacia nuevos negocios, cuya

²³ Ballarín, Eduardo. Op. Cit., Pag. 24.

* En México, en el Art.28 Constitucional, se menciona que no están permitidos los monopolios en nuestro país.

relación es más o menos estrecha. Afecta a empresas sin ninguna relación en líneas de negocio. También implica la expansión de la empresa hacia los campos no relacionados con sus intereses actuales. No se intensifica la concentración en un campo determinado, como ocurrirá con la fusión horizontal, ni se ejerce un nuevo control de las materias primas ni de su distribución, como ocurriría con la fusión vertical. Cuando varias empresas, desde campos diferentes, se fusionan, habrá una concentración mayor de la actividad económica total, en todos los campos.

- Concéntricas.- Se producen entre firmas de alguna manera relacionadas entre sí".²⁴

Diferencias entre una fusión vertical y una fusión horizontal.

"Una fusión horizontal siempre suele plantear un reajuste de la plantilla laboral de alguna de las empresas, así como la consolidación de la capacidad productiva, en cambio en una fusión vertical no ocurre esto, sino que las dos empresas se complementan.

Los gobiernos apoyan las fusiones verticales, porque el riesgo de aumento del poder de monopolio es menor".²⁵

²⁴ Ballarín, Eduardo. Op. Cit., Pag. 25.

²⁵ Ibid. pag. 25.

3.5 Ventajas, Desventajas y problemas de las fusiones.

Ventajas.

La fusión implica algunas ventajas como:

- a) Reducción en los costos de producción por el agrupamiento de entidades.
- b) Lograr una mejor distribución con un menor costo.
- c) Elevar la calidad de los productos y servicios.
- d) Obtención de mayores ganancias al convertirse en una empresa mayor que puede competir mejor.
- e) Lograr operaciones a gran escala.
- f) Adquisición de instalaciones adicionales que mejoran la producción.
- g) Diversificar el producto.
- h) Obtención de una mejor estructura financiera.
- i) Eliminar puestos y reducir costos administrativos.

Desventajas.

- a) Eliminación de puestos de trabajo, lo cual ocasiona desempleo.
- b) Realizar un estudio minucioso de la fusión, ya que si no se puede llegar a tener problemas financieros que afectan los intereses de la fusión.

Problemas.

Las fusiones entrañan riesgos para la empresa, puesto que es claro que al compartir se pierde el control absoluto, lo cual requiere una filosofía gerencial y una gestión diferente.

Las fusiones fallan por distintas circunstancias, desde conflictos de culturas administrativas, regulación, hasta preocupaciones de competencia.

3.6 Enfoques de las Fusiones.

"Las fusiones y adquisiciones son una alternativa de inversión con cierta certidumbre, es decir, la fusión puede resultar un éxito o un fracaso, sin embargo se debe tener en cuenta que las fusiones se dan sobre diferentes enfoques:

1. Enfoque Financiero.
2. Enfoque Estratégico.
3. Enfoque del Proceso".²⁶

²⁶ Ibid. pag. 26-31.

3.6.1 Enfoque Financiero.

También conocido como *Enfoque del Mercado de Capitales*, se orienta hacia la explicación de creación de valor en una fusión, y en caso de que está se produzca, para quien se crea el valor.

El procedimiento de trabajo de este enfoque empieza con un estudio del valor de mercado de las empresas protagonistas del fenómeno antes y después de la fusión, y a partir de esta información extraer conclusiones sobre si se ha creado valor o no y para quién.

Los modelos técnicos que se encuadran en este enfoque son 3:

- "Eficacia de los mercados financieros.- Este modelo enseña que el valor de mercado de una empresa refleja una estimación no muy acertada de toda la información pública disponible sobre la capacidad de la empresa para generar recursos, por lo tanto se debe de reflejar un valor de mercado antes y después de la fusión. Existen inconvenientes con este modelo, ya que en primer instancia, los mercados financieros no son eficientes, en el sentido de que no se cuenta con la información necesaria y que realmente refleje la situación de las empresas, en segundo lugar, consiste en concentrar el estudio de lo que ocurre en una fusión tanto en momentos anteriores como posteriores, ya que las decisiones estratégicas tendrán efecto ya sea a corto plazo o a largo plazo, por lo tanto, la información con la que cuentan

los mercados de capitales es incompleta y, por consiguiente, la validez de los resultados alcanzados con tales estudios es limitada.

- Capital Asset Pricing Model (CAMP).- Este modelo permite hallar la tasa de retorno de un determinado activo financiero esperado por el Mercado. Este modelo parte de la distinción fundamental entre los tipos de riesgo de un activo financiero que debe tener en cuenta el inversionista. De acuerdo con este modelo, el riesgo puede ser sistemático no sistemático. En el primer caso, el riesgo es general del mercado y el inversionista no puede hacer nada, en el segundo caso, el riesgo es específico de la empresa y el inversionista puede reducirlo mediante una adecuada diversificación.

- Modelos de Agencia.- Este modelo parte de la separación entre el control de la propiedad de la empresa. Esta separación conlleva a un problema de control de los directivos por parte de los propietario, así como un problema de incentivos para que los directivos dirijan la empresa como si fuera propia.²⁷

3.6.2 Enfoque Estratégico.

Este enfoque pretende responder a la pregunta de en qué sectores debe estar presente la empresa y cual debe ser su posición competitiva en cada uno de ellos,

²⁷ Ibid. pág. 35

es decir, se trata de saber si la empresa tiene que ampliar su presencia en los sectores en los que ya está o si tiene que aumentar su grado de integración vertical o diversificarse en otros sectores.

3.6.3 Enfoque basado en el Proceso.

Existen dos aspectos importantes de este enfoque, que son:

Se refiere a la toma de decisiones relativas a la fusión, es decir, estudiar la fusión, cuales son los motivos, por ejemplo: resolución de conflictos , la organización de la empresa, procedimiento de la toma de decisiones.

Subrayar que los factores de éxito en fusiones o adquisiciones no dependen solo de un buen análisis financiero estratégico, sino del modo de llevar al final la integración, ejecutar los planes de integración de modo adecuado, sin dejar a un lado las capacidades de cada empresa.

Los problemas de la integración se centran en:

- Crear valor para las dos empresas.
- Organización propia del proceso de integración, incluyendo todos los planes de trabajo desde la alta dirección hasta las personas responsables del proceso.
- Problemas derivados del tráfico de información de una empresa a otra.

3.7 Aspectos de las fusiones.

Para realizar o llevar a cabo una fusión, es importante tener en cuenta que no solo deben tener aspectos financieros, sino también aspectos laborales, fiscales o sobre todo legales, ya que estos forman parte de la base sólida de la nueva empresa.

3.7.1 Aspecto Legal.

La Ley General de Sociedades Mercantiles²⁸ establece que cualquier sociedad puede fusionarse con otra u otras, siempre y cuando cumpla con los requisitos que establece la misma. Para llevar a cabo la fusión, es necesario que los decida cada una de las sociedades interesadas:

" Artículo 222.- La fusión de varias sociedades deberá ser decidida por cada una de ellas, en la forma y términos que correspondan según su naturaleza".

Dicha decisión la realizan los accionistas mediante una Asamblea Extraordinaria de socios, la cual debe ser convocada por el administrador o por el consejo de Administración.

²⁸ Agenda Mercantil 2000. Compendio de Leyes Mercantiles y Disposiciones Conexas. Editores Fiscales ISER. Enero 2000. pag. 34 - 43

" Artículo 182.- Son Asambleas Extraordinarias las que se reúnan para tratar cualquiera de los siguientes asuntos:

Fracción VII.- Fusión con otra sociedad".

Los accionistas que representen por lo menos el 33 % del capital social, pueden pedir mediante escrito en cualquier tiempo, al administrador o consejero de administración la Convocatoria de una Asamblea General de Accionistas. En caso de negarse o no atender a la solicitud en un plazo de 15 días, la convocatoria puede ser hecha por la autoridad judicial del domicilio de la sociedad exhibiendo los títulos de las acciones, según el artículo 184.

La convocatoria para Asambleas Generales debe contener la orden del día y la firma de quien la haga, además se publicará un aviso en el periódico oficial de la entidad del domicilio de la sociedad, o en uno de los periódicos de mayor circulación, Artículos 186 y 187.

Las actas de las Asambleas Extraordinarias deben asentarse en el libro respectivo y firmarse por el Presidente, por el Secretario de la Asamblea, así como los comisarios que concurran y protocolizarlo ante el notario e inscritas en el Registro Público de Comercio con el fin de legalizarlas, Artículo 194.

El acuerdo de fusión se debe inscribir en el Registro Público de Comercio y publicarse en el Diario Oficial de la Federación, en dicha inscripción mostrará lo siguiente:

1. Condiciones del acuerdo.
2. Estados Financieros de ambas empresas.
3. Número y clase de acciones que son entregadas a cada uno de los socios o accionistas a cambio de las acciones de las entidades fusionadas.
4. La forma de pago de las deudas que tengan pendientes las entidades que sean incorporadas a otra ya existente.

" Artículo 223.- Los acuerdos de fusión se escribirán en el Registro Público de Comercio, se publicarán en el Diario Oficial de la Federación, cada sociedad deberá duplicar su último balance de aquella que dejen de existir, además deberá publicar el sistema establecido para la extinción de su pasivo."

Posteriormente a la inscripción, si no hay inconformidad con los acreedores para el pago de las deudas, la fusión se lleva a cabo; en caso contrario, se tienen tres meses para los inconformes se opongán judicialmente, según el artículo 224.

Durante dicho plazo, cualquier acreedor de las sociedades que se fusionan podrá oponerse judicialmente, en la vía sumaria, a la fusión, la que se suspenderá hasta que cause ejecutoria la sentencia que declare que la oposición es infundada.

Transcurrido el plazo señalado sin que haya formulado la oposición, podrá llevarse a cabo la fusión, y la sociedad que subsista o que resulte de la fusión, tomará a su cargo los derechos y las obligaciones de las sociedades extinguidas.

Por otro lado, la fusión tiene efecto en la fecha de inscripción, en los siguientes casos:

- Pago de todas las deudas de las sociedades fusionadas.
- Depósito por el importe del pasivo, en una institución de crédito, debiéndose publicar el certificado en el que se conste el depósito.
- Consentimiento por escrito de todos los acreedores de las sociedades a fusionarse.

“ Artículo 225.- La fusión tendrá efecto en el momento de la inscripción, si se pactare el pago de todas las deudas de las sociedades que hayan de fusionarse, o se constituyere el depósito de su importe en una institución de Crédito, o constare el consentimiento de todos los acreedores.”

El Certificado en que se haga constar el depósito, deberá publicarse conforme el Artículo 223.

Sociedad en Anónima.

Es importante enmarcar que nuestro caso de estudio la fusión de Banamex con Citigroup, es una fusión de sociedades anónimas, por lo tanto, la sociedad anónima requiere que la fusión sea aprobada por una Asamblea Extraordinaria, representada por lo menos por las tres cuartas partes del capital y la resolución se tiene con el voto de las acciones que representen la mitad del capital social.

Las acciones que tienen derecho a voto en asambleas extraordinarias deben considerarse como una prórroga de la duración de la sociedad, disolución anticipada de la sociedad, cambio de objeto de la sociedad, cambio de nacionalidad y transformación de la sociedad, según el Artículo 182, fracciones I, II, IV, V, VI y VII.

En la fusión, los administradores, consejo de administración y otros órganos sociales de la sociedad fusionada, desaparecen, ya que la empresa fusionada tiene los suyos y en el caso de ser una nueva sociedad, estos se constituirán por algunos de las empresas que se incorporan.

“Los administradores y los gerentes prestarán la garantía que determinen los estatutos o, en su defecto, la Asamblea General de Accionistas, para asegurar, las

responsabilidades que pudieran contraer en el desempeño de sus encargos, según el artículo 152".

"No podrán inscribirse en el Registro Público de Comercio los nombramientos de los administradores y gerentes sin que se compruebe que han prestado la garantía a que se refiere el artículo anterior, artículo 153".

Artículo 21 del Código de Comercio.- En la hoja de inscripción de cada comerciante o empresa, se anotarán: Fracción VII.- Los poderes generales y nombramientos, revocación de los mismo , si los hubiere, conferidos a los gerentes, factores, dependientes y cualesquiera otros mandatarios".

3.7.2 Aspecto Fiscal.

En la fusión de sociedades se debe cancelar el R. F. C. De las empresas fusionadas, tal que la fusionante o la que resulte debe presentar el aviso de cancelación ante la Secretaría de Hacienda y Crédito Público conforme al artículo 27 del Código Fiscal de la Federación y el artículo 23, Fracción I del Reglamento del Código Fiscal de la Federación.

El aviso de fusión se debe presentar por la sociedad que surge o subsiste en un plazo no mayor a un mes, el cual debe contener la fecha en que se realizó el acto de fusión, así como la razón social de las sociedades fusionadas según el siguiente artículo:

“Artículo 5 – A, Fracción II, R. C. F. F. – De fusión de sociedades, el cual será presentado por la sociedad que surja o subsista. Este aviso deberá presentarse dentro del mes siguiente a la fecha en que se lleva a cabo dicho acto y deberá contener la denominación o razón social de las sociedades que se fusionan y la fecha en que se realizó la fusión”.

En una fusión si el ejercicio fiscal no es completa, la sociedades involucradas lo considerarán como terminado anticipadamente de acuerdo al artículo 11 del C. F. F.

La sociedad que resulte debe presentar las declaraciones de impuestos e informativas de las empresas fusionadas correspondientes al ejercicio que terminó por fusión, artículo 14 – A, Fracción II del C. F. F.

De acuerdo al Artículo 83, Fracción VII de la Ley de I. S. R., la declaración de sueldos y de crédito al salario se debe presentar dentro del mes siguiente en que ocurra la fusión.

El ajuste semestral de pagos provisionales en fusión, se rige por el artículo 7 –E del Reglamento del I. S. R., el cual señala que si el ejercicio fiscal comprende de enero a julio, se está obligado a presentar dicho ajuste, por el contrario, si el ejercicio es inferior a 7 meses, no se debe efectuar.

La sociedad que surge de una fusión está obligada al pago del impuesto al activo desde que inicia operaciones, ya que el Artículo 6 Fracción VI del Impuesto al Activo, señala que no se pagará el impuesto por el periodo preoperativo, ni por los

ejercicios de inicio de actividades, los dos siguientes y el de liquidación, salvo cuando este último dure más de dos años. Lo anterior no es aplicable a los ejercicios posteriores a la fusión.

Los saldos a favor del Impuesto al Activo que tengan las sociedades fusionadas no deben acreditarse contra el impuesto a cargo que resulte en la sociedad fusionante, ni solicitar su devolución, ya que el Artículo 9 de la L. I. A. establece la intransmisibilidad de los derechos.²⁹

El IVA pendiente de acreditar en las sociedades fusionadas debe ser traspasado a la fusionante de conformidad a lo siguiente:

“Artículo 4, Fracción III de la Ley del IVA.- El derecho al acreditamiento es personal de los contribuyentes de este impuesto y no podrá ser transmitido por acto entre vivos, excepto tratándose de fusión”.

Las sociedades que se fusionan están obligadas a dictaminarse por el ejercicio que terminó por fusión, y la fusionante además debe hacerlo por el ejercicio fiscal siguiente, (Artículo 32 – A Fracción III, C. F. F.

Los bienes adquiridos por fusión deben ser manejados a la misma fecha de adquisición que correspondió a la fusionada(artículo 41, Fracción III L. I. S. R.).

En lo que respecta a las ganancias, el Artículo 17, Fracción V, L. I. S. R., señala que la ganancia de capital derivada de la fusión no se considera ingreso

²⁹ “Artículo 9 Fracción II, L. I. A.- Los derechos al acreditamiento y a la devolución previstos en este artículo son personales del contribuyente y no podrán ser transmitidos a otra persona no como consecuencia de fusión”.

acumulable cuando reúna los requisitos que establece el Artículo 14 – A del C. F. F., de no ser así, la ganancia se acumula y no se le aplican las disposiciones de la L. I. S. R., que se refiere a bienes adquiridos por medio de la fusión.

En el caso de las pérdidas fiscales que se deriven de una fusión no son deducibles de impuestos según el Artículo 25, Fracción XVII, L. I. S. R.

El derecho a disminuir pérdidas es de uso exclusivo del contribuyente y no puede ser transmitido por el hecho de realizar una fusión (Artículo 55, L. I. S. R.).

3.7.3 Aspecto Laboral.

Las empresas al realizar las fusiones, no sólo se debe de fijar en los aspectos legales y fiscales, sino también en los aspectos laborales, ya que el personal forma una parte muy importante dentro de la corporación.

Por lo tanto, en la fusión los derechos y obligaciones patronales que derivan de la relación de trabajo se transmiten a la empresa que surge o subsiste, Artículo 4, L. F. T.

Artículo 4, L. F. T.- La sustitución del patrón no afectará las relaciones de trabajo de la empresa o establecimiento. El patrón sustituto será solidariamente responsable con el nuevo por las obligaciones derivadas de las relaciones de trabajo y de la ley, nacidas antes de la fecha de sustitución, hasta por el término

de 6 meses, concluido este, sustituirá únicamente la responsabilidad del nuevo patrón.*

También es importante dar aviso al IMSS sobre la empresa que subsiste y la fusionada, a fin de que califique el grado de riesgo, revise el giro de la entidad y determine la prima de riesgo de trabajo.**

Los patrones registrados en el instituto estarán obligados a este dentro de los plazos que fije la Ley del Seguro Social, con motivo de:

- I. Cambio de actividades.
- II. Incorporación de nuevas actividades derivadas de la fusión, compra de activos o cualquier otro acto de enajenación, arrendamiento, comodato o fideicomiso traslativo.
- III. Cambio de domicilio patronal a municipio diferente.
- IV. Sustitución patronal en términos de la ley.

* El término de 6 meses se refiere a que se contará a partir de la fecha en que se hubiera dado aviso de la sustitución al sindicato o a los trabajadores.

** En el Artículo 4 del Reglamento para Clasificación de Empresas y Determinación del Grado de Riesgo se puede checar lo del seguro de Riesgo de Trabajo.

3.8 *Motivos o causas de las fusiones.*

Por otro lado, son muchas las causas particulares que pueden incidir a una empresa a pensar en la fusión, sin embargo, la razón fundamental es la maximización del precio de mercado de las acciones.

Economías de escala en la operación.

La empresa podrá considerar la fusión si ésta le permite obtener economías de escala que hagan posible la distribución de los costos fijos entre un número mayor de unidades producidas.

Los ahorros que se logran mediante las economías de escala en la operación se conocen como efecto sinérgicos. La idea en que se apoya, sinergia, es que los dos elementos combinados pueden operar con más eficiencia que dos elementos separados.

La Globalización.-

Tanto de los mercados como de la implicación de la rápida obsolescencia de las tecnologías y la caída de los márgenes de rentabilidad corporativa, mantener alta

competitividad, cambios en la tecnología, nuevos mercados, innovación, la inestabilidad que incrementan el elemento de riesgo.

Diversificación.-

Las empresas, buscan o desean un rápido crecimiento en tamaño o en participación en el mercado con su gama de productos para encontrar la forma útil de la fusión.

Dentro de la diversificación, existen las siguientes ventajas:

- a) Reducción del riesgo de su cartera de acciones.
- b) Aprovechar las eficiencias de desarrollar un mercado de capitales interno que reduzca la dependencia del mercado de capitales externo. Como resultado del mayor tamaño, la capacidad de negociación con las entidades financieras también pueden aumentar, lo cual contribuye al descenso de los costos financieros.
- c) Consolidar fiscalmente las pérdidas de una unidad de negocios con los de otras.

También la empresa puede considerar la fusión cuando busca la diversificación geográfica o contracíclica:

- La diversificación geográfica se logra, cuando la empresa busca otros territorios en donde pueda operar, es decir, si se encuentra en el sur, ahora

operará en el este. Juntas abarcarán un área geográfica más amplia, de manera que si una de las zonas sufre alguna disminución por cualquier motivo, la otra puede crecer compensando esa reducción.

- La diversificación contracíclica tiene por objeto compensar las fluctuaciones de las utilidades a que da lugar el ciclo general de los negocios.

El hecho de igualar las utilidades superando las fluctuaciones del ciclo de los negocios tenderá a reducir el riesgo que los inversionistas asocian con la empresa y podrá reducir el costo del capital común.

Crecimiento.

Las empresas piensan con frecuencia en la fusión como un medio para lograr un rápido crecimiento. Las condiciones desfavorables de un mercado de capitales poco perceptivo a los valores de la empresa puede estar frustrando sus planes de expansión. Como alternativa, podría intercambiar algunos de sus valores por los otra empresa y crecer mediante la fusión.

El crecimiento consiguiente podría producir efectos inherentes en el costo de capital. A medida que crezca la empresa, y particularmente en las primeras etapas de expansión, puede ser que los inversionistas vean menos riesgos debido al mayor tamaño.

Acceso a nuevos mercados.-

Desplazando a los competidores, alcanzar la dimensión necesaria para sobrevivir en un mercado mundial, así como también generar mayores ganancias para invertir en otros proyectos.

Efectos Sinérgicos.-

La razón clásica para justificar una fusión o una adquisición es la existencia de sinergias, las cuales implican que el resultado de una fusión es mayor que la suma de las dos empresas, estos efectos son obvios cuando las empresas crecen horizontalmente, puesto que muchas funciones redundantes al igual que empleados no necesarios pueden ser eliminados.

Existen diferentes tipos de sinergias que se generan en una fusión, como son:

- **Sinergias Ineficientes.-** Ocurren cuando la empresa tiene la productividad o unos resultados inferiores a los de la otra empresa del mismo sector y con características similares a la primera. Las ineficiencias pueden deberse a que los directivos no son capaces de lograr que la empresa funcione a un nivel de eficiencia mayor, de manera que un nuevo equipo de directivos podría aportar la acción necesaria para elevar ese nivel de eficiencia. En este caso, las fusiones se consideran como un procedimiento sano para

lograr un cambio en la dirección de la empresa y constituyen un buen proyecto para lograr cambiar la situación de la empresa.

- Sinergias Operativas.- Estas surgen en ciertas actividades donde existen economías de escala y de alcance, y los volúmenes mínimos de actividad son críticos para la supervivencia de la empresa. El mecanismo de las economías de escala opera mediante la reducción de costos unitarios a medida que aumenta el volumen de actividad de la empresa. Las economías de alcance operan de la posibilidad de compartir costos o inversiones no solo en una misma línea de productos o servicios, sino en varias líneas o en varias unidades de negocios distintas. Las economías de alcance suelen surgir en empresas en que la inversión de activos intangibles es muy importante (imagen de marca, capacidad directiva), para realizar este tipo de economías, así como las de escala, una empresa puede exigir una dimensión mayor de la que actualmente tiene, y es aquí, donde las fusiones juegan un papel determinante, pero también se debe tener en cuenta el proceso de integración, ya que cuando éste no se organiza adecuadamente, las empresas pueden perder efectividad. Dentro de las sinergias operativas existen procesos de integración vertical, las cuales tienen por objetivo reducir los costos de distribución de una parte, así como de control y de coordinación con otras organizaciones.

- Sinergias Financieras.- Este tipo de sinergias surgen por: reducción del costo de capital debido al volumen mayor de recursos que maneja el grupo de empresas, existencia de ventajas asociadas al desarrollo de un mercado de capitales interno de la empresa, menor costo de las emisiones de deuda. Las sinergias financieras carecen de impacto práctico si no van acompañadas de un plan de acción después de la adquisición o fusión.

$$V_{ab} = V_a + V_b + \text{Sinergia}$$

Donde:

V_{ab} = Valor de la empresa después de la fusión.

V_a = Valor de la empresa A antes de la fusión.

V_b = Valor de la empresa B antes de la fusión.

“Sinergia: Este concepto puede medirse en términos de rentabilidad y en términos de riesgo, comparando la rentabilidad y riesgo de las empresas, con los alcanzados actuando independientemente; por lo tanto, las utilidades generadas por la fusión se obtienen a través de un incremento en los ingresos y en la reducción de los costos.

Rivero³⁰ ordena los motivos que pueden producir sinergia potencial en la fusión de empresas, de la forma siguiente:

Área Funcional	Fuentes de Sinergia
<ul style="list-style-type: none">• Productividad	<ul style="list-style-type: none">• Economías de Escala.• Acceso a nueva tecnología.• Explotación de capacidad productiva.
<ul style="list-style-type: none">• Distribución	<ul style="list-style-type: none">• Economías de Escala.• Acceso a nuevos mercados.• Utilización de redes de distribución.• Incremento de poder en los mercados.
<ul style="list-style-type: none">• Financiación.	<ul style="list-style-type: none">• Reducción del racionamiento de capital.

³⁰ Rivero, José.: Contabilidad de Sociedades. Editorial Trivium. Madrid, España. 1998.

Los accionistas de las empresas que negocian la fusión, no sólo deben analizar el precio de mercado actual, para fijar el tope mínimo de valoración de sus acciones en la operación de fusión, sino que también incorporarán las experiencias de beneficios o dividendos por acción que se puedan originar por el efecto de la sinergia.

El efecto positivo de la sinergia se consigue si se logra alguno de los requisitos siguientes:

1. La fusión incrementa la ganancia para el mismo nivel de riesgo.
2. La fusión mantiene la rentabilidad pero el riesgo es menor.
3. Se incrementa la ganancia y disminuye el riesgo.

Obtención de Fondos.-

La empresa puede no estar en condiciones de obtener fondos para la expansión interna, pero sí poder obtener fondos mediante combinaciones externas. Se busca una empresa que tenga altos activos líquidos, bajos niveles de pasivos u obligaciones, la fusión con este tipo de empresas, inmediatamente aumenta el

poder de crédito de la empresa y se reduce el riesgo financiero.³¹ Esto permite obtener fondos externos a tasas mas favorables.

Las fusiones también se realizan por motivos estratégicos o financieros. Las fusiones suponen la fusión de empresas para alcanzar diversas economías de escala mediante la eliminación de fusiones redundantes, con lo que incrementa la participación del mercado y todos los puntos anteriormente tratados.

Las fusiones financieras se basan a su vez en la adquisición de empresas con posibilidades de ser reestructuradas para incrementar el flujo de efectivo. Las fusiones financieras no se basan en la capacidad de las empresas para alcanzar economías de escala, sino en la expectativa del adquirente de detectar el verdadero valor de mercado de la compañía a través de su reconstrucción.

Algunas veces las empresas se ven en el caso de fusiones por razones de orden fiscal. Así ocurre cuando las empresas particulares buscan fusionarse con una empresa pública para eludir la responsabilidad del impuesto adicional sobre utilidades retenidas. Una empresa rentable puede adquirir otra empresa que tenga pérdidas acumuladas, aplicar dichas pérdidas contra su ingreso gravable. El efecto es reducir la obligación fiscal de la empresa rentable.³²

³¹ El riesgo Financiero está relacionado con las posibles pérdidas en los mercados financieros que pueden provenir de los movimientos en las tasas de interés y el tipo de cambio.

³² Por lo general, la empresa adquirente tendrá que pagar una prima en exceso del precio de mercado actual de las acciones de la empresa adquirida.

La base del capital contable.

Una empresa puede fusionarse con el fin de ampliar la base de su capital contable. Si la estructura de su capital es relativamente inestable, con demasiado pasivo, puede modificar con rapidez la situación fusionándose con una empresa que tenga poco o ningún pasivo. Esto incrementa el activo de la empresa adquiriente lo mismo que su capital contable, disminuyendo la razón pasivo / capital.

Podrá utilizar esta nueva base más amplia para obtener recursos adicionales y lograr tal vez un apalancamiento financiero positivo. Una empresa con muy poco pasivo en su estructura de capital puede invertir el procedimiento. Podrá aumentar su apalancamiento financiero positivo adquiriendo otra empresa mediante un intercambio de su pasivo por acciones de la empresa adquirida.

Eliminación de la competencia.

A veces una empresa ve la fusión como método para eliminar la competencia. Si puede fusionarse con otra y aumentar su poder de monopolio, incrementará sus utilidades. Desde luego, la fusión que se hace con el único fin de reducir la competencia está prohibida por las leyes (Artículo 28 de la Constitución Política).

Maximización del precio de las acciones.

La maximización del precio de las acciones es el objetivo más importante y la causa definitiva de la fusión. El precio de las acciones refleja dos consideraciones importantes : los flujos de efectivos que esperan los inversionistas y la tasa de rendimiento ajustada al riesgo que requieren.

Los inversionistas juzgan los beneficios esperados a través de las perspectivas que ofrece la empresa en cuanto a utilidades y dividendos. Si la fusión mejora esas perspectivas, el precio de las acciones probablemente subirá, sin embargo, el efecto inmediato mas típico de la fusión es la dilución de las utilidades por acción de la empresa que sobrevive.

Por otro lado, la fusión tiene que ver con la tasa de rendimiento ajustada al riesgo que exigen los inversionistas, en la cual influyen algunas características tales como el riesgo comercial, riesgo financiero y el riesgo de realización. Una fusión afecta directamente a los 3 riesgos, lo que a su vez hará variar la tasa de rendimiento ajustada al riesgo y el precio de las acciones.

Una fusión influye en el riesgo comercial de al empresa, porque hace cambiar su medio de operación. En el riesgo financiero, la fusión influye porque hace variar la proporción de pasivo a capital en la estructura del capital. En el riesgo de realización, aumenta el número de acciones vigentes de la empresa sobreviviente, lo mismo que el promedio del volumen diario de acciones que se negocian. Esto hace disminuir el riesgo de realización, porque los inversionistas podrán ahora

negociarlas con más facilidad y menos fluctuaciones en el precio, esto a su vez alienta a los inversionistas a comprar acciones y tiende a subir el precio.

3.9 Contabilización de las fusiones.

Al realizar una fusión o una adquisición, se debe de hacer la elección del método contable a seguir, para informar de la operación, ya que el resultado obtenido y la imagen que se puede ofrecer al exterior suele ser muy diferente.

El método elegido afecta a los estados de situación financiera, al estado de resultados, tanto en ejercicios presentes como en los futuros, así mismo condiciona la forma de pago.

Hay dos métodos diferentes para presentar las fusiones en los estados financieros, cuyo empleo depende de las circunstancias que rodean la fusión, que son:

1. "El método de fusión o de combinación de intereses.
2. El método de compra o adquisición."³³

³³ Rivero, José, "Contabilidad de Sociedades: Problemática Económico – Contable". Editorial Trivium: México, D. F., 1998.

Método de fusión o combinación de intereses.

El método contable de fusión de intereses sólo se puede emplear bajo las siguientes circunstancias:

Que las empresas que se van a fusionar hayan sido autónomas e independientes por lo menos durante los dos años anteriores a la fusión.

La fusión se llevará a cabo en una sola transacción o en el transcurso de un año de acuerdo al plan establecido.

Las acciones que ofrece la empresa adquiriente son idénticas a las que ya tienen en vigor.

La empresa adquiriente tomará por lo menos el 90% de las acciones con derecho a voto de la empresa adquiriente.

Que no haya habido cambios en la participación de acciones con derecho a voto, previendo la fusión.

Los accionistas de la empresa adquirida conservarán una participación proporcional en la empresa combinada. Se conservará la base contable anterior. Qué la empresa fusionada no haya planeado disponer en forma significativa del activo de la empresa adquirida.

El efecto de una situación de intereses en el balance de la empresa, se puede ver en el siguiente cuadro:

Estado de Situación Financiera según el método de fusión de intereses.

	Empresa A	Empresa B	Empresa A + B
Activo			
Activo circulante	\$100,000	\$100,000	\$200,000
Activo fijo neto	200,000	200,000	400,000
Suma del activo	300,000	300,000	600,000
Pasivo y capital			
Pasivo a corto plazo	50,000	50,000	100,000
Pasivo a largo plazo	60,000	60,000	120,000
Suma del pasivo	110,000	110,000	220,000
Capital Contable			
Capital social	100,000	100,000	250,000
Superavit de capital	60,000	60,000	70,000
Utilidades retenidas	30,000	30,000	60,000
Suma Pasivo y Capital	\$300,000	\$300,000	\$600,000

Como se ve en el cuadro, el concepto en que se basa la fusión es simplemente sumar los activos y los pasivos de las dos empresas en uno solo.

En el caso de la fusión de intereses en el estado de resultados, las utilidades de la empresa fusionada son la suma de las utilidades de las empresas separadas, el único detalle distinto no revelado en el estado de situación financiera, es que las utilidades de todo el año durante el cual se llevó a cabo la fusión están combinadas, aunque la operación real no se haya realizado al principio de año.

Estado de Resultados según el método de fusión de intereses.

	Empresa A	Empresa B	Empresa A + E
Utilidades después de impuestos.	\$100,000	\$150,000	\$250,000
Número de acciones	100,000	100,000	250,000
Utilidades por acción	\$1.00	\$1.50	\$1.00

Método de compra o adquisición.

Si no se lleva a cabo la fusión de intereses, ya sea por propia elección o por que la fusión no es posible dadas las circunstancias particulares del caso, la empresa recurre al método de compra.

Las empresas no se combinan en ningún momento; sobrevivirá una de las dos empresas, el método de compra considera esto como la adquisición de una de las dos por parte de la sobreviviente. La adquirente cambia los valores o efectivo por el valor justo del activo de la otra.

En el estado de situación financiera, la característica del método de compra, se manifiesta por el pago que hace la empresa adquiriente en exceso de los valores históricos registrados del activo y del pasivo de la empresa adquirida.

El activo adquirido se valora generalmente de acuerdo con su valor histórico como aparece en libros, el pago en exceso del valor de mercado aparece como un crédito mercantil* en el estado de situación financiera.

Estado de Situación Financiera según el método de compra.

	Empresa A	Empresa B	Ajustes		Empresa + B	A
			Abono	Cargo		
Activo						
Activo Circulante	\$ 90,000	\$ 5,000			\$ 95,000	
Activo fijo neto	120,000	10,000			130,000	
Crédito mercantil					23,000	
				23,000		
Suma del activo	210,000	15,000			248,000	
Pasivo a corto plazo	30,000	3,000			33,000	
Pasivo a largo plazo	20,000	5,000			25,000	
Suma del pasivo	50,000	8,000			58,000	
Capital Contable						
Capital social	40,000	3,000	3,000		50,000	
				10,000		
Superavit de capital	20,000	3,000	3,000		40,000	
				20,000		
Utilidades retenidas	100,000	1,000	1,000		100,000	
Suma pasivo y capital	210,000	15,000			248,000	

*El Crédito Mercantil es un activo intangible que representa, algunas partidas intangibles como las relaciones con el cliente que la empresa ha mantenido en sus años de existencia. No es un gasto deducible de impuestos

El efecto que produce el método de compra en el estado de resultados difiere del que produce la fusión de intereses en que las utilidades combinan únicamente desde la fecha de fusión y no desde principios del periodo a que se refiere el estado de resultados.

Estado de resultados según el método de compra.

	Empresa A	Empresa B	Empresa A + B
Utilidad antes de impuestos	\$ 20,000	\$ 2,000	\$ 22,000
Utilidad después de impuestos	10,000	1,000	11,000
Número de acciones	4,000	300	5,000
Utilidades por acciones	\$2.50	\$3.33	\$2.20
Utilidad antes de impuestos			\$ 22,000
Utilidad después de impuestos			11,000
Amortización del crédito mercantil			575
Utilidad neta			\$ 10,425
Utilidades por acción			\$ 2.09

3.10 El Proceso de Fusión.

El proceso de fusión se da a partir de cuatro categorías generales, las cuales son:

- ❖ Búsqueda.
- ❖ Investigación.
- ❖ Negociación.
- ❖ Adquisición e Integración.

Búsqueda.

La búsqueda de candidatos a la fusión da comienzo tan pronto como la empresa decide que la fusión es la manera más viable de resolver los problemas actuales o de lograr la expansión. Una vez que se toma la decisión, habrá que ponerse en contacto con personas que puedan saber algo respecto a posibles candidatos.

La empresa compradora debe iniciar contacto directo con los directivos de la empresa o empresas seleccionadas, en este momento, la empresa compradora debe poseer información financiera, corporativa de la empresa a adquirir.

Por lo tanto, los objetivos para la compra o fusión de empresas deben quedar señalados en la primera fase del proceso, dichos objetivos son: crecimiento y expansión a mercados internos y externos, defensa ante la competencia,

diversificación, etc., para que posteriormente sean utilizados en la selección de candidatos y en valoración de la empresa elegida.

Desde el punto de vista del vendedor, este tiene que buscar la forma de distinguir si las intenciones son ciertas o simplemente desean obtener información de la empresa.

Por otro lado, tanto el vendedor como el comprador deben identificar las motivaciones de comprar o vender las empresas, es por esto que se debe de tener conocimientos previos de las empresas, tanto financiera como de directivos y accionistas.

En la mayoría de los casos, es conveniente utilizar el asesoramiento de un experto para que aporte objetividad al proceso de fusión, ya que el experto dispone de mayores fuentes de información que permiten proponer una mayor variedad de alternativas.

Después de tener a dicho mediador o experto, se trata de obtener la mayor cantidad de información posible sobre la situación real de la empresa como son: datos comerciales, financieros, fiscales, jurídicos y laborales.

Investigación.

Una vez que se identifica a algunos candidatos probables, se puede proceder a investigar sus méritos para calificarlos como compañeros de fusión. Primero se examinarán sus antecedentes públicos, incluso antes de ponerse en contacto con la administración. Esto comprende el estudio de sus estados financieros y de su situación crediticia.

Si después de examinar los antecedentes se sigue estando interesado en seguir el proceso de fusión, se procede a entrevistarse con los administradores de la empresa, solicitando permiso para examinar sus datos financieros no publicados. Es indispensable analizar la última auditoria practicada, los estados financieros pro forma para el año o años próximos, se pedirán referencias de crédito al banco, evaluación de cuentas por ingreso diferido y juicios pendientes.

Negociación.

Las negociaciones frente a frente se pueden llevar a cabo en cualquier sitio, pero la característica que las distingue casi siempre es el tiempo que requieren, debido al tipo de fusión de que se trate.

La fusión puede ocurrir en forma amistosa u hostil, es típico que tras la identificación de la empresa por adquirir, el adquirente inicie conversaciones con los administradores de ésta. Si la administración de la empresa por adquirir se

muestra receptiva a la propuesta del adquirente, es probable que apoye la fusión, la transacción se lleva a cabo por medio de la compra en efectivo de las acciones por parte del adquirente por acciones de la compañía por adquirir. A este tipo de transacciones se les conoce como fusión amistosa.

Si por lo contrario, la administración de la empresa por adquirir no apoya la fusión propuesta, podría oponerse a la decisión del adquirente, y éste a su vez oponerse al control de la empresa mediante la compra en el mercado de suficientes acciones de la empresa por adquirir. Esto ocurre a través de las ofertas legales, las cuales son ofertas formales para la compra de cierto número de acciones a precio especificado. A este tipo de transacción se le conoce como fusión hostil.

Este tipo de fusiones evidentemente son más difíciles de consumar, puesto que la administración de la empresa por adquirir actúa en contra y no a favor de la fusión.

Un punto sumamente importante en el proceso de negociación, es el precio, el cual se debe adoptar mediante una posición en la cual ya se hayan analizado los estados financieros, asimismo toda la información que se haya recopilado, lo cual proporciona las bases de la oferta inicial.

La forma de pago se puede realizar de forma efectiva, acciones, financiamiento, etc.

**ESTA TESIS NO SALE
DE LA BIBLIOTECA**

El procedimiento más frecuente es que una empresa compre en efectivo la mayoría de la otra, con un máximo que no afecte al número de accionista mínimo que ordena la ley, según la clase de sociedad de que se trate, para que posteriormente sea incorporada o absorbida en la fusión.

Otro procedimiento es ofrecer acciones de la compañía adquiriente como pago de las acciones que se quieren comprar, en una proporción que sea atractiva, de esta forma, los accionistas de la empresa que se absorberá se convertirán en acciones de la empresa adquiriente, con el atractivo de convertirse en los accionistas de una organización mayor y mas diversificada.

De esta manera, la empresa adquiriente incrementará sus recursos por aumento del capital social.

El siguiente procedimiento, consiste en recibir los activos a cambio de las acciones de la empresa sobreviviente, eliminando todos los pasivos contingentes que pudieran existir en un futuro, como juicios pendientes, declaración de impuestos, etc., de la empresa que se liquidará. Con esta alternativa se evitan los procedimientos legales para efectuar la fusión, dado que de hecho se efectúa una compra de activos y derechos.

Otra forma puede ser el recibir los activos como aportación en especie para incrementar el capital social, con lo cual la empresa que aportara en especie recibe las acciones, estas acciones se transfieren a los accionistas de la empresa mediante la liquidación de su haber social. Puesto que el precio no puede

determinarse con precisión matemática, normalmente queda fijado en función de las habilidades negociadoras de las partes, teniendo en cuenta factores externos, condiciones económicas del país y de los mercados de capitales.

Otro punto importante de la negociación, es el que se refiere a los términos de la fusión, donde el punto central es la razón de intercambio, o sea el número de acciones o la suma en efectivo que la empresa adquiriente entregará a cambio de las acciones de la empresa adquirida. Las situaciones básicas que determinan la razón de intercambio dependen de los valores relativos de mercado que tengan las empresas antes de iniciarse las negociaciones, aunque los valores relativos en libros, dividendos y las utilidades intervienen también. La negociación basada en los valores de mercado relativos deberá permitir que los accionistas de la empresa adquirida queden exactamente con un patrimonio o valor de mercado en acciones de la empresa adquiriente igual al que tenía en la empresa adquirida.

Los negociadores tienen que ponerse de acuerdo en otros puntos además de la razón de intercambio, por ejemplo, si la administración de la empresa adquirida va a continuar a cargo de la empresa después de fusionarse.

Una vez superado esto y ver que ambas empresas están dispuestas a hacer la negociación, se procede a la redacción y firma del contrato correspondiente, el cual puede ser de forma única o bien mediante acuerdos sucesivos, que pueden ser: compromiso de compra o carta de intenciones.

La carta de intenciones es un convenio preliminar sometido a nuevas negociaciones, auditorias y aprobaciones, antes de proceder a la firma del convenio de fusión formal.

Esta carta de intenciones funciona como una carta de confidencialidad, pues hace que ambas partes se sientan comprometidas en dar a conocer información privilegiada.

La carta de intenciones tiene 3 funciones importantes:

- 1). Sintetiza y clasifica lo que ya se ha acordado.
- 2). Este acuerdo está detallado para que los abogados y expertos fiscales trabajen en el acuerdo final.
- 3). Prohíbe a los vendedores a negociar otros posibles acuerdos.

La carta de intenciones se dirige a la compañía objetivo, firmada por la empresa compradora.

Adquisición e Integración.

Después de la aprobación y formalización del convenio, los empresarios tienen que dirigirse a la adquisición física, empezando con ciertos aspectos mecánicos de la fusión, por ejemplo: notificar al registro público, registrar las nuevas acciones en la bolsa de valores, registrar el intercambio de las autoridades

correspondientes, consolidar las nóminas de sueldos y otras fusiones. En caso de que la empresa tenga que obtener un préstamo para financiar la adquisición o financiar la estructura de capital, es indispensable hacer los contactos correspondientes con banqueros, acreedores y analistas de valores a fin de familiarizarlos con el nuevo perfil que ha tomado la empresa.

En el momento de la integración, se llega al acuerdo definitivo, el cual es un contrato legal que define los detalles de la transacción como:

- Importe total de la operación y la forma de pago.
- Efectos de la fusión, ya sean legales, si la compañía se disuelve o se crea una nueva, la estructura del Consejo de Administración, etc.
- Confidencialidad.
- Garantías por parte del vendedor (que no existan deudas fiscales, cumplimiento de la normatividad legal, existencia de deudas no reflejadas en los estados financieros).
- Condiciones para la realización de la fusión.
- Sucesos para la suspensión de la fusión (especificar los supuestos bajo los que la transacción no se llevará a cabo).
- Acuerdos sobre los puestos de trabajo, etc.

Proyecto de Fusión.

El proyecto de fusión habrá de ser redactado por los administradores de las empresas que se unen y contendrá lo siguiente:

1. La denominación y domicilio de las sociedades que participan en la fusión y de la nueva sociedad o empresa.
2. El paquete accionario, que se determinará sobre la base del valor real del patrimonio social, y de la compensación complementaria en dinero.
3. el procedimiento por el cual serán canjeados las acciones de las empresas que hayan de extinguirse, la fecha a partir de la cual las nuevas acciones darán derecho a participar en las ganancias y peculiaridades relativas a este derecho.
4. La fecha a partir de la cual las operaciones de las empresa que se extingan habrán de considerarse realizadas a efectos contables por la empresa a la que traspasan su patrimonio.
5. Las ventajas de cualquier clase que vayan a atribuirse en la empresa nueva o en la absorbente a los expertos independientes que informen el proyecto de fusión y a los administradores de las empresas que se fusionen.

3.11 El Problema de Valoración de empresas.

La valoración de la empresa y de sus acciones es un proceso fundamental en toda operación de adquisición o fusión, esta valoración depende del tipo de empresa que va a ser fusionada y de la proporción del capital de la misma que se desea comprar. Para ello se necesita determinar aspectos claves del negocio que se va a fusionar o adquirir, así como el tamaño del paquete accionario.

Cuando las empresas se fusionan independientemente de su forma, existe un problema de valuación ya que, existen diferencias entre las cifras de los libros de contabilidad, que por lo general están basadas en cifras históricas, y no en su valor real o en su valor de mercado.

Si la fusión se hace por intercambio de acciones, se requiere determinar el valor relativo de cada una de las acciones de las empresas que se fusionen, con relación a las acciones de la nueva identidad o de la superviviente.

Si la fusión se hace mediante la compra de acciones o del activo de la entidad se requiere determinar su valor actual en dinero. En la negociaciones, la valuación es un asunto calve de las partes que intervienen en ellas y deben considerarse con algún detalle el problema de la valuación que el negocio enmarca, en el que obviamente se incluyen intangibles (concesiones, marcas, buena localización), esto implica la problemática de valuación.

Es importante tomar en consideración la capacidad potencial para producir utilidades y cuales serán los ingresos futuros de los accionistas, esto se valora, más que los bienes físicos por si mismos.

Usualmente se emplean diferentes métodos o combinaciones para determinar el precio de un negocio, tomando en cuenta la finalidad de la valuación particular, la cual influirá grandemente el precio final.

Cualquiera de los métodos de valoración que se utilicen a las empresas que van a participar en la operación de fusión, podrán ser validos o no, en la fusión todos los valores de las empresas han de ser aprobados por los accionistas de las sociedades que se fusionan y ello coloca como objetivo importante las ganancias por acción y el valor de los títulos conseguidos inmediatamente antes de la integración y los que se podrán alcanzar, después de dicha fusión, por lo que es obligado la definición de un área donde se fijen los valores mínimos y máximos que los accionistas de las distintas sociedades estarían dispuestos a aceptar para aprobar la fusión.

Este proceso se desemboca en el establecimiento de una aceptable relación de negociación, cuya aspiración debe ser su total o al menos amplia aceptación.

Por ello, el objetivo de toda fusión deberá conseguir aumentar el calor de las acciones y su rentabilidad, por encima de la que se alcanzaría si no tuviese lugar la operación de combinación.

El proceso de valoración de empresas para fijar una razonable relación de intercambio, creemos deberá comenzar con determinar lo que valen antes de la fusión cada una de las empresas que participan en la operación, para estudiar seguidamente cual podrá ser el valor futuro de la empresa en función de los efectos de sinergia que podrían conseguirse.

Algunas empresas fijan un límite al número de ejercicios económicos en que puedan producirse efectos negativos, pues no siempre los aspectos positivos se alcanzan con rapidez (readaptación del personal, aplicación de distintas tecnologías, aprovechamiento de canales de distribución, etc.) y este límite sirve como restricción a la relación de intercambio.

Es importante en estas operaciones tomar en cuenta los beneficios esperados, puesto que los dividendos son una función de las ganancias.

Para la valoración de las empresas que van a ser fusionadas es conveniente disponer al menos de la siguiente información:

- ❖ El Estado de Situación Financiera, el Estado de Resultados, la memoria y el informe de gestión de los últimos ejercicios económicos, al menos tres, de las empresas que participan en la fusión, junto con los informes correspondientes de los auditores de cuentas.
- ❖ Información bursátil sobre los precios de compra y venta de las acciones en los últimos tres años, así como las cotizaciones de los títulos de empresas similares.

- ❖ Valor en libros de las acciones y su evolución.
- ❖ Valoraciones de cartera de valores, posibles créditos fallidos.
- ❖ Proyecciones financieras de acuerdo con la mejor información disponible.
- ❖ Reuniones con directivos de las empresas que se van a fusionar, así como con los auditores independientes para comentar las cuentas anuales, la evolución de los respectivos negocios y otras posibles perspectivas.
- ❖ Incidencia fiscal en la operación.
- ❖ Comparación de la información financiera con otras empresas del sector similar.
- ❖ Contar con otra información que pueda considerarse relevante.

A partir de la información antes señalada, se procede a la elección de los métodos de valoración que se pueden considerar los aptos, para definir un área de negociación de las partes integrantes, culminando el proceso con la fijación del precio, y por lo tanto la relación de intercambio entre las acciones de las sociedades que participan en la fusión.

3.12 Métodos de Valuación de Empresas.

El proceso de valuación de empresas ayudan a identificar las fuentes de creación y de destrucción de valor económico y constituye una forma de identificar fortalezas y debilidades desde el punto de vista estratégico.

Un aspecto importante dentro de la valuación de empresas, es que no se debe confundir el valor con el precio, ya que el precio es la cantidad a la que el vendedor o comprador acuerdan realizar una operación de compra-venta de una empresa y que no tiene por qué coincidir exactamente con el valor que ha determinado la valoración.

Los métodos de valoración se aplican desde una determinada perspectiva, que puede ser la del comprador o la del vendedor. De acuerdo con el punto de vista del comprador, se trata de determinar en cierta medida el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar por lo que le aportará a adquirir, desde el punto de vista del vendedor, se trata de saber cual será el valor mínimo al que debería aceptar la negociación.

Los métodos de valoración de empresas mas utilizados, se agrupan en:

- "Métodos basados en el valor patrimonial.
- Métodos basados en el beneficios y dividendos.
- Métodos basados en el fondo de comercio o goodwill.
- Métodos basados en el descuento de flujo de caja."³⁴

³⁴ Siu Villanueva, Carlos. " Valuación de Empresas: Proceso y Metodología". Instituto Mexicano de Contadores Publicaciones, Editorial Mexico, México 1999, pág. 89

3.12.1 Método basado en el valor patrimonial.

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio, proporcionando el valor desde una perspectiva estática que no tiene en cuenta la evolución futura de la empresa, entre ellos podemos mencionar:

Valor Contable o en Libros.

El valor contable, valor en libros o patrimonio neto de una empresa es la diferencia entre el activo total y el pasivo, es decir, el excedente del total de bienes y de derechos de la empresa sobre el total de sus deudas hacia terceros, es por tanto el valor de los fondos propios (capital) que figuran en el estado de situación financiera.

Este método se realiza con el estado de situación financiera, por lo tanto tiene muchas limitaciones, ya que ofrece exclusivamente el valor contable de la empresa en el momento de su realización, además las limitaciones que tiene el valor de la empresa conseguido en el estado de situación financiera, se debe en parte a los principios contables.

La mayor ventaja de este método es que la mayoría de las empresas disponen de la información necesaria para su aplicación y sirve de punto de partida para llegar

mediante los ajustes y estimaciones oportunos al valor justo de mercado o valor contable ajustado.

Valor Contable = Activo – Pasivo.

Valor Contable Ajustado.

Para obtener el valor contable ajustado, se realiza lo siguiente:

- Valor según libros de la empresa.
- Realiza los ajustes pertinentes en relación a la amortización de los equipos y plantas, revalorización de inmovilizados, eliminar activos intangibles que aparecen en libros y no tienen valor de realización.

Es un método especialmente útil para valorar firmas de reciente creación, entidades en las cuales resulta difícil estimar los beneficios futuros por dificultades de huelgas reiteradas, obsolescencia de productos.

Tiene el inconveniente de no considerar expectativas de beneficios, política futura de dividendos, ni esperanzas de crecimiento.

Valor de liquidación:

Es el valor de una empresa en el caso de que proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustando los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones de los empleados, gastos notariales, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación.

Este método tiene por objeto calcular el valor de liquidación de una firma o empresa, es decir, calcular la liquidez neta que se conseguiría si se realizaran todos los activos y si se pagaran todas las deudas. En otras palabras, el dinero que se obtendría por la entidad si esta dejará de existir.

La importancia de calcular el valor de liquidación de una empresa radica en el hecho de que normalmente es el valor de liquidación mínimo de enajenación.

Con frecuencia, el valor de liquidación es el valor mínimo que pueda alcanzar una empresa.

Si el valor de liquidación es mayor que el valor como empresa en funcionamiento, es mejor liquidar la empresa y financiar con la liquidez obtenida otra inversión.

3.12.2 Métodos basados en el beneficio o los dividendos.

Estos métodos contemplan la empresa desde un punto de vista dinámico, pues tienen en cuenta el futuro del negocio, tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de su rentabilidad futura.

Son métodos de capitalización de los beneficios futuros o de los dividendos, en esta categoría se incluye el método del PER (Ratio Precio Ganancia).

Beneficios Futuros.

La valoración de una empresa a través de la estimación de sus beneficios futuros constituye un procedimiento frecuentemente utilizado.

Es importante tener en cuenta que, el valor de una empresa está intensamente relacionado con su capacidad de generar beneficios.

El documento base de este método está constituido por las cuentas del estado de resultados, lo que primeramente obliga a investigar si las mismas están constituidas razonablemente, dependiendo del tipo de política que se utilice, es decir, puede ser una política agresiva o conservadora, la primera se refiere a que, si la política agresiva los beneficios presentarían mayores ganancias como consecuencia de la aceleración en el reconocimiento de los ingresos y diferencias en los gastos, por otro lado, si la política es conservadora, los beneficios serán

menores, al desembocar en el reconocimiento de los ingresos y una aceleración en la contabilización de los gastos.

Cualquier método que se aplique para valorar una empresa en función de los beneficios esperados, debe basarse solamente en los beneficios normales, no en las ganancias extraordinarias.

La actualización razonable de los beneficios futuros puede coincidir con el valor justo de mercado. Esta aproximación se basa en la teoría de que la inversión debe tener rentabilidad suficiente para recuperar la misma y compensar justamente al inversionista por el riesgo soportado.

La estimación de los rendimientos del porvenir dependerá:

- Propósito de la valoración.
- Validez, fiabilidad y razonabilidad de la información.
- Definición de un horizonte temporal adecuado.
- Capacidad de elección de un tipo adecuado de actualización o descuento.

Estimación de los beneficios futuros.

La estimación de la renta o beneficios futuros se puede hacer proyectando la cuenta de Estados de resultados, hacia los próximos ejercicios, es recomendable que el estado de resultados esté dividido en utilidad bruta, utilidad antes de

interese e impuestos, utilidad antes de impuestos, utilidad después de impuestos y dividendos.

Los ingresos pueden ser presupuestados en función de los siguientes factores:

- Análisis de la demanda.
- Evolución de los precios.
- Situación del mercado.
- Capacidad de producción.
- Estructura de las inversiones.
- Significación de la empresa en el sector al que pertenece.

Los gastos se podrían estimar clasificándolos en fijos y variables en función del pasado y de su tendencia, poniendo mayor importancia en aquellos que pueden tener mayor peso a corto, mediano y largo plazo, por ejemplo: amortizaciones, cargas financieras, personal, etc., así como también las nuevas inversiones o reinversiones necesarias a realizar en el futuro, por el hecho de ser objeto de investigación.

También se deberá tomar en cuenta:

- La evolución futura de la economía.
- La política fiscal, si continuará el déficit en los años próximos.

- La cotización de la moneda.
- La situación económica general del sector en que opere la empresa.
- Las circunstancias particulares de la empresa como: proyectos de nuevas inversiones, evolución de los clientes, situación financiera., etc.

En la proyección de los beneficios futuros, se debe considerar el estado en que se encuentre la empresa, es decir, si es una empresa recientemente constituida, si tiene pérdidas acumuladas, si los beneficios o utilidades son regulares o irregulares, la mayor o menor precisión de las estimaciones dependerá de la cantidad y calidad de las informaciones disponibles.

Como punto de partida, se debe estudiar la capacidad que tiene la empresa para generar utilidades durante un período de tiempo del que se pueda deducir la tendencia, en caso de no tener una determinada tendencia, se recurre a la ponderación.

La utilización de este método significa el pago hoy a cambio de un flujo de ganancias futuras. Cuanto mayor sea la corriente esperada de beneficios, mayor será su valor actual, y cuanto mayor sea el tipo de descuento, menor será su valor presente.

Los beneficios futuros se obtienen a partir de la siguiente formula:

$$PV = E / k$$

Donde:

PV = Valor actual de la empresa.

E = Corriente de ganancias netas futuras esperadas.

K = Tipos de descuento calculados para los años 1, 2, 3...

Para estimar las ganancias esperadas, tenemos la siguiente formula:

$$E_t = D_t + I_t$$

Donde:

E_t = Ganancias esperadas

D_t = Dividendos.

I_t = inversion.

Los beneficios se pueden calcular bajo distintas hipótesis:

a) Beneficios constantes.

$$PV = E \left[\frac{1}{(1+k)} + \frac{1}{(1+k)^2} + \frac{1}{(1+k)^3} + \dots \right]$$

b) Beneficios con crecimiento constante = gn .

$$PV = \frac{E_0}{k - gn}$$

K =debe mantenerse por encima de la tasa de crecimiento (gn), pues si se sitúa cerca de gn , tenderá a infinito y no tendría sentido.

Valor de los Dividendos.

Los dividendos son porciones de los beneficios que se entregan en efectivo al accionista y constituyen, en muchos casos, el único flujo de efectivo periódico que reciben.

Este método lleva a una valoración de la empresa en forma errónea, por lo tanto, si se utilizan los dividendos en forma consistente, se permite aproximar el valor de las acciones de la empresa.

En el caso de la tasa de descuento apropiada será la tasa de rentabilidad requerida por los accionista para la inversión en las acciones de la empresa valorada.

Este valor se puede expresar:

$$V = D / r$$

Siendo:

D = dividendo repartido por la empresa en el último año. La media del dividendo de los últimos años o lo que se espera que sea la media del dividendo en los años futuros. El dividendo es considerado como constante.

R = Una rentabilidad de referencia, que puede ser la rentabilidad media de las acciones del mismo sector, la rentabilidad media de acciones cotizadas en Bolsa, o una tasa de capitalización de dividendos.

En caso de que la empresa espere que el dividendo no crezca en el futuro, se sigue utilizando la misma formula, pero el valor de D, será el dividendo del último año.

Si por lo contrario, se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo constante, la formula es la siguiente:

$$V = \frac{D_0 (1 + g)}{r - g} = \frac{D_1}{r - g}$$

siendo:

D_0 y D_1 los dividendos del año que se toma como base y del próximo año, respectivamente.

En el caso de los dividendos esperados, la valoración de las participaciones accionarias se pueden obtener mediante las siguientes formula:

$$V_0 = \left[\frac{d_1}{(1+r)} + \frac{d_2}{(1+r)(1+r)} + \frac{d_3}{(1+r)(1+r)(1+r)} + \dots \right]$$

Donde:

V_0 = valor actual de las acciones.

R_1, R_2, R_3 = dividendos por acción esperados para los próximos años.

Si se considera que tanto los dividendos como la tasa de descuento son constantes, la formula es:

$$V_0 = \left[\frac{d_1}{(1+r)} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_3}{(1+r)^3} + \dots \right]$$

Ratio Precio – Ganancia (PER).

En la categoría de los beneficios futuros y dividendos, se incluye el método de ratio precio – ganancia (PER en ingles), e indica la relación existente entre el precio de mercado de una acción (P) y el beneficio por acción (BPA).

$$PER = P / BPA.$$

El PER es el resultado de dividir la cotización de la acción entre el beneficio por acción.

La cotización de la acción la facilita la Bolsa de valores, y el beneficio por acción se obtiene dividiendo el beneficio global entre el número de acciones.

El PER es la referencia dominante en los mercados bursátiles, e indica el número de veces que la Bolsa acepta pagar el beneficio de un título.

Ventajas del PER.

- Proporcionar una medida normalizada para poder comparar los precios de las acciones e indica lo que el mercado paga por cada peso de beneficio de una acción determinada.
- Para las acciones que no pagan dividendos, la valoración de las mismas a través del PER es más útil que si se realiza a través de los dividendos.
- Las estimaciones necesarias para calcular el PER suele ser mas fácil qu el modelo de dividendos.

Los efectos de una fusión sobre las utilidades por acción deben ser predecibles y evaluadas para determinar la desestabilidad de la combinación propuesta. Normalmente, el gerente financiero está buscando una reducción en la variabilidad de las utilidades por acción, y de algún tipo de incremento a largo plazo en las utilidades por acción, lo cual aumentará a su vez el valor de mercado de las acciones de la empresa.

El PER se puede obtener también por medio de la siguiente fórmula:

$$\text{PER} = \frac{1 - b}{k - g}$$

donde:

1-b = tasa de reparto.

K = tipo de descuento.

G = tasa de crecimiento futura.

Estas variables están relacionadas entre sí, lo que implica que si una variable varía, el cálculo también va a variar.

Cuando una empresa decide aumentar la tasa de reparto (1 - b), dispondrá de menos dinero para invertir, lo cual hará descender la tasa de crecimiento (g).

$$G = (b) (RF)$$

RF, se obtiene dividiendo el beneficio por acción entre el valor contable de la acción.

Cuando las empresas emplean financiación ajena, la rentabilidad financiera (RF) varía con el tiempo, por lo que la expresión solo es una aproximación a la tasa de crecimiento, por lo tanto si se sustituye g por su valor, se obtienen las siguientes ecuación:

$$PER = b / k - RF (B).$$

Cálculo del precio teórico a través del PER.

El PER indica las expectativas de crecimiento de los beneficios que los inversionistas creen que tiene una empresa determinada.

El valor intrínseco o teórico de la acción es igual al producto de multiplicar su beneficio medio (BPA) por el PER, como lo indica la siguiente ecuación:

$$Po = (BPA) (PER)$$

El PER debe ser calculado por el inversionista, mediante la experiencia que tenga sobre la empresa estudiada.

Cada inversionista asigna un PER diferente a cada empresa, mientras que el BPA es el mismo para todas, el valor técnico de la acción o de la empresa adquirir será distinto para cada uno de ellos. Esto implica que para unos inversionistas el precio de la acción estará sobrevaluada y para otros estará devaluada.

Los inversionistas no se guían por el precio que se publica (prensa financiera), ya que dicho precio indica que la acción esta bien valorada, ya que es un valor promedio del mercado y por lo tanto sí aceptaran este valor, no se producirían ni compras ni ventas de empresas.

El inversionista al ir haciendo sus cálculos sobre el precio de la acción, asigna un PER, al transcurrir el tiempo, el PER irá disminuyendo y el beneficio de la acción irá aumentando, manteniendo constante el precio teórico, ejemplo:

PER	BPA	Precio Teórico
10	100	1000
7.5	133	1000
5	200	1000
2.5	400	1000

Un PER alto significa que el mercado estima que la empresa tiene una gran expectativa de crecimiento de beneficios, por lo tanto, su precio de mercado será alto, de acuerdo con ($P_o = BPA \times PER$).

Por otro lado, desde el punto de vista de los inversionistas un PER alto, implica que el mercado ha descontado la expectativa de crecimiento de la empresa, lo cual hace que no existe ninguna ganancia en adquirir las acciones.

Un PER bajo indica que la empresa tiene un crecimiento lento, tendiendo a la estabilidad y, teniendo en cuenta que otra definición del PER indica que es el tiempo en el que se recuperará la inversión inicial (P_o) de mantenerse invariable el mismo nivel de beneficios.

Es un adquisición o fusión, el PER de la empresa a adquirir es denominado PER de salida, cuanto mayor sea el PER que un comprador esté dispuesto a pagar, mayor será su disposición de hacerse del control de la empresa.

El PER dentro del proceso de fusión o adquisición, radica en que al realizar una compra o permuta de acciones, una empresa puede aumentar su BPA al adquirir otra empresa con un PER mas bajo que el suyo, debido a que los beneficios de la empresa por adquirir están capitalizados a una tasa superior a la de la empresa adquiriente.

Al realizar una fusión los BPA pueden ser diluidos, debido a que el PER pagado por la empresa adquirida supere al PER adquiriente.

Por lo tanto, para que no exista la dilución de los BPA se deben igualar el PER de ambas empresas, pero esto puede también llevar a que la empresa compradora

pueda decidir en incurrir en una pequeña dilución inicial de su BPA si a cambio logra una sinergia positiva, que positiva, que posteriormente le permitirá incrementar su BPA.

La variación inicial del BPA después de una fusión, está en función de 2 factores:

- a) El diferencial entre los PER: cuanto mayor sea el PER de la adquirente con relación al de la adquirida, mayor será el incremento del BPA para la primera.
- b) El diferencial de los BPA: cuanto mayor sean los beneficios por acción de la compañía adquirida con relación a los de la adquirente, mayor será el aumento de los BPA de esta última.

Existen muchas limitaciones de este método, como por ejemplo: al momento de realizar los cálculos tanto el precio actual de mercado y de los BPA, se están mezclando dos variables calculadas en tiempo diferentes, es decir, el precio de mercado refleja las expectativas futuras, mientras que el BPA refleja resultados del pasado, por lo tanto el PER puede ser engañoso.

Es por esto que mejor se recurre al método de flujos de caja, utilizando información del último periodo del que existan datos (o por el flujo de caja estimado para años posteriores), este tema se aborda más adelante.

3.12.3 Métodos basados en el Fondo de Comercio o Goodwill.

Estos métodos parten de un punto de vista mixto, por un lado realizan una evaluación estática de los activos de la empresa y, por otro, le confieren cierta dinamicidad a dicha valoración, tratando de determinar el valor que generará la empresa en el futuro.

El fondo de comercio representa el valor de los elementos inmateriales de la empresa, y es por eso tanto un valor a añadir al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta.

El procedimiento para estimar el fondo de comercio o goodwill, podría ser:

- 1) Estimación del valor justo actual de todos los activos materiales e inmateriales identificables y deducir el pasivo exigible. La diferencia sería el valor justo actual de los activos netos identificables de la empresa.
- 2) Estimar la media anual de beneficios que la empresa espera obtener en años futuros, con sus actuales activos netos.
- 3) Elegir una tasa de rendimiento adecuada para estimar las ganancias anuales normales que la empresa podría generar con sus actuales activos netos identificables.

- 4) Estimar la posible superrentabilidad que se podría conseguir en el porvenir.
- 5) Actualizar los beneficios superiores anuales estimados, mediante la aplicación de una tasa o tasas adecuadas.

El valor actualizado de cualquier superrentabilidad anual constituirá el valor estimado el good will.

La fijación del valor justo actual de los activos netos identificables pasa por los ajustes e identificación de los activos que generan los beneficios con exclusión del fondo de comercio.

Los activos netos identificables menos los pasivos exigibles que se van a trasladar al comprador, estimados a su valor justo actual, nos da el valor justo actual de los activos netos, y constituyen la base para el cálculo del good will.

El exceso de beneficios puede definirse como la diferencia positiva esperada sobre las ganancias normales que proceden de los activos tangibles e intangibles identificables estimados a valores justos actuales.

El método de fondo de comercio o good will, se puede calcular con diferentes métodos como:

Valoración clásica.

Este método parte de la base de que el valor de una empresa es igual al valor de su activo neto más el fondo de comercio. A su vez el fondo de comercio se valora

como n veces el beneficio neto de la empresa, o como un determinado porcentaje de facturación.

La formula para representar este método es:

$$V = A + (n \times B)$$

O bien:

$$V = A + (z \times F)$$

Donde:

A = Valor del activo neto.

N = Coeficiente normalmente comprendido entre 1,3 y 5.

B = Beneficio neto.

Z = Porcentaje de la cifra de ventas.

F = Facturación.

La primera formula es la que más se utiliza, dependiendo del tipo de empresas, ya que la otra formula es para las empresas pequeñas.

La desventaja de este método, consiste en utilizar el flujo de caja en lugar del beneficio neto, el flujo de caja es el flujo de fondos generados por la empresa

durante un periodo de tiempo determinado, expresa la capacidad de autofinanciación de la empresa.

Método Indirecto.

La fórmula para hallar el valor de una empresa según este método es la siguiente:

$$V = \frac{A + B/i}{2}$$

Que también puede escribirse como la suma del activo neto más el fondo de comercio:

$$V = A + 1/2i (B - i A)$$

La tasa i que se utiliza suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija a largo plazo del país.

Es un método que pondera igual el valor activo neto y el valor de la rentabilidad. A través de la segunda expresión se puede ver que el valor de la empresa se obtiene actualizando el superbeneficio a una sola tasa doble a la de la supuesta colocación del activo neto.

Método Directo.

La formula de este método es la siguiente:

$$V = A + 1/ t_m (B - I A)$$

En este caso el valor del good will se obtiene actualizando para una duración infinita el valor del superbeneficio obtenido por la empresa. Este superbeneficio es la diferencia entre el beneficio neto y lo que se obtendría de la colocación, al tipo de interés i , de capitales iguales al valor del activo de la empresa.

La tasa t_m es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente que puede ser entre 1.25 y 1.5 para tener en cuenta el riesgo.

A este método se le denomina también el método de capitalización del superbeneficio para una duración infinita.

Método de compra de resultados anuales.

Para este método se utiliza la siguiente formula:

$$V = A + m (B - i A)$$

Aquí el valor del good will es igual a un cierto número de años de superbeneficio. El comprador está dispuesto a pagar al vendedor el valor del activo neto m años de superbeneficios.

El número de años (m) que se suele utilizar es entre 3 y 5 años, el tipo de interés (i) es el tipo de interés usual en el país. En general, es poco frecuente la utilización de este método para la valoración de empresas.

Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo.

Este método formula el valor de una empresa a través de la siguiente expresión:

$$V = A + 1/t(B - iV)$$

La tasa i es la tasa de una colocación alternativa sin riesgo, la tasa t es la tasa con riesgo que sirve para actualizar el beneficio, y es igual a la tasa i aumentada con un coeficiente de riesgo.

Según este método, el valor de una empresa es igual al activo neto aumentado con la actualización del superbeneficio.

3.12.4 Métodos basados en el Descuento de Flujo de Caja o de Fondos.

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de caja o de dinero, que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

La utilización del método de flujo de caja es el único método de valoración conceptualmente correcto.

Un aspecto que es de suma importancia es que el método de flujos de caja y el PER son los métodos utilizados para valorar una empresa que cotiza en Bolsa.

Para obtener una valoración de las empresas es a través de este método, ya que el valor de cualquier activo financiero (acciones) es igual a la suma de los valores actuales de los flujos de caja que promete generar.

El método de descuento de flujos de caja, parten de la siguiente formula:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

siendo:

CF_i = Flujo de fondos generados por la empresa en el periodo i .

V_n = Valor residual de la empresa en el año n .

K = Tasa de descuento o actualización apropiada para el riesgo.

En esta formula se supone una tasa constante para la totalidad de la vida de los activos que generan los flujos de caja.

En el caso de que la tasa sea de crecimiento constante (g), se utiliza la siguiente expresión:

$$V_n = \frac{CF_n + I}{k - g} = \frac{CF_n(1 + g)}{k - g}$$

Para valorar una empresa en su totalidad o para hallar el valor de mercado del capital es relevante considerar los siguientes flujos de caja:

- Flujos de caja libre.
- Flujos de caja disponibles para el accionista.

Flujo de caja Libre.

Es el flujo de caja total después de impuestos generado por una empresa, así como el flujo que le corresponde integramente a los accionistas si la empresa carece de deudas.

El exceso del flujo de caja puede ser requerido para financiar cualquier proyecto de inversión (fusión), que posea un valor actual neto positivo.

El flujo de caja libre se calcula a través de la diferencia entre el flujo de caja bruto y las nuevas inversiones en capital realizadas por la empresa.

Flujo de caja Bruto = Ingresos – costos = Beneficio antes de intereses e impuestos – Impuestos = Beneficios antes de intereses después de impuestos + amortizaciones y provisiones.

Como se puede ver, esto es igual al estado de resultados, el cual vamos a utilizar mas adelante.

Inversión Bruta = Aumento de capital circulante + Inversión en activo fijo + Inversión neta en otros activos.

El flujo de caja libre (FCL) debe ser igual a su flujo de caja financiero, esto es, los recursos generados por las operaciones de la empresa deben ser iguales a todos los pagos netos a acreedores y accionistas.

Si el FCL fuera negativo, coincidiría con todas las entradas de dinero procedentes de ambos.

Esta igualdad entre flujos financieros y operativos ayudan a asegurar que el calculo del FCI sea el correcto.

El desarrollo de una proyección futura de una caja libre implican 4 pasos fundamentales:

1. Definición de los componentes relevantes del flujo de caja libre.
2. Desarrollo de una perspectiva histórica de los resultados de las empresas en función de sus componentes claves (se utiliza el estado de resultados y el de situación financiera).
3. Desarrollo de supuestos de proyección para todos los elementos que componen el flujo de caja libre y el de los diversos escenarios esperados.
4. Cálculo y valoración del FCL resultante.

El cálculo del FCL está sometido a ajustes de que dependen de las circunstancias especiales de cada fusión, por ejemplo:

- Reducción de costos de la empresa objetivo de la adquisición o fusión.
- Reducción de costos laborales.
- Trabajos o servicios duplicados en ambas empresas.

En el caso de que una empresa está estimando su propio FCL puede considerar los dividendos que paga a sus propios accionistas, así, si hay un cierto nivel de dividendos que se consideran intocables, por lo tanto esto debe ser deducido del FCL, no se realiza en caso de que la política de dividendos sea flexible, en caso de que la empresa adquiriente sea la que realice la valoración y desea adquirir la

totalidad del capital, entonces la política de dividendos en esta última será dictada por el comprador.

La tasa de descuento aplicada al FCL debe reflejar el costo de oportunidad para todos los suministradores del capital ponderado para su contribución relativa al capital total de la empresa. A esto se le conoce como: Costo de capital promedio ponderado, este costo se puede calcular con la siguiente formula:

$$\text{CCPP} = \frac{D}{D + C} k_d (1 - t) + \frac{C}{D + C} k_e$$

Siendo :

D = valor de mercado de la deuda.

C = valor de mercado del capital (acciones).

Kd = costo de la deuda antes de impuestos.

T = tasa impositiva.

Ke = rentabilidad exigida al capital, que refleja el riesgo del negocio y el riesgo financiero.

El costo de oportunidad para cualquier inversionista iguala la tasa de rendimiento que él podría esperar recibir de otra inversión de riesgo similar.

Para calcular el costo de capital, es necesario averiguar el riesgo de la empresa objetivo de la fusión, puesto que el proceso de descuento nos proporciona un medio de incorporar el riesgo de la adquisición a través de la tasa de descuento.

“Cuanto mas riesgo lleva aparejada la adquisición de una empresa, mayor será la tasa de descuento apropiada para los flujos de caja de la misma, por lo tanto menor será su VAN (precio teórico) ”.

El costo de capital medio ponderado, se calcula por medio de la media ponderada del costo de las diferentes fuentes de financiación a las que ha acudido la empresa, dicha tasa actuará como tasa de descuento o valor temporal del dinero.

El costo de capital debe cumplir con los siguientes requisitos, para que pueda ser considerado en el procedimiento de valoración de la empresa:

- Ser media ponderada de los costos de todas las fuentes financieras de la empresa, debido a que el flujo de caja libre representa el dinero disponible para todas ellas.
- Ser calculada después de impuestos, lo mismo que FCL.
- Utilizar tasas nominales de rendimiento construidas a partir de las tasas reales y de la inflación esperada, porque el FCL está expresado en términos nominales.
- Deberá ser ajustado al riesgo sistemático de cada proveedor de fondos, puesto que él esperará un rendimiento apropiado al riesgo que corre.

- Estar sujeto a variaciones a través del periodo de previsión de los flujos de caja, debido a las alteraciones que puedan incurrir en la inflación, riesgo sistemático y estructura financiera.
- Las ponderaciones deberán calcularse con base en los valores de mercado de las diferentes fuentes financieras, puesto que solo el mercado refleja el valor económico de cada una de ellas y no la contabilidad de la empresa.

También se debe de tomar en cuenta en el FCL, el dinero que se recibirá y el que se pagará en cada uno de los periodos, es un enfoque basado en un presupuesto de tesorería.

Es importante destacar que en el caso de que la empresa no tuviera deuda en su estructura del capital, el flujo de caja libre sería idéntico al flujo de caja disponible para los accionistas, que es otra de las variantes de los flujos de caja que se utilizan para las valoraciones de empresas.

Flujo de caja disponible para el accionista.

Este flujo de caja disponible para el accionista se calcula restando al flujo de caja libre los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda, es decir, que es el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos

fijos y de haber abandonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda (en caso de que exista deuda). Lo anterior se representa así:

$$FCDA = FCL - (\text{intereses pagados} \times (1 - t)) - \text{pagos principal} + \text{Nueva Deuda}$$

Este flujo de fondos supone la existencia de una determinada estructura de financiación por período, por la cual se pagan todas las cargas que corresponden a las deudas existentes, se pagan los vencimientos de principal que correspondan y reciben los fondos provenientes de nueva deuda, quedando finalmente un remanente que es el dinero que queda disponible para los accionistas y que se destinará, según la política de distribución de la empresa, a dividendos, a recompra de acciones o a reinversión en los negocios de la empresa.

Al actualizar el flujo de caja disponible para los accionistas, en sí se están valorando las acciones de la empresa, por lo cual la tasa de descuento apropiada será la tasa de rentabilidad requerida por los accionistas.

Para encontrar el valor de la empresa en su conjunto (deuda + acciones), solo se suma el valor de mercado de la deuda existente.

El valor de mercado de las acciones de la empresa se obtiene descontando el flujo de caja disponible para el accionista a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas a la empresa (k_e). El valor del capital así calculado y sumado al valor

de mercado de la deuda permiten determinar el valor de la empresa en su conjunto.

La tasa de rentabilidad exigida por los accionistas puede estimarse a través del modelo de valoración de crecimiento constante de Gordon:

$$K_e = \frac{\text{Div}_1}{P_0} + g$$

Siendo:

Div1 = dividendos a percibir en el período siguiente.

P₀ = precio actual de la acción.

G = tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos.

Existen otros métodos que permiten el cálculo del flujo de caja, partiendo de la fórmula general:

a) Modelo con valor residual nulo.

El valor de la empresa se calcula suponiendo que el valor residual será nulo, utilizando la fórmula:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n}$$

b) Modelo de actualización del valor final.

Consiste en considerar solamente el valor final de la empresa en el año n y actualizarlo:

$$V = \frac{v_n}{(1+k)^n}$$

siendo:

a = coeficiente de capitalización utilizando en el cálculo habitual del valor de rentabilidad.

B_n = beneficio neto.

K = tasa de descuento.

c) Modelo de crecimiento constante y con perpetuidad.

Suponiendo que los flujos crecen a un ritmo constante g mayor que 0, y que tienen una duración indefinida, la fórmula es la siguiente:

$$V = \frac{CF_1}{k-g} = Cfo \frac{1+g}{k-g}$$

d) Modelo sin crecimiento y con perpetuidad.

En este modelo, al no haber crecimiento. Los flujos de caja son constantes para los distintos periodos, lo cual se expresa así:

$$V = \frac{CF}{k}$$

Las características más importantes de los métodos de valoración basados en el descuento de flujos de caja son:

- “Los métodos de descuento de flujos de caja utilizan el concepto de flujos de fondos o de caja ya sean libres o disponibles para el accionista y no el de dividendos como medida del flujo de caja.
- Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras que se vinculan con la generación de flujos de caja correspondientes a las operaciones de la empresa.
- Para descontar los flujos de caja, se determina un horizonte de ciertos años, generalmente entre 10 y 15, en el cual se realizan los pronósticos correspondientes con el fin de llegar al flujo de caja de cada periodo.

- En el método de descuento de flujo de caja, se determina un valor de continuidad o valor residual en el periodo t , que conceptualmente es el valor actual de dicho periodo.
- En la valoración basada en el descuento de flujos de caja, se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de caja.
- Todos los flujos de caja periódicos se descuentan a la tasa mencionada en el punto anterior, llegando así al valor actual de los flujos de caja futuros, que es el valor teórico de la empresa que se está valorando o el de sus acciones, según se haya utilizado el flujo de caja libre o el flujo de caja disponible para los accionistas a la hora de realizar el descuento.³⁵

³⁵ Siu Villanueva, Carlos. Op. Cit, Pág. 82

CAPITULO 4

LA FUSIÓN DE CITIGROUP Y
BANAMEX (Caso Práctico)

4 La fusión de Citigroup y Banamex (caso práctico).

4.1 Grupo Financiero Banamex.



4.1.1 Información General de Banamex.³⁶

Historia y Desarrollo de Banamex.

El Banco Nacional de México fue fundado en 1884, desde un principio se convirtió en una de las principales entidades financieras del país. A pesar de los vaivenes políticos y económicos de México durante principios del siglo XX, el banco continuó su crecimiento durante este periodo. En 1927 se expande internacionalmente al abrir su primera oficina en Nueva York.

En 1971 se funda la Casa de Bolsa Accival, misma que durante la década de los setentas y ochentas se consolidará como una de las principales casas de bolsa de país.

En 1980 Banamex adquiere el California Commerce Bank, posteriormente, en 1982, junto con el resto de la banca mexicana, Banamex pasa a estar bajo control del gobierno federal.

³⁶ Información tomada del Prospecto de Colocación que emite la BMV para el año 2000 y 2001.

Esta institución bancaria se mantiene como una entidad pública hasta 1991, año en que es adquirido por un grupo de inversionistas encabezados por Accival y se constituye el Grupo Financiero Banamex Accival.

En 1992 se crea Fomento Social Banamex con el fin de contribuir al bienestar de los sectores desprotegidos de la población mexicana.

A partir de 1995 se amplía el ámbito de negocios del grupo con la fundación de Avantel en asociación con MCI y el inicio de operaciones de Seguros Banamex. En este mismo año, se realiza una asociación estratégica con la compañía holandesa Aegon, quien adquiere el 48% de Seguros Banamex.

En 1996 comienza la construcción de la red de fibra óptica de Avantel y en 1997 dicha compañía comienza a ofrecer servicios al público. También en este mismo año se crea Inteligia en conjunción con Andersen Consulting, para ofrecer servicios de aplicación de tecnología.

En 1998 Banamex crea Bancanet, el primer sitio de la banca electrónica en México, y en 2000 pone en marcha los servicios de Accitrade, el primer sitio de corretaje electrónico en el país.

En 2001 se realiza la fusión de Banamex con Citigroup, lo cual vamos a detallar más adelante.

Actividad Principal.

Después de la crisis económica y financiera de México en 1994 –95, el sistema bancario entró en un proceso de consolidación. De los 18 bancos que fueron

privatizados a principios de la década de los noventa, solo tres continúan controlados por sus accionistas originales. Como resultado de esta acelerada apertura de la industria a la inversión extranjera, más del 50% de los activos del sector bancario se encuentran controlados por instituciones del exterior.

Por lo tanto Banamex se ha adaptado a estos cambios en su entorno competitivo, en los últimos 5 años, el grupo ha fortalecido su posición competitiva en su negocio básico de intermediación financiera:

- a) La base de depósitos, continúa con su crecimiento, lo cual ha permitido ganar participación en el mercado por tercer año consecutivo.
- b) En cartera vigente, es el principal banco excluyendo bonos del fobaproa, reflejándose en el fortalecimiento de su balance y su intensificada capacidad para generar nuevos negocios, dada su fuerte base de capital y sólida franquicia.
- c) Banamex se mantiene como uno de los líderes en el corretaje en el mercado de capitales en México, con una participación del 9%*.
- d) Se han creado nuevas subsidiarias como: las áreas de seguros, fondos de retiro, telecomunicaciones, comercio electrónico y servicios de tecnologías de información. Estos negocios complementan el amplio rango de servicios financieros ofrecidos tanto por Banamex como por Accival y permiten la venta cruzada de productos y servicios en el grupo.

*Medida de acuerdo al importe total manejado por las Casas de Bolsa en México.

- e) En el área de seguros encontramos Seguros Banamex Aegon, en afores a Afore Banamex Aegon, esto a permitido que en 2001 se estén creando seguros de automóvil y de salud, así como también se tiene el mayor número de afiliados en lo que se refiere a fondos de pensión.
- f) Avantel se ha convertido en uno de los más importantes proveedores de larga distancia telefónica en el país, considerada esta empresa como parte de Banamex.

Canales de distribución.

El grupo tienen una larga tradición de adaptación de nuevas tecnologías a sus negocios. Con el desarrollo de Internet, se ha creado una estrategia integral que incluye una amplia gama de áreas, entre las cuales destacan: el desarrollo de canales de distribución para productos y servicios financieros, la creación de empresas de comercio electrónico independientes que ofrecen soluciones negocio a negocio, y el uso de la transmisión de datos de Avantel y de sus capacidades como proveedor de servicios de internet para apoyar a las otras áreas.

Además cuenta con una extensa red de distribución de más de 1300 sucursales y 3000 cajeros automáticos ubicados en todo el país.

Productos y Servicios.

El portal de Banamex ofrece acceso rápido y seguro todos los servicios financieros, lo cual ha significado que mas del 65% de todas las transacciones con el público fueron llevadas a cabo por medios electrónicos (TPVs, cajeros automáticos, banca telefónica, electrónica y de internet).

Los principales servicios sen el portal son:

1. Bancanet (permite revisar los saldos de los clientes y estados de cuentas).
2. Banamex móvil (información de estados de cuentas a través de sus telefonos celulares y organizadores digitales)
3. Accinet (información sobre datos e índices de los mercados financieros mexicanos).
4. Accitrade (línea de corretaje electrónico de Accival, se tiene acceso a precios de mercado a tiempo real y levar a cabo operaciones en línea).
5. Klic Card (es una tarjeta de crédito virtual para compras en línea).



Legislación aplicable.

La actividad financiera del grupo, está de acuerdo a la regulación emitida por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para Banacci, Banamex y Accival, por la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas par Seguros Banamex Aegon, por la Comisión Nacional de Sistema de Ahorro para el Retiro para Afore Banamex Aegon y la Comisión Federal de Telecomunicaciones para Avantel.

Las empresas subsidiarias de Banacci en el extranjero (Estados Unidos y Argentina), están reguladas por las autoridades respectivas.

Recursos Humanos.

Banamex se ha comprometido a desarrollar y mantener uno de los cuerpos se personal mas altamente calificados en la industria de los servicios financieros.

Existen varios programas permanentes de desarrollo, ofreciendo oportunidades continuas de capacitación y entrenamiento, que incluyen la consecución de maestrías en el extranjero. Asimismo, Banamex fue uno de los primeros grupos financieros en ofrecer un plan de opciones de acciones a sus empleados, para que ellos también puedan gozar las recompensas de su propio compromiso con el Grupo.

A diciembre de 2000 Banamex contaba con 27,500 empleados, con una planta de eventuales de menos del 1%. El número de empleados sindicalizados fue de 8,800 personas.

Durante el tercer trimestre de 2000 Banamex concluyó su programa integral de reestructura operativa que dio inicio a principios del mismo, dicho programa se instrumentó reconociendo que Banamex había entrado en una etapa que se caracterizó por un entorno macroeconómico favorable, pero también por un mayor nivel de competencia entre las instituciones del sector.

Los dos ejes fundamentales de este programa, fueron:

- Realignar la estructura del Grupo Financiero hacia la originación y venta de nuevos productos y servicios bancarios y no bancarios.
- Continuar elevando los niveles de eficacia operativa, calidad de servicio y velocidad de respuesta a las crecientes necesidades de la clientela del grupo.

En este sentido se instrumentó un conjunto de medidas que incluyeron el fomento al uso de las avanzadas tecnologías de banca electrónica e internet, la creación de una plataforma de negocios de nueva economía, la revisión de objetivos de cada unidad organizacional, así como un programa global de revisión de procesos del grupo en general.

Para ello fue necesario llevar a cabo una reducción selectiva del personal de la institución en un orden de magnitud del 10% de la planta total de

aproximadamente 30 mil personas, el cual incluyó un programa de jubilaciones con condiciones laborales favorables.

Estructura Corporativa.

La principal subsidiaria del Grupo³⁷ es Banamex, institución que ofrece servicios de banca múltiple y es uno de los principales bancos del país.

Accival es la casa de bolsa del grupo, una de las principales compañías de corretaje del país, que ofrece además de servicios de banca de inversión y banca privada. El grupo posee el 100% de las acciones de Accival.

Seguros Banamex Aegon es la filial de seguros del Grupo Financiero, compañía líder en seguros de vida en bancaseguros y una de las principales compañías del ramo de pensiones en México. El Grupo Financiero posee el 52% de las acciones de Seguros Banamex Aegon; Aegon, compañía holandesa, posee el otro 48%.

Banamex cuenta además con una serie de subsidiarias:

California Comerse Bank, ofrece servicios de banca comercial en California, E. U., Banamex posee el 100% de las acciones de esta empresa.

³⁷ El grupo es considerado como Grupo Financiero Banamex Accival y este es dueño del 100% de Banamex, lo cual esta última se considera como una subsidiaria.

Avantel, ofrece servicios de telefonía e internet, Banamex es dueño del 55% de las acciones de la compañía, Worldcom, compañía norteamericana, posee el otro 45%.

Bansud, filial de banca comercial en Argentina. Banamex posee el 60% de las acciones de Bansud.

Afore Banamex Aegon, donde Banamex es dueño del 52% de las acciones de la empresa, y Aegon que es una compañía holandesa, posee el otro 48%.

Inteligia, ofrece servicios de manejo de nomina y otras aplicaciones tecnológicas, donde Banamex es dueño del 75% de las acciones y Accenture posee el otro 25%.

Artikos, entidad que ofrece servicios de comercio electrónico (B2B).

Consejo de Administración.

El Consejo de Administración de Banamex, se compone de 29 miembros, de los cuales 15 son propietarios y 14 suplentes, todos de los cuales son elegidos cada año en la asamblea anual de accionistas.

Del número total de miembros 8 son internos y ellos mismos o alguno de sus parientes directos han tenido en algún momento un puesto ejecutivo en Banamex o en alguna de sus subsidiarias.

Los miembros restantes son externos, y ni ellos ni ninguno de sus parientes directos han tenido un puesto ejecutivo en Banamex.

El actual Consejo de Administración se compone de los siguientes miembros:

Propietarios

Alfredo Harp Hélu *°	Roberto Hernández Ramírez **°
José Aguilera Medrano **°	María Asunción Aramburuzabala.
Emilio Azcárraga Jean.	Angel C´rodova Nieto.
Valentin Díez Morodo °	Eimer Franco Macias.
Claudio X. González Zabalegui.	Germán Larrea Mota Velasco.
Angel Lozada Moreno.	Esteban Malpica Fomperosa **°
Rómulo O´Farril Jr.	Lorenzo Zambrano Treviño °

Suplentes

Enrique Bremond Pellat.	Gilberto Borja Navarrete.
Fernando del Cojo Ramírez.	Antonio Cosío Ariño.
Ulrich Fiehn Buckenhofer*	Pablo Escandón Cusi.
Antonio Hemuda Debs.	Alfredo H. Harp *
Antonio Madero Bracho.	María de Lourdes Hernández de Bosoms*.
Juan G. Mijares Dávalos.	Manuel Medina Mora **°
Daniel Servitje Montull.	Bernardo Quintana Isaac.
Comisario Propietario.	Guillermo García Naranjo.
Juan G. Mijares Dávalos.	Secretario.
Comisario Suplente.	José Manuel rincón Gallardo.
Juan Carlos García Cuellar.	Prosecretario.

* Miembro Interno.

° Miembro de la Comisión ejecutiva.

En el Consejo de Administración, ningún miembro percibe compensación alguna por su participación en el Consejo , se reúnen al menos cuatro veces al año.

Estructura Accionaria.

De acuerdo al reporte presentado a la BMV el 29 de mayo de 2001, Banamex contaba con 3,944 inversionistas al 30 de abril de 2001. de un total de 4,709 millones de acciones, 2335 millones eran propiedad de 44 miembros del Consejo de Administración, del Director General y de funcionarios de Banacci, dentro de las dos jerarquías inmediatas a la del Director General, así como cónyuges, parientes por consanguinidad o afinidad en primer grado, o civil de las personas mencionadas. 33 millones de acciones eran propiedad de 69 miembros de los Consejos de Administración, Directos Generales y funcionarios de las sociedades subsidiarias, afiliadas o asociadas de la sociedad emisora dentro de las dos jerarquías inmediatas a la del Director General, así como cónyuges, etc.

El resto de las acciones, 2341 millones de acciones, se encuentran colocadas entre el gran público inversionista.

La estructura accionaria del Grupo se muestra a continuación:

	2000		1999	
	Serie O - I	Serie O	Serie L	Total
Circulación	4,709,000,000	1,402,440,468	168,124,978	1,570,56,446
Tesorería	322,732,825	74,559,532	422,675,022	497,234,554
Totales	5,031,732,825	1,477,000,000	590,800,000	2,067,800,000

Fuente: Prospecto de Colocación de la BMV 2000.

Banamex ha presentado los siguientes movimientos de canje en la Bolsa Mexicana de Valores:

Marzo de 1999: canje de acciones "A" y "B" por "O"; 1677 millones de acciones en circulación.

Noviembre de 1999, período de recompra de acciones para llegar a 1571 millones de acciones en circulación.

Octubre de 2000, canje de acciones "L" por "O" y split de 3 por 1 para 4712 millones de acciones en circulación.

Diciembre de 2000, recompra de acciones para llegar a 4711 millones de acciones en circulación.

Febrero de 2001, recompra de acciones para llegar a 4709 millones de acciones en circulación*.

* Es la cantidad de acciones que se pusieron en venta a través de la Bolsa Mexicana de Valores bajo la clave de pizarra "BANACCI O". las cuales fueron compradas por Citigroup.

Dividendos.

El compromiso de Banamex con sus accionistas se ha hecho evidente de diferentes maneras y se ha traducido en acciones específicas:

- Banamex fue el único grupo financiero que pudo superar la difícil segunda mitad de la década de los noventa únicamente a través de la generación interna de capital y sin dilución alguna para sus accionistas. De hecho, Banamex fue el único banco rentable durante cada año de la década pasada. Más aún, durante los últimos seis años y ha contribuido con más de la mitad de las utilidades de la industria bancaria.

- Durante el 2000, Banamex prepagó en efectivo el monto total en circulación de su deuda subordinada y convertible en acciones de Banacci, la cual fue emitida en 1996 como parte del programa de capitalización. Este pago anticipado fue llevado a cabo sin dilución alguna para los accionistas, eliminando así cualquier posible fuente de futura dilución.

- El 5 de octubre de 2000, la asamblea de accionistas del Grupo aprobó la conversión de todas las acciones en circulación de la serie "L" en acciones serie "O" en razón de uno a uno, concediendo así a todos los accionistas los mismos derechos de voto. Para aumentar la liquidez de las acciones, en la misma fecha se aprobó una participación accionaria ("split") en razón de 3 a 1 de las acciones serie "O". Tanto el intercambio de acciones como la participación se llevaron a cabo el 30 de octubre de 2000.

- En la asamblea general ordinaria de accionistas celebrada el 0 de febrero de 2001, se aprobó el pago de un dividendo en efectivo, a razón de \$0.72 (setenta y dos centavos) por cada acción en circulación, sobre la utilidad de \$ 8,808 millones de pesos del año 2000.

De esta manera, Banamex se convirtió en el primer grupo financiero en México que pagó un dividendo en efectivo después de haber cumplido con los requisitos de provisionamiento de la totalidad de las facilidades regulatorias, incluyendo el Fobaproa, y habiendo anticipado las reglas de capitalización que entran en vigor en el año 2003. esto representa también el primer pago de dividendos en efectivo realizado por Banamex en los 6 años.

4.1.2 Situación económica y financiera de Banamex antes de la fusión.

Durante el año 2000, el Grupo Financiero Banamex, se fortaleció y consolidó su posición competitiva, alcanzando sus principales objetivos de rentabilidad y crecimiento.

Es importante mencionar que durante este año, Banamex participó en la subasta por Grupo Financiero Serfin y efectuó una oferta no solicitada de fusión con Grupo Financiero Bancomer, la primera de su tipo en México, si bien estas iniciativas no resultaron en la integración de dichas instituciones, pero dieron a conocer la fortaleza del balance del Grupo, como la disciplina financiera con la que éste es

administrado. Estas iniciativas también pusieron de manifiesto que el Grupo podía alcanzar por sí solo oportunidades de desarrollo.

Durante el año 2000, Banamex se convirtió en la primera institución en México que anticipa el provisionamiento completo de todas las facilidades y contingencias regulatorias, incluyendo las obligaciones con el Fobaproa, asimismo, la cartera vencida del Banco se redujo en 66% en el año y la cobertura de reservas se ubicó por encima del 100%. En el caso de la subsidiaria en Argentina, Bansud, se instrumentó un programa especial de fortalecimiento ante las condiciones de su mercado debido a la situación económica y política que prevalece en Argentina.. En el caso de Banamex , tomándolo como una subsidiaria, se convirtió en el primer banco en México en

anticipar y sujetarse a las nuevas y más estrictas reglas de capitalización que entrarán en vigor en 2003.*

Banamex ha fortalecido su negocio básico de intermediación financiera y ha aumentado su ámbito de operación al entrar a nuevas industrias, es decir, ha establecido nuevas compañías de fondos de reeditor, seguros, telecomunicaciones, tecnologías de información y comercio electrónico, todo esto ha permitido a Banamex participar exitosamente en el dinámico entorno económico y consolidar su posición competitiva en México.

* A partir de 2003 entra en vigor el 100% de las nuevas reglas de la SHCP que exigen un índice de capitalización más transparente, en donde se dejan de considerar en el capital básico las obligaciones subordinadas, las inversiones, las inversiones de acciones de empresas no financieras y los impuestos diferidos y por otro lado, comienza la reducción de la garantía sobre los depósitos bancarios por parte del IPAB a un máximo de 10 millones de UDIs.

A través de su historia, Banamex ha sido constante, innovador y considera que tiene un gran compromiso con sus clientes, empleados y accionistas, dicho compromiso incluye un amplio rango de programas y actividades para promover causas culturales y sociales, y está apoyado en la trayectoria de creación de valor del Grupo. Esta creación de valor se refleja en el desempeño de la acción de Banacci, la cual ha sido la mejor alternativa de inversión en la Bolsa Mexicana de Valores en los últimos dos años.

El desempeño del Banamex, como es el caso para cualquier institución financiera, está sujeto a un conjunto de riesgos tanto externos (aquellos derivados del entorno económico y financiero) como internos (aquellos relacionados con la propia operación del Grupo y sus empresas filiales). En el caso de los riesgos externos se encuentran los riesgos relacionados con la economía mexicana, el comportamiento de los mercados financieros y particularmente, la evolución de las tasas de interés y de un mercado crecientemente competido, asimismo, el Grupo también está sujeto a la evolución de otras economías como es la de Estados Unidos y Argentina, ya que tiene algunas subsidiarias en estos países. El grupo también está sujeto a un riesgo regulatorio que puede incidir eventualmente en un mayor costo de operación para el Grupo o algunas de sus subsidiarias.

Por el lado interno, dada la importancia en el sistema de pagos de México, el Grupo enfrenta de manera permanente diferentes riesgos operativos u de mercado, si bien la cartera vencida de Banamex está completamente reservada, un incremento sustancial en las tasas de interés podría presionar la calidad de sus

activos y requerir mayores provisiones en el futuro. La exposición de riesgos de crédito procura limitarse a través de un sistema interno que abarca a cualquier instrumento de crédito otorgado por la institución. También los cambios bruscos en las principales variables financieras pueden resultar en pérdidas por valuación de las posiciones del Grupo o de sus subsidiarias, motivo por el cual el Grupo ha tomado una serie de medidas para monitorear de forma diaria todos los riesgos de mercado en forma consolidada, a través de cálculo del Valor en Riesgo (VAR), de las posiciones de las subsidiarias del Grupo, esto también implicó la creación de un Comité de Riesgo, el cual reporta directamente la situación del riesgo al Consejo de Administración.

Cabe resaltar que Banamex es una institución muy sólida, lo cual le ha permitido tener un lugar especial dentro del sistema financiero mexicano, ello se refleja en sus estados financieros y de resultados.

En lo que respecta a la utilidad neta consolidada de Banamex para el año 2000 de \$ 8,808 millones de pesos es 3% mayor que la registrada en el año anterior, lo que equivalen a \$1.87 por acción. La utilidad por operación (margen financiero mas comisiones por servicios menos provisiones y gastos de administración y promoción) continuo mejorando durante el 2000 y es de \$10,511 millones de pesos, estos reflejo un 32.03% mayor que en 1999.

Por el contrario , algunos conceptos no operativos que habían contribuido a la utilidad neta del Banco en el año anterior (ingresos por mercados y créditos fiscales diferidos) no fueron factores relevantes durante el 2000. de hecho, los

resultados del banco para el año se alcanzaron a pesar de las desfavorables condiciones de los mercados, dado que el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores cayó un 21% durante el año.

El comportamiento de la utilidad por operación se explica por los siguientes factores:

- Un margen financiero ajustado por riesgo de crédito de \$ 19,993 millones para el año 2000, estos resultados reflejan el beneficio de una mejor mezcla de fondeo y de una creciente cartera de crédito, así como una significativa reducción en provisiones, que resulta de los esfuerzos de fortalecimiento llevados a cabo por Banamex durante 1999 y 2000.
- Comisiones por servicios también crecieron en el 2000, debido a un mayor volumen de transacciones.
- Los gastos de administración y de promoción fueron de \$ 17,792 millones para el 2000, un aumento del 2.8% con respecto a los \$17,305 millones registrados durante 1999. El aumento de estos gastos se explica principalmente por mayores costos fiscales y regulatorios, por aproximadamente \$276 millones de gastos de liquidación llevados a cabo durante el año en relación con la reducción de 10% del personal y un cargo de \$100 millones relacionado con el pago anticipado en efectivo de la deuda subordinada convertible del Banco.

1. En relación con los gastos fiscales y regulatorios, esto experimentaron un aumento del 18% con respecto a 1999. durante el

2000, los impuestos diferentes al impuesto sobre la renta aumentaron en 16% debido a las nuevas regulaciones relacionadas con el IVA, mientras que las contribuciones al IPAB aumentaron 21% debido a la introducción de un nuevo esquema de primas en julio de 1999 y a una base de depósitos más grande.

2. en los gastos de liquidación y costos de reestructuración fueron aproximadamente \$ 276 millones de pesos, ya que en septiembre Banamex concluyó su programa de reestructuración comenzando en el tercer trimestre del 2000, enfocado al realineamiento de su estructura para concentrarse en la originación y en la venta de nuevos productos y servicios, así como en el mejoramiento de su eficiencia operativa, a fin de cumplir con estos objetivos, Banamex llevó a cabo una reducción selectiva de personal. Que resultó en la disminución de aproximadamente 3,200 empleados, para llegar a un total de 27, 630 al cierre del 2000.

A pesar del aumento en gastos de administración y promoción registrado durante el 2000, el índice de eficiencia del Banco se ubicó en 52% para el año, colocando así a Banamex como el banco más eficiente en México.

Banamex continúa siendo el banco del sistema financiero mexicano con la tasa más alta de recuperación en efectivo sobre la cartera Fobaproa. La tasa acumulada de recuperación en efectivo alcanzó el equivalente de 25% de su bono

Fobaproa bruto, mientras que su tasa total de recuperación, incluye recuperaciones en especie.

El hecho de que durante el año 2000 la cartera vencida del banco continuara reduciéndose también contribuyó a una mucho menor necesidad de provisionamiento. Esta reducción en la cartera vencida de Banamex combinada con un menor nivel de cartera vencida e importantes esfuerzos de provisionamientos llevados a cabo por otras subsidiarias contribuyeron a una cobertura consolidada de reservas para Banamex.

Estos resultados reflejan los esfuerzos de provisionamiento llevados a cabo por Banacci en 1999 y 2000, aunados al crecimiento registrado por los negocios del Grupo que generan comisiones, su eficiente operación, fuerte franquicia y sólida capitalización.

El capital contable, excluyendo interés minoritario, es de \$ 44,366 millones al cierre del año, equivalen a \$9.42 por acción esto representa 4% mayor que en 1999 en términos reales, a pesar de l importante fortalecimiento de balance llevado a cabo por el banco durante el año. Este fortalecimiento incluyó la limpieza total de las contingencias regulatorias y de Fobaproa en Banamex, así como los importantes esfuerzos de provisionamiento llevados a cabo en Bansud.

En el caso de las acciones, el 27 de octubre, todas las acciones de la serie "L" del Grupo, fueron convertidas en acciones serie "O", concediendo así a todos los accionistas los mismos derechos de voto. Inmediatamente después de la unificación de las dos series accionarias, se llevó a cabo una partición accionaria ("split") en razón de 3 a 1 en la resultante serie "O". En consecuencia, el número de acciones de Banacci serie "O" en circulación al cierre del 200 era de 4,709,000,000 acciones.

Es importante remarcar que las subsidiarias de Banamex, tienen gran participación para que el grupo en su conjunto haya logrado dicha solidez, así como también las mejoras continuas en los resultados operativos que cada una de las subsidiarias han puesto en práctica.

Por el lado de los mercados internacionales, Banamex continuó participando activamente en dichos mercados, colocando una serie de emisiones y elaborando programas de deuda estructurada enfocados a mejorar su estructura de fondeo en moneda extranjera, al mismo tiempo que a ampliar sus fuentes de fondeo en dólares. En particular, Banamex renovó su programa de papel comercial por US \$ 300 millones por octavo año consecutivo y llevó a cabo una titularización de transferencias electrónicas por US\$250 millones. Estas dos emisiones recibieron grado de inversión por parte de agencias calificadoras internacionales.

Asimismo, Banamex también instrumentó una línea de crédito de largo plazo con bancos asiáticos, tanto la titularización como la línea de crédito de largo plazo

fueron las primeras transacciones de su tipo en ser llevadas a cabo por un banco latinoamericano.

Los estados financieros y de resultados se muestran en el anexo para corroborar la situación financiera de Banamex de los años 1998, 1999 y 2000, los cuales sirven de partida para realizar nuestra evaluación de la fusión con Citigroup.

Los estados financieros consolidados están preparados, con fundamento en la legislación correspondiente, de acuerdo con los criterios de contabilidad para las Sociedades Controladoras de Grupos Financieros en México, establecidos por la Comisión Bancaria, quien tiene a su cargo la inspección y vigilancia de los grupos financieros y realiza la revisión de su información financiera.

Los criterios de contabilidad establecidos por la Comisión Bancaria siguen, en lo general, a los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en México (PCGA), emitidos por el Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A. C., e incluyen reglas particulares de registro, valuación presentación y revelación.

Los estados financieros de Banacci Consolidados, incluyen los activos, pasivos y resultados del Grupo y de aquellas subsidiarias en las actividades de banca e intermediación bursátil*

4.2 Grupo Financiero Citigroup.

4.2.1 Información General de Citigroup.³⁸



Historia y Desarrollo de Citigroup.

Citigroup es una sociedad controladora de instituciones financieras diversificadas, cuyas actividades, consisten en la prestación (por conducto de sus unidades de negocios) de una amplia gama de productos y servicios financieros a aproximadamente 120 millones de consumidores, empresas, gobiernos e instituciones en más de 100 países, entre los cuales se encuentran banca y crédito al consumo, banca corporativa y de inversión, seguros compra venta de valores y manejo de inversiones.

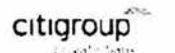
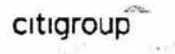
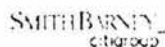
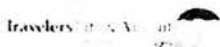
*Para la representación de los estados financieros del Banco, los activos y pasivos denominados en dólares fueron convertidos a pesos al tipo de cambio al 31 de diciembre de 2000 de \$9.610 por dólar, los activos y pasivos denominados en Udis se convirtieron a pesos al valor de la conversión del 31 de diciembre de 2000 de \$ 2.909 por Udi.

* No se incluye Seguros Banamex Aegon, debido a que la Comisión Bancaria requiere solamente la consolidación de estados financieros de subsidiarias financieras.

³⁸ Información tomada del Prospecto de Colocación que se emite por la BMV para el año 2000 y 2001

Citigroup cuenta con un conjunto de organizaciones de excelencia en sus capacidades individuales y en la forma en que expande y complementa cada uno de sus negocios. En conjunto, las organizaciones que forman parte de Citigroup ofrecen a sus clientes productos y servicios de calidad únicos en la industria de los servicios financieros, prestando sus servicios en más lugares y a través de más medios de acceso que cualquier otra organización financiera.

Algunas de sus marcas más importantes que se manejan bajo el nombre Citigroup, son:



- Citibank
- Citifinancial
- Primerica
- Salomón Smith Barney
- Travelers.

Con todos sus miembros unidos para proporcionar a sus clientes servicios y productos de excelencia, Citigroup está formando un modelo de industria para el futuro. Citigroup ha hecho un esfuerzo especial para ayudar al desarrollo de negocios que tradicionalmente no podrían tener acceso a grandes clientes corporativos.

Citigroup ha tomado el liderazgo en el desarrollo de comunidades y mercados emergentes alrededor del mundo y considera que trabajar para conservar y mejorar el medio ambiente es una buena práctica de negocios.

A través de sus unidades de negocios, Citigroup ofrece a personas, familias y pequeños negocios los productos y servicios que ellos requieren para satisfacer sus necesidades financieras.

Citigroup se constituyó como una sociedad de duración indefinida de conformidad con las leyes de sociedades del Estado de Delaware, Estados Unidos. Citicorp y Citibank, N. A. son subsidiarias indirectas 100% propiedad de Citigroup.

Actividad Principal.

Citigroup es una sociedad controladora diversificada cuyas actividades consisten en proporcionar una amplia gama de servicios financieros, las actividades de Citigroup se realizan a través de los siguientes segmentos de negocios:

- Global Consumer.
- Global Corporate.

- Global Investment and Private Banking.
- Investment Activities.
- Corporate/Other.
- Associates.

GLOBAL CONSUMER.

Este segmento proporciona una amplia gama de servicios bancarios, otorgamiento de créditos e inversiones, incluyendo la emisión de tarjetas de crédito y débito, así como productos personales en 51 países y territorios. También crea productos y plataformas para satisfacer las crecientes necesidades de la población de clase media del mundo.

La unidad de Citibanking Norteamérica proporciona servicios bancarios, de otorgamiento de créditos y de inversión a sus clientes a través de las 367 sucursales de Citibank, N. A. y de sistemas electrónicos de envío. Asimismo, a través de su unidad de banca hipotecaria, el segmento de Global Consumer origina y proporciona créditos hipotecarios y créditos estudiantiles a clientes ubicados en todo Estados Unidos.

La unidad internacional del segmento de Global Consumer, otorga los mismo servicios de Estados Unidos, en los mercados desarrollados de Europa Occidental y Japón, así como en los mercados emergentes de Asia, América Latina, Europa del Este y Central, Medio Oriente y África, a través de aproximadamente 1000 sucursales en 49 países y territorios. En estos mercados se tienen aproximadamente 12 millones de cuentas de tarjetas de crédito y débito.

GLOBAL CORPORATE.

Proporciona a empresas, gobiernos, instituciones e inversionistas en 100 países y territorios, productos y servicios financieros, incluyendo servicios de asesoría financiera, planeación financiera, intermediación de valores, servicios bancarios y financieros, así como productos de seguros comerciales.

GLOBAL INVESTMENT MANAGEMENT AND PRIVATE BANKING.

Está integrada por la unidad de Administración de Activos y la unidad de Banca Privada de Citigroup, las cuales ofrecen servicios de administración de activos a través de los centros de inversión ubicados alrededor del mundo, incluyendo sociedades de inversión, ya sean abiertas o cerradas, cuentas administradas, fideicomisos de inversión, rentas vitalicias, administración de fondos de pensiones y servicios de administración patrimonial a clientes institucionales, de alto poder adquisitivo y consumidores.

INVESTMENT ACTIVITIES.

Este segmento comprende principalmente sus operaciones en el área de capital de riesgo, la obtención de ganancias y pérdidas de inversión derivadas de ciertas inversiones corporativas y relacionadas con seguros y los resultados de ciertas inversiones en países que refinanciaron sus deuda al amparo del Plan Brady de 1989 u otros planes de naturaleza similar.

CORPORATE / OTHER.

El área de servicio incluye los resultados netos de tesorerías corporativas, gastos de personal y otros gastos corporativos, ciertas eliminaciones entre segmentos y el resto de las actividades de desarrollo relacionadas con internet que no están asignadas a los negocios individuales.

ASSOCIATES.

A través de sus subsidiarias proporciona servicios financieros, de arrendamiento, de seguros y otros servicios relacionados, tanto a individuos como a empresas en Estados Unidos y otros países. Este segmento está organizado en cinco principales unidades de negocio, consistentes en: tarjetas de crédito en E. U., unidad de servicios al consumo de E. U., unidad de capital inmobiliario en E. U., financiamiento comercial y financiamiento internacional.

Canales de Distribución.

Citigroup cuenta con un gran número de canales de distribución para la venta de los productos ofrecidos por sus distintas compañías. Dichos canales de distribución varían de los agentes de Travelers Property Casualty a las sucursales de Citibank, de los representantes de tarjetas de crédito a Citibank a los agentes de Primerica Financial Services, y de Salomón Smith Barney Financial Consultants (SSB FCs) a las sucursales de Citifinancial, todas estas unidades

comercializan de forma cruzada, ya sean rentas vitalicias, créditos de todos los tipos que maneja Citigroup, inversiones, arrendamiento comercial, etc.

Algo que diferencia a Citigroup de muchas instituciones financieras, es que el grupo considera que ninguna de sus actividades o las actividades de sus subsidiarias dependen de un solo cliente o grupo de clientes cuya pérdida pudiera tener efecto adverso significativo sobre el Grupo y sus resultados. Ningún cliente o grupo de clientes relacionados entre sí representan 10% o más de los ingresos consolidados del Grupo.

Click on the Map



On the ground in more than
100 countries and territories.

Legislación Aplicable.

Citigroup es una compañía controladora de empresas financieras en los términos establecidos por la U. S. Bank Holding Company Act de 1956 y registrada en, y sujeta a revisiones por, la Junta de la Reserva Federal (JRF).

Citigroup también controla (directa o indirectamente) bancos extranjeros, sucursales y agencias. En general las actividades que esta empresa realiza en el extranjero son reguladas por la JRF y la Contraloría, y también por las autoridades supervisoras de dichos países.

Las subsidiarias bancarias de Citigroup también están sujetas a los requerimientos y restricciones de las leyes federales, estatales e internacionales, incluyendo requerimientos para mantener reservas por depósitos, restricciones en tipo y monto de préstamos que pueden otorgar, así como tasas de interés, y limitaciones en el tipo de inversiones que pueden hacerse, así como el tipo de servicios que pueden prestar. Diversas leyes y reglamentos respecto a los consumidores también afectan las operaciones de las subsidiarias bancarias de Citigroup.

Conforme a la Ley Bliley* , las controladoras financieras están autorizadas para adquirir participaciones en sociedades que realicen actividades de naturaleza financiera, tanto en Estados Unidos como fuera de este país. Generalmente no se requiere autorización previa de la JRF para dichas adquisiciones, excepto por la adquisición de instituciones de depósito de Estados Unidos y bancos extranjeros.

En el caso de Citigroup, se considera como una controladora bancaria de Estados Unidos, lo cual indica que está sujeto a ciertas limitaciones y restricciones, puede con el previo consentimiento de la JRF, adquirir un banco que se encuentre fuera

*Ley que entró en vigor en sus aspectos significativos el 11 de marzo del 2000, donde se manifiesta que las sociedades deben estar bien capitalizadas y bien manejadas.

de un estado de Estados Unidos. Bancos existentes en estados que no prohíben fusionarse entre instituciones de distintos estados, pueden fusionarse con la aprobación de la agencia regulatoria bancaria federal que corresponda.

Conforme a la política de la JRF, una controladora bancaria debe actuar como fuente de fortaleza financiera para cada una de sus subsidiarias bancarias y proporcionar recursos de apoyo. Como resultado de dicha política, Citigroup puede ser requerido para que disponga recursos a sus subsidiarias bancarias en ciertas circunstancias. Sin embargo, en términos de la Ley Bliley, la JFR no está facultada para obligar a la controladora bancaria a retirar capital de sus valores regulados o subsidiarias aseguradas para ponerlos a disposición de sus subsidiarias bancarias.

Las ganancias de Citibank, N. A., sus subsidiarias y filiales pueden ser afectadas por las condiciones generales económicas y la conducta de las políticas monetarias y fiscales del gobierno de Estados Unidos, y de los gobiernos de otros países en donde operan.

La legislación se renueva de vez en cuando por el Congreso y puede introducir cambios a la reglamentación bancaria y al ambiente operativo de Citigroup y de sus subsidiarias bancarias en formas substanciales e impredecibles. En este caso Citigroup no puede determinar si dicha legislación será promulgada, y si lo es, los efectos que dicha promulgación e implementación tendrá, en las condiciones financieras o el resultado de las operaciones de Citigroup y sus subsidiarias.

En el caso de regulación de valores, algunas subsidiarias de Estados Unidos y de otros países están sujetos a diversas disposiciones legales en materia de valores y mercancías, así como requerimientos de adecuación de capital, promulgadas por las autoridades en materia regulatoria y bursátil de las jurisdicciones en las que operan.

Las subsidiarias casas de bolsa registradas de Citigroup están sujetas a la regla de capital neto, promulgada en términos de la Ley Bursátil. La regla de capital neto requiere que se mantenga un capital neto mínimo, según se encuentra definido en dicha regla, también esta regla limita la posibilidad a las casas de bolsa de transferir montos considerables de capital a sociedades que mantienen el control de las mismas y a otras filiales. También esta regla, podría limitar aquellas operaciones de Citigroup que requieran el uso intensivo de capital, tales como actividades de respaldo e intercambio, y el financiamiento de balances de cuentas de los clientes.

Algunas subsidiarias casas de bolsa de Citigroup están sujetas a la regulación de los países fuera de Estados Unidos en los que realizan operaciones. Dicha regulación incluye requerimientos de mantener niveles específicos de capital neto o su equivalente.

Recursos Humanos.

Al 31 de diciembre de 2000, el Grupo tenía aproximadamente 138,000 empleados de tiempo completo y 9,000 empleados de medio tiempo en los Estados Unidos, así como aproximadamente 95,000 empleados fuera de Estados Unidos.

Estructura Corporativa.

Citigroup, al ofrecer tantos productos y servicios en muchos países, cuenta con múltiples subsidiarias alrededor del mundo.

La estructura corporativa relevante corresponde a las actividades que Citigroup realiza a través de sus diversas subsidiarias en los segmentos de negocio: Global Consumer, Global Corporate, Global Investment and Private Banking, Investment Activities. Asimismo, el Grupo cuenta con un segmento de apoyo y servicios administrativos denominado Corporate/Other.

Consejo de Administración.

El Consejo de Administración de Citigroup, esta integrado de la siguiente manera:

Sanford Weill	Presidente del Consejo de Administración.
Michel Amstrong	Consejero Propietario
Alain J. P. Belda	Consejero Propietario
Kenneth T. Derr	Consejero Propietario
John M. Deutch	Consejero Propietario
Alfredo Harp Helú	Consejero Propietario
Roberto Hernández Ramírez	Consejero Propietario
Keith W. Hughes	Consejero Propietario
Ann Dibble Jordan	Consejero Propietario
Robert I. Lipp	Consejero Propietario
Reuben Mark	Consejero Propietario
Michael T. Masin	Consejero Propietario
Dudley C. Mecun	Consejero Propietario
Richard D. Parsons	Consejero Propietario
Andrall E. Pearson	Consejero Propietario
Franklin A. Thomas	Consejero Propietario
Robert E. Rubin	Consejero Propietario

Dividendos.

El decreto de dividendos por parte de Citigroup queda a discreción del Consejo de Administración del Grupo. De tal forma que es determinado por dicho consejo de administración tomando en consideración diversos factores, incluyendo, de manera enunciativa pero no limitativa, las utilidades y la situación financiera de Citigroup y sus subsidiarias.

En caso de que se decreta el pago de dividendos, los accionistas serán notificados mediante una publicación en medios de comunicación nacionales e internacionales. Para pagar dividendos a los tenedores de títulos valor físicos, Citigroup enviará directamente a los tenedores respectivos un cheque por el monto de los dividendos que le correspondan. El pago de dividendos a tenedores que sean titulares de acciones a través del sistema electrónico de pagos de valores de Estados Unidos, Citigroup distribuirá el pago de dividendos a DTC (Depository Trust Company), quien a su vez distribuye los pagos a los participantes de DTC que estén registrados en sus libros como tenedores de acciones de Citigroup. Posteriormente, los participantes en DTC transmitirán el pago de dividendos a sus propias cuentas como será el caso de Indeval, esto se llevará a cabo después de la fusión.

Conforme a la legislación de Delaware, Citigroup podrá decretar y pagar dividendos sobre las acciones de su capital en virtud, de:

- a) Superávits
- b) En caso de no haber superávits, serán decretados en virtud de la utilidad neta del ejercicio fiscal en la cual los dividendos serán decretados y del ejercicio fiscal previo.

En caso de que el capital de la sociedad, haya sido reducido por depreciación del valor de sus activos, por pérdidas o por cualquier otra razón, a una cantidad menor

que la suma del capital representado por acciones preferentes en circulación, entonces los directores de la sociedad no podrán decretar y pagar dividendos derivados de la cuenta de utilidad netas sobre acciones de su capital social, hasta que el monto de capital representado por acciones preferentes en circulación, haya sido restituido.

Por otro lado, bajo la ley federal bancaria de Estados Unidos, la JRF tiene facultades, después de notificar y haber otorgado derecho de audiencia, para prohibir o restringir el pago de dividendos por parte de una sociedad controladora bancaria, si la JRF determina que dicho pago constituirá una práctica bancaria riesgosa o inconveniente.

En caso de liquidación, disolución o escisión de Citigroup, los derechos de los accionistas a recibir cualquier distribución de activos o ganancias estarán sujetos a las reclamaciones de los acreedores.

4.2.2 Situación económica y financiera de Citigroup.

Citigroup y sus unidades de negocios se enfrentan a una fuerte competencia en todas sus áreas de operación, tanto por parte de instituciones bancarias y no bancarias que ofrecen servicios financieros, como de parte de entidades gubernamentales en algunas actividades.

La industria de servicios financieros y negocios relacionados presenta un entorno altamente competitivo y se espera que así permanezca. En relación con los principales competidores del Grupo son otros bancos comerciales, bancos de inversión, compañías de seguros, arrendadoras financieras, agencias hipotecarias, agencias y firmas de corretaje de valores, así como firmas de asesoría financiera y patrimonial, entre otras. La competencia se presenta con base en un gran número de factores, entre los cuales destacan la ejecución de transacciones, innovación y precio de productos y calidad de servicios. En virtud de que las operaciones del Grupo cuentan con un carácter global y están fragmentadas en distintas áreas de negocios, es muy difícil determinar su participación de mercado a nivel general. Sin embargo, nos damos cuenta que Citigroup, ha ido incrementando su capital contable, lo cual quiere decir que ha podido solventar sus deudas, dicho capital al año 2000, se registra con un total de 66,206 millones de dólares, lo cual representa un 13.58% mayor que lo registrado al año anterior, también ha tenido un total de ingresos por 111,826 millones de dólares, lo que respecta sus gastos para el 2000, se tiene que fueron 38,559 millones de dólares.

En el 2000 Citigroup registró una utilidad neta de 13,519 millones de dólares, lo cual aumento un 20.24% respecto a los 11,243 millones de dólares en 1999 de utilidad neta, su utilidad por acción ha sido en el 2000 de \$ 2.69 y en 1999 de \$ 2.19.³⁹

³⁹ Prospecto de Colocación. Op. cit. Pág. 145

Para tener más clara la situación financiera de Citigroup, a continuación se dan a conocer sus estados de situación financiera y de resultados de los años 2000, 1999 y 1998, respectivamente.

4.3 Factores claves de Citigroup para efectuar la fusión con Banamex.

Citigroup decidió realizar la oferta de acciones en este momento debido a que:

- "Citigroup es una empresa de servicios financieros. Sus actividades en mercados emergentes constituyen una parte importante de su estrategia global debido a las importantes oportunidades de crecimiento que existen para las empresas en dichos mercados. La estrategia de crecimiento de Citigroup en los mercados emergentes incluye la adquisición de instituciones líderes del mercado tales como Banamex , en mercados prioritarios tales como México.
- México y Estados Unidos mantienen estrechos lazos económicos y políticos, y en los últimos años los dos países han experimentado una integración cada vez mayor en términos del flujo de bienes, servicios y capital. Citigroup considera que actualmente los servicios financieros no tienen suficiente penetración en México, especialmente tomando en consideración la convergencia entre México y Estados Unidos, lo que ofrece una gran oportunidad de crecimiento.

- Citigroup tiene una gran confianza y respeto por los equipos ejecutivos de Banamex y Banacci, ya que considera que han logrado obtener rentabilidad en forma consistente durante los últimos diez años, aún durante períodos de volatilidad en la economía mexicana, reduciendo al mismo tiempo sus gastos e incrementando sustancialmente el tamaño de su red de sucursales y su volumen diario de operaciones. La capacidad de este equipo de ejecutivos también facilitará los esfuerzos de Citigroup para integrar ambas compañías.
- Citigroup considera que las marcas de Banacci se encuentran dentro de las marcas de servicios financieros líderes en México, y que la operación propuesta representa para Citigroup una oportunidad para apoyar dichas marcas entre la creciente comunidad hispana – particularmente la comunidad México-Americana – en estados Unidos, y entre clientes mexicanos en todo el mundo.
- Citigroup espera que esta operación dará como resultado un incremento en sus utilidades por acción. Asumiendo que el 100% de las acciones de Banamex se adquieran como parte de la oferta. Citigroup espera que sus ingresos por acción se incrementaran en US \$0.05 dólares por acción en 2002. Este análisis con respecto a los posibles incrementos está respaldado por la convicción de las administración de Banamex en el sentido de que su marca le ayudará a duplicar su utilidad neta a lo largo de los próximos 5 años.⁴⁰

⁴⁰ Ibid. pág. 150

Al tomar su decisión de llevar a cabo esta operación, también se toma en consideración diversos factores de riesgo, incluyendo los siguientes:

- El riesgo representado por México como país, incluyendo los riesgos relativos al capital, la volatilidad de la moneda, las tasas de interés, la deuda nacional y otros aspectos de carácter fiscal.
- Las diferencias entre los PCGA de Estados Unidos y los PCGA de México.
- El riesgo de concentración de la cartera de crédito en grandes empresas y entidades gubernamentales mexicanas.
- Las diferencias entre las políticas y procedimientos en materia de cumplimiento de la ley en México, y las políticas y procedimientos aplicables en Estados Unidos.
- La capacidad de Citigroup para negociar contratos con los socios de Banamex en coinversiones y asociaciones.
- La posible desviación de la atención de la administración de Banamex de sus operaciones diarias en tanto se implementa la integración de Banamex con Citigroup.

El objetivo de Citigroup a largo plazo consiste en integrar a Banamex, preservando al mismo tiempo la fortaleza y la identidad mexicana de Banamex o Banacci. Para lograr lo anterior, Citigroup tiene previsto que los equipos ejecutivos de Banamex y Banacci estarán integrados por miembros tanto del Citigroup como de Banacci,

encabezados por Manuel Medina Mora, Director General de Banacci, quien en la fecha de cierre de la oferta.

Citigroup prevé que la combinación de sus operaciones en México pondrá en relieve el nombre de Banamex , en conjunto con el nombre y marcas de Citigroup.

Citigroup tuvo que realizar una serie de revisiones en Banamex y sus activos, estructura corporativa, capitalización, estatutos sociales, operaciones, propiedades, políticas, administración y personal, a fin de determinar los cambios que en su caso deberá realizar después de la oferta para organizar e integrar de la mejor manera posible las actividades de Banamex y Citigroup, incluyendo la posible fusión de Banamex y GF Citibank y la implementación de otras posibles reestructuraciones corporativas en Banamex y sus subsidiarias, incluyendo escisiones, transmisiones dentro del mismo grupo y ventas.

Además Citigroup tiene planeado llevar a cabo otras fusiones u otras combinaciones de negocios que incluyan a Banamex, a sus subsidiarias y a otras subsidiarias de Citigroup.

4.4 Proceso de fusión de Banamex y Citigroup.

Conforme a los estatutos de Banamex,⁴¹ este grupo financiero puede realizar adquisiciones o ventas de acciones representativas del capital social de otras compañías por un importe superior al 20% del capital contable de Banamex, lo cual esta sujeto a la asamblea ordinaria de accionistas. La Ley de Sociedades Mercantiles y los estatutos de Banamex, establecen que la fusión esta sujeta a la asamblea extraordinaria de accionistas, en caso de que un accionista este en contra, tiene la libertad de separarse de dicho grupo financiero.

En el caso de Citigroup, las leyes de Delaware⁴² disponen que la fusión, consolidación, disolución o venta de la mayoría de las acciones requieran el voto favorable dela mayoría de las acciones con derecho a voto sobre dicho asunto. En el caso de las acciones de dicha sociedad, que se encuentre en circulación inmediatamente antes de la fecha en que empiecen los efectos de la fusión, se convierten dichas acciones en acciones en circulación, después de los efectos de la fusión, la acción se convierte en acciones de tesorería. No se requiere autorización de los accionistas en caso de llevar a cabo una fusión con una sola subsidiaria que sea 100% propiedad de dicha sociedad. También pueden los accionistas que se encuentren en contra de la fusión pueden separarse del grupo financiero.

⁴¹ Véase el anexo del Prospecto de Colocación de BMV en internet.

⁴² Véase el anexo del Prospecto de Colocación de BMV, en el apartado de Citigroup.

Como se dijo en el capítulo anterior, para iniciar el proceso de fusión entre empresas, no importando en sector al que pertenezcan, es indispensable que las negociaciones inicien con reuniones entre los consejos de administración, para que puedan informarse sobre los intereses de ambos respecto a las empresas que se quieren fusionar, basta recordar que la fusión constituye una operación usada para unificar inversiones y criterios comerciales de dos compañías de una misma rama o de objetivos compatibles.

En el caso de Citigroup y Banamex, ambos consejos de administración se estuvieron reuniendo y sostuvieron las posibles asociaciones entre Citigroup y Banamex, a la posible fusión de ambos grupos financieros.

Todo lo que se planteó en dichas reuniones tuvo que ser informado a los miembros de la administración de cada grupo, a partir de aquí se comenzó a evaluar de manera preliminar la posible fusión de los grupos financieros.

Se programó el proceso de auditoría y las discusiones en cuanto a la estructura, para que el 24 de abril de 2001, Banamex y Citigroup celebraran un convenio de confidencialidad.

El día 30 de abril, varios miembros de las administraciones se reunieron para iniciar las sesiones de auditoría, las cuales se prolongaron hasta el 4 de mayo de 2001. Durante este período se discutieron varias estructuras alternativas para la operación, aspectos contables, fiscales y legales de la misma.

El Consejo de Administración de Citigroup celebró una sesión especial para analizar la operación propuesta, durante dicha sesión el consejo de administración analizó los motivos estratégicos de la operación propuesta, los términos principales de la misma y los resultados de la auditoria practicada por Citigroup. Tras las deliberaciones necesarias, el consejo de administración aprobó por unanimidad de votos la oferta, el Contrato de la operación y los contratos relacionados con la misma.

Por su parte, Banamex también llevó a cabo una reunión especial para analizar la operación propuesta, los términos principales de la misma y los resultados de la auditoria practicada. Los asesores financieros de Banamex, presentaron un resumen de su análisis financiero de la oferta propuesta, también se manifestó que el precio total neto que se ofrecería a todos los tenedores de acciones de Banamex de conformidad en el contrato de la operación, sería justo desde el punto de vista financiero para dichos accionistas.

Tras las deliberaciones necesarias, el Consejo de Administración de Banamex, determinó por unanimidad de votos que la oferta era justa y en beneficio de los intereses de los accionistas de Banamex, se aprobó la oferta, el contrato de la operación y los demás contratos relacionados con la misma. Se emitió un comunicado de prensa conjunto anunciando la operación.

Por otro lado, Banamex no sólo realizó un análisis financiero, sino también analizó factores relevantes al tomar su decisión con respecto a la oferta y formular su recomendación a sus accionistas, por ejemplo:

- ✓ "Revisó que el precio total de la acción al 11 de mayo de 2001, reflejaba una prima de 38% para los tenedores de acciones de Banamex, en comparación con el precio de cierre de las acciones de Banamex a esa fecha.
- ✓ Revisó las ventajas estratégicas de la fusión de los dos grupos financieros, aspectos operativos de la transacción y los procesos legales.
- ✓ La situación actual de la economía mexicana y la posibilidad de obtener una prima similar a la ofrecida por Citigroup a los accionistas de Banamex en otras circunstancias.
- ✓ Las tendencias actuales hacia la consolidación y globalización de la industria de servicios financieros, sobre todo la industria bancaria mexicana, que acrecienta los riesgos competitivos a los que se enfrenta Banamex y que podrían afectar al valor de mercado de Banamex.
- ✓ La oportunidad de crear una institución financiera más fuerte del país.
- ✓ La situación actual del mercado financiero y los precios de mercado históricos de las acciones de Banamex.
- ✓ La situación actual del mercado financiero, los precios de mercado históricos de las acciones de Citigroup y los proyectos de esta institución.

- ✓ Los términos y las condiciones del Contrato de Operación y la probabilidad de que el cierre de la oferta se lleve a cabo, dadas las experiencias, el prestigio y los recursos financieros de Citigroup.⁴³

Entre otros aspectos adversos para la fusión que Banamex tomó a consideración, son los siguientes:

1. los retos que representa la combinación de las actividades, los activos y el personal de las dos empresas, y el riesgo de que no se obtengan las eficiencias operativas o el crecimiento esperado.
2. el hecho de que la relación de intercambio no se ajustará aún cuando el valor de las acciones de Citigroup disminuya antes del cierre de la oferta.

El motivo de que Banamex tomará en consideración toda esta serie de factores, fue con el motivo de que quería tener un respaldo sobre la decisión que se iba a tomar, con el objetivo de que al final de las operaciones de la fusión, se obtendría una sinergia real de las empresas.

⁴³ Prospecto de Colocación. Ibid. pág. 158

La Oferta.

El desarrollo del proceso de fusión en el caso de Banamex y Citigroup, empieza con la oferta, en donde Citigroup, estuvo realizando una oferta simultánea de:

- a. "Compra de la totalidad de las acciones de Banamex que se encuentran en circulación, por un precio total de US \$ 12,500 millones de dólares en efectivo, equivalente a US \$2.6544 dólares por acción, y,
- b. Venta de 0.0269 de una acción de Citigroup por cada acción de Banamex que sea entregada válidamente por los accionistas de Banamex como resultado de la oferta, a un precio de US \$1.3272 dólares por cada 0.0269 de un acción de Citigroup (que equivale a US \$ 49.26 dólares por cada acción de Citigroup)".⁴⁴

La oferta inició el 6 de julio de 2001 y estuvo vigente hasta las 3:45 p. M., hora de la Ciudad de México (4:45 p. M. Hora de Nueva York) del 2 de agosto de 2001.

Todas las aceptaciones de la oferta fueron irrevocables a menos de que Citigroup hubiera dado por terminada la oferta. En el caso de que si Citigroup hubiera prorrogado el plazo de la oferta, por un período mayor a 20 días hábiles adicionales al plazo original de la misma, o que hubiera hecho cambios

⁴⁴ Ibid. pág. 158. La oferta de compra y venta simultánea constituyen una misma oferta y únicamente puede ser aceptada en su conjunto. Por lo tanto, la mitad del precio de compra de cada acción de Banamex adquirida como resultado de la oferta de compra, que es US \$ 1.3272 dólares, se destinará simultáneamente al pago de precio de compra de 0.0269 de una acción de Citigroup ofrecida como parte de la oferta de venta.

significativos de la oferta, los accionistas de Banamex tenían derecho de retirar las acciones de Banamex y Banacci que hayan entregado para participar en la oferta. La obligación que tuvo Citigroup de llevar a cabo la consumación de la oferta, estuvo sujeta a diversas condiciones, tales como:

1. Que se hayan entregado cuando menos el 57% de las acciones de Banamex que en ese momento se hayan encontrado en circulación, considerando cualquier compromiso previo de suscripción de acciones en el futuro.
2. Que el contrato de operación no se haya dado por terminado.
3. Que no hubieran existido prohibiciones legales para el cierre de la oferta.
4. Que se hayan obtenido todas las autorizaciones sustanciales, incluyendo todos los permisos y concesiones.
5. Que Banamex no haya sufrido algún cambio adverso significativo y que hayan cumplido con todas las obligaciones derivadas del Contrato de Operación y otros contratos relativos al mismo.

La oferta fue autorizada por la CNBV y las acciones de Citigroup que estuvieron inscritas en el RNV de la CNBV y en la BMV, la consumación de la oferta estuvo sujeta a la condición de que se obtuvieran diversas autorizaciones nacionales y extranjeras en materia de competencia económica, bancaria, de valores y otras autorizaciones gubernamentales aplicables.

Un punto de suma importancia es que en términos contable y de presentación de la información financiera, la oferta se consideró como un Método de Compra*.

Como se consumó la oferta y todas las condiciones se cumplieron, el precio total se pagó en la fecha de liquidación. La porción en efectivo del precio total neto fue pagado en dólares.

Al momento de entregar las acciones de Banamex al agente de intercambio, dichas acciones se deben encontrar libres de cualquiera de los cargos, gravámenes, restricciones, demandas, intereses y cargas de toda índole, por motivo de que pasarán a manos de otro dueño.

Pago de las acciones.

En el caso del pago, sujeto a los términos y condiciones de la oferta, el agente de intercambio entregará en pago del precio total de las acciones de Banamex que hayan sido entregadas válidamente, serán aceptadas para su pago en la fecha de liquidación. Citigroup no pagaría ningún interés sobre el precio de compra de las acciones de Banamex, esto entendido que los fondos que hayan sido entregados a la institución financiera que se contrate para que sean convertidos a pesos, esto devengaría intereses en manos de dicha institución financiera. La aceptación de las acciones de Banamex entregadas fueron acreditadas por Citigroup mediante el envío de un aviso de aceptación al agente de intercambio.

* Para conocer dicho método, se puede consultar el punto 3.9 que se titula Contabilización de las fusiones.

El procedimiento que se llevó a cabo en el pago del precio total de las acciones de Banamex y que fueron entregadas válidamente, fue el siguiente:

- El precio en efectivo respectivo, incluyendo el importe que se pagó en porciones fraccionales de acciones de Citigroup, se realizó mediante una transferencia bancaria en fondos denominados en dólares, a la cuenta indicada en la Carta de Indeval por el participante de Indeval que entregó las acciones de Banamex con motivo de la oferta.
- El número respectivo total de acciones comunes de Citigroup, mediante un traspaso vía Indeval, a la cuenta del participante en Indeval que entregó dichas acciones de Banamex.
- Citigroup pagó en dólares al agente de intercambio la porción total en efectivo del precio de la oferta, con la condición de que la propiedad de las acciones de Banamex entregadas se transfieran al momento de ejecutarse el registro de la compraventa de las mismas en la BMV y por lo tanto, Citigroup quedó liberado de la obligación de pago de las mismas a partir de la entrega por parte del agente de intercambio de la porción total en efectivo del precio de la oferta a los participantes de Indeval. Sin embargo, los accionistas de Banamex podían pedir al participante de Indeval a través del cual ofreció sus acciones, para decirle al agente de intercambio para que la institución contratada por éste convierta a pesos los dólares que le corresponden.*

* Este cambio de pesos a dólares se encuentra estipulado en la carta de instrucciones, donde se incluye un apartado para que los accionistas instruyan a su participante de Indeval a elegir esta alternativa.

- En caso de que se requiera la conversión de dólares por pesos, esto se hace con base al tipo de cambio prevaleciente en el mercado en la fecha de conversión respectiva. Conforme al convenio de la operación, Citigroup y Banamex, convinieron en cooperar en un tipo de cambio favorable para la conversión de dólares a pesos, pero con la condición de que ninguna de las instituciones incluyendo las subsidiarias, estarían obligados a tomar algún riesgo cambiario al momento de la operación., en este caso el que asumió las variaciones en el tipo de cambio del dólar con respecto al peso, fue la institución contratada por el agente de intercambio que realizó el cambio de dólares a pesos.

Consecuencias Fiscales.

La autoridades en materia fiscal, consideraron que las acciones de Banamex estuvieron colocadas entre el gran público inversionista, siempre y cuando dichas acciones sigan estando entre los inversionistas y que la venta se haya llevado a cabo en la Bolsa Mexicana de Valores.

La ganancia que se derivó de la venta de acciones de Banamex como parte de la oferta estuvo exenta de impuestos para las personas físicas residentes en México y para todas las personas residentes en el extranjero, con la excepción de las ganancias de personas extranjeras que hayan sido atribuibles a una base fija o establecimiento permanente en México.

Todas las acciones de Citigroup que fueron entregadas con base en la oferta fueron transferidas al Indeval de tal forma que, como consecuencia, los tenedores mexicanos de acciones tuvieron acciones de Citigroup, adquiridas en la oferta, a través del Indeval.

Si un tenedor solicita una conversión de efectivo en dólares recibido como parte de la oferta a pesos, los intereses que en su caso se generen antes de que los pesos hayan sido distribuidos, estuvieron gravados para el tenedor. El tenedor mexicano, obtuvo una ganancia gravable (pérdida) como resultado de la conversión de dólares a pesos, como este es el caso de que el accionista residente en México solicitó al cambio de efectivo recibido como parte de la oferta a pesos, los intereses que se generen antes de que los pesos sean distribuidos, estuvieron gravados para el accionista residente en México, sin embargo la base del impuesto se limitó a porción real de los intereses devengados (interés nominal menos inflación), la ganancia o pérdida cambiaria se debe incluir en el ingreso gravable del accionista como un componente de cualquier ingreso obtenido.

En el caso de Estados Unidos, la venta de acciones de Banamex a cambio de efectivo y la compra simultánea de acciones de Citigroup, por parte de un tenedor estadounidense, constituyó una operación gravable para efectos del impuesto sobre la renta federal de E. U., ya que se obtuvo una ganancia o pérdida, esta sería reconocida por un tenedor de Estados Unidos que no tenga una residencia fiscal fuera de Estados Unidos, pero la ganancia se encuentra ubicada dentro de

este territorio, se considera en términos fiscales, una ganancia de capital, la cual tendría una base fiscal igual al valor justo de mercado de las acciones de Citigroup a la fecha de liquidación, y un nuevo plazo de tenencia que se inicia al día siguiente de la fecha de liquidación

Todo lo que se explico anteriormente, solo es a manera de comentario, ya que nuestro estudio, no es profundizar en lo fiscal. Sin embargo se hace mención sobre esto, ya que es importante para tener una idea general sobre los aspectos fiscales de una fusión, como se manejo en el capítulo anterior.

Terminación del Contrato de Operación.

Este contrato se puede dar por terminado en caso de que:

1. Se de un consentimiento mutuo por escrito de Banamex y Ciigroup.
2. en el supuesto de que la consumación no se lleve a cabo a mas tardar el 28 de febrero de 2002, es decir, que Banamex incumpla y Citigroup no ejercite su opción para adquirir las acciones de Banamex que son propiedad de los accionistas firmantes.
3. que el consejo de administración de Banamex no haya formulado o modificado en forma adversa su recomendación con respecto al contrato de operación o la oferta, cometiéndose una violación en el contrato de cualquier índole.

En el supuesto de que estos dos grupos financieros den por terminado el contrato de operación por cualquiera de los motivos anteriores, Banamex estará obligado a pagar a Citigroup una comisión de US \$ 300 millones de dólares.

Después de la fusión.

Como si se llevo a cabo la fusión de estos grandes grupos financieros, Banamex se convirtió en una afiliada controlada en términos de la legislación mexicana, los estatutos de Banamex se modificaron a efecto de reclasificar el capital social convirtiendo las acciones serie "O" en acciones serie "F", mismas que son propiedad de Citigroup, y en serie "B" que son propiedad de cualquier persona., la diferencia consiste en que el tenedor de las acciones serie "F" podrá designar la mitad mas uno de los consejeros y un consejero adicional por cada 10% de acciones de Banamex, los tenedores de las otras acciones podrán designar a los consejeros restantes.

Ahora Citigroup es propietario de las acciones representativas del capital social de Banamex, teniendo derecho a reformar los estatutos sociales de Banamex, son contar con el consentimiento de otro accionista. Dichas reformas se encuentran sujetas a la autorización de S.H.C.P.

En suma, podemos señalar que las economías globalizadas o en el desarrollo tecnológico, tiene la posibilidad de que una empresa pueda proporcionar una mayor gama de servicios y productos.

Por lo regular los beneficios de las empresas pueden ser incrementadas mediante una mejor dirección operativa o financiera, ya que para mantener la salud o entrar a la decadencia de las empresas.

Estas razones son las que permiten a los bancos mas grandes sortear favorablemente la incertidumbre y volatilidad que ha caracterizado a los mercados financieros en los últimos años.

CONCLUSIONES

Los procesos de globalización, liberalización financiera y las crisis bancarias, enmarcan el actual brote de FUSIONES entre grandes empresas para crear compañías que controlen amplios segmentos de mercado en el mundo entero, también, con el incremento de la dinámica competitiva, que se origina con la globalización, obliga a fusionarse hasta empresas rivales.

Como consecuencia de la consolidación de las distintas industrias de la economía mundial por las fusiones, en especial de la industria bancaria y de los servicios financieros, están surgiendo grandes conglomerados que no sólo cambian la estructura propia del mercado, sino también de su posicionamiento entre las demás competencia, el universo de servicios, la naturaleza de la intermediación financiera y se establece un nuevo orden financiero internacional.

Nos damos cuenta que las fusiones, son en estos momentos, la manera más viable de permanecer dentro de los mercados, no solamente en el ámbito nacional sino también internacional.

Al realizar dicho trabajo, llegamos a la conclusión de que Citigroup se interesa en Banamex, principalmente porque la estrategia principal de crecimiento de Citigroup en los mercados emergentes incluye la adquisición de instituciones líderes del mercado como es el caso de Banamex, considerando que este grupo financiero es de los más fuertes no solo en cuestión económica, sino

porque tiene una amplia gama de sucursales en todo el país, es un grupo sólido, y es de suma importancia decir que no se encontraba en quiebra, ya que a veces se tiene la idea de que una empresa se fusiona porque está en banca rota.

Desde mi punto de vista, considero que la fusión entre estos grupos financieros fue de las más importantes para el país, en el aspecto de inversión, lo cual lleva a pensar que México está en las mejores condiciones para atraer inversión, esto es a nivel general, pero también es importante ver las desventajas que conlleva esta fusión, por ejemplo, en cuestión de sueldos, el personal de Citigroup tiene sueldos más altos que el personal de Banamex, y sin embargo no se igualaron los sueldos, al contrario se paga el sueldo de Banamex, esto fue beneficioso para Citigroup, ya que la mano de obra de México es más barata que la de Estados Unidos, lo cual se reducen los costos para Citigroup.

Otra de las principales causas que llevaron a esta fusión, fue que se proporcionaran mejores servicios, mayor tecnología, un mejor servicio hacia los usuarios de servicios financieros, no lo dudo que se lograron, pero a lo que yo me he dado cuenta y a la conclusión que llego, es que Banamex, no se encontraba preparado para ser manejado por otra institución, no dudo que contaba con una buena condición, sin embargo considero que se precipitaron al realizar la fusión, el precio de las acciones fue el correcto, la forma en que se llevo a cabo la fusión la considero del todo viable, en sí la fusión trajo y puede seguir trayendo buenas utilidades, pero solo para los grandes inversionistas, todo a nivel macroeconómico, porque si aterrizamos a lo que es Banamex, a

los servicios que presta, le afecto demasiado, el servicio que ahora proporciona no es el mismo, redujo considerablemente su personal, incluso la contratación del mismo, se realiza pero es menor comparado a otros años, por lo tanto considero que la fusión ha sido dirigida por motivaciones económicas, es decir, incrementar el valor de los accionistas, y no necesariamente para mejorar el desempeño de la misma empresa, que en este caso es Banamex.

Cabe señalar que el actual proceso de fusiones no está del todo concluido, y que lo que en este trabajo se analizó es sólo una parte de la problemática, dejándose muchas interrogantes de lado para ser retomadas en una investigación futura.

ANEXO

Faltan páginas

N° 184



CITIGROUP INC. Y SUBSIDIARIAS.
Estados Consolidados de Situación Financiera
Años terminados al 31 de diciembre de 2000 y 1999
(millones de dólares americanos, excepto montos por acción).

Activo:	2000	1999
Efectivo y Bancos (otros depósitos).	\$14.621	\$15.978
Depósitos bancarios con intereses	16.164	12.266
Fondos federales y valores tomados en préstamo.	105.877	112.655
Cuentas de corretaje por cobrar	25.696	22.219
Activos de las cuentas de negociación	132.513	107.061
Inversiones	12.122	116.052
Cartera de préstamos, netos de intereses devengados no cobrados		
Consumo	228.879	194.569
Comercial	138.143	120.332
Préstamos, netos de intereses por devengar	367.022	314.901
Reserva para riesgos crediticios	-8.961	-8.853
Total de préstamos netos	358.061	306.048
Reaseguro por recuperar	10.541	9.705
Cuentas separadas y variables	24.947	23.118
Otros activos	93.668	70.482
Total del Activo	\$902.210	\$795.584
Pasivo:		
Depósitos sin intereses en EUA	\$21.694	\$ 19.506
Depósitos con intereses en EUA	58.913	49.052
Depósitos sin interés en el extranjero	13.811	12.021
Depósitos con intereses en el extranjero	206.168	180.994
Total de depósitos	300.586	261.573
Fondos federales y valores prestados en reporte	110.625	92.591
Cuentas de corretaje por pagar	15.882	13.438
Pasivos de las cuentas de negociación	85.107	90.500
Fondos de titulares de contratos y ctas. Separadas	44.884	41.335
Pólizas de seguros y reservas para reclamaciones	44.666	43.842
Banca de inversión y préstamos de corretaje	18.227	13.719
Préstamos recibidos a corto plazo	51.675	44.339
Deuda a largo plazo.	111.778	88.481
Otros pasivos	47.654	42.556
Valores de redención obligatoria de fideicomisos de subsidiarias:		
Citigroup	2300.000	2300
Subsidiaria	2620	2620
Capital Contable:		
Acciones preferenciales	1.745	1.895
Acciones comunes	54	54
Prima por emisión de acciones	16.504	15.307
Utilidades retenidas	58.862	47.997
Acciones en tesorería	-10.213	-7.662
Otros cambios acumulados en el patrimonio	123	1.155
Compensaciones por devengar	-869	-456
Total del capital contable	66.206	58290
Total del pasivo y capital contable	\$ 902.210,00	\$ 795.584,00

Fuente: Prospecto de Colocación emitido por la BMV en el 2000. Internet.



CITIGROUP INC. Y SUBSIDIARIAS

Estados Consolidados de Resultados
Años terminados el 31 de diciembre de 2000, 1999 y 1998
(Millones de dólares americanos, excepto montos por acción)

	2000	1999	1998
Ingresos:			
Intereses sobre préstamos, incluyendo honorarios	\$ 37.377	\$ 33.018	\$ 31.144
Otros intereses y dividendos	\$ 27.562	\$ 21.971	\$ 23.392
Primas de seguros	\$ 12.429	\$ 11.504	\$ 10.324
Comisiones y honorarios	\$ 16.363	\$ 13.229	\$ 12.395
Operaciones de intermediación	\$ 5.981	\$ 5.160	\$ 1.780
Honorarios por administración de activos	\$ 5.338	\$ 4.164	\$ 2.292
Utilidades realizadas por venta de inversiones	\$ 806	\$ 541	\$ 841
Otros ingresos	\$ 5.970	\$ 4.809	\$ 3.757
Total de ingresos	\$ 111.826	\$ 94.396	\$ 85.925
Intereses pagados	\$ 36.638	\$ 28.674	\$ 30.692
Total de ingresos, neto de intereses pagados	\$ 75.188	\$ 65.722	\$ 55.233
Beneficios, siniestros y pérdidas sobre créditos:			
Beneficios y siniestros	\$ 10.147	\$ 9.120	\$ 8.527
Provisión para pérdidas sobre créditos	\$ 5.339	\$ 4.760	\$ 4.261
Total de beneficios, reclamaciones y pérdidas sobre créditos	\$ 15.486	\$ 13.880	\$ 12.788
Gastos de Operación:			
Compensaciones y beneficios no provenientes de seguros	\$ 18.633	\$ 16.169	\$ 14.615
Suscripción, adquisición y operación de seguros	\$ 3.643	\$ 3.765	\$ 3.372
Costos relacionados con reestructuraciones y fusiones	\$ 759	\$ (53)	\$ 795
Otros gastos operativos	\$ 15.524	\$ 13.810	\$ 12.578
Total de gastos operativos	\$ 38.559	\$ 33.691	\$ 31.360
Utilidad antes de ISR, interés minoritario y efectos acum.	\$ 21.143	\$ 18.151	\$ 11.085
Provisión para ISR	\$ 7.525	\$ 6.530	\$ 3.907
Interés minoritario, neto de ISR	\$ 99	\$ 251	\$ 228
Utilidad antes del efecto acumulado por cambios contables	\$ 13.519	\$ 11.370	\$ 6.950
Efecto acumulado de cambios contables		\$ (127)	
Utilidad Neta	\$ 13.519	\$ 11.243	\$ 6.950
Utilidad básica por acción:			
Utilidad antes del efecto acumulado de cambios contables	\$ 2.69	\$ 2.26	\$ 1.35
Efecto acumulado de cambios contables		\$ (0,03)	
	\$ 2.69	\$ 2,23	\$ 1,35
Promedio ponderado de acciones comunes en circulación.	\$ 4.977,0	\$ 4.979,2	\$ 4.995,1
Utilidades diluidas por acción			
Utilidades antes del efecto acumulado por cambios contables	\$ 2.62	\$ 2,19	\$ 1,31
Efecto acumulado por cambios contables		\$ (0,02)	
	\$ 2,62	\$ 2,17	\$ 1,31
Promedio ponderado ajustado de acciones comunes en circ.	\$ 5.122,2	\$ 5.127,8	\$ 5.143,7

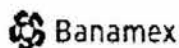
Fuente: Prospecto de Colocación emitido por la BMV en el 2000. Internet.

citigroup	CITIGROUP INC. Y SUBSIDIARIAS				
	años terminados el 31dic de			31 de marzo de *	
	2000	1999	1998	2001	2002
Intereses sobre préstamos, incluyendo honorarios	\$ 37377	\$ 33018	\$ 31114	\$ 10004	\$ 8449
Otros intereses y dividendos	27.562	21.971	23.392	7.169	5.994
Primas de seguros	12.429	11.504	10.324	3.361	2.994
Comisiones y honorarios	16.363	13.229	12.395	4.132	4.124
Operaciones de intermediación	5.981	5.160	1.780	2.325	1.723
Honorarios por administración de activos	5.338	4.164	2.292	1.389	1.284
Utilidades realizadas por venta de inversiones	806	541	841	451	-173
Otros ingresos	5.970	4.809	3.757	973	2.420
Total de Ingresos	11.826	94.396	85.925	29.804	26.815
Intereses pagados	36.638	28.674	30.692	9.523	7.685
Total de ingresos, netos de intereses pagados	75.188	65.722	55.233	20.281	19.130
Total de beneficios, reclamaciones y pérdidas sobre créditos	15.486	13.880	12.788	4.201	3.685
Compensaciones y beneficios no provenientes de seguros	18.633	16.169	14.615	5.329	4.587
Suscripción, adquisición y operación de seguros	3.643	3.765	3.372	999	918
Costos relacionados con reestructuraciones y fusiones	759	-53	795	132	20
Otros gastos operativos	15.524	13.810	12.578	4.041	3.842
Total de gastos operativos	38.559	33.691	31.360	10.501	9.367
Utilidad antes de ISR, interés minoritario y efecto acum. por cambios contables	21.143	18.085	11.085	5.579	6.078
Provisión para ISR	7.525	6.530	3.907	1.990	2.167
Interés minoritario, neto de ISR	99	251	228	9	55
Utilidad antes del efecto acumulado por cambios cont.	13.519	11.370	6.950	3.580	3.856
Efecto acumulado de cambios contables		-127		-42	
Utilidad Neta	13.519	11.243	6.950	3.538	3.856
Utilidad Básica por Acción (Cifra en dólares americanos)	2.69	2.23	1.35	0.7	0.77
Promedio Ponderado de acciones comunes en circulación (millones)	4.977	4.979,2	4.995,1	4.984,7	4.975,5
Utilidad diluida por acción (cifra en dólares americanos)	2.62	2.17	1.31	0.69	0.75
Promedio Ponderado de acciones comunes en circulación (millones)	5.122,2	5.127,8	5.143,7	5.110,0	5.115,4

*Nota: Son periodos de tres meses terminados en el mes que se indica.

citigroup	CITIGROUP INC. Y SUBSIDIARIAS		
	Estados Consolidados de Situación Financiera		
	2000	1999	2001
Total Activo	\$ 902210	\$ 795584	\$ 944327
Total de Préstamos (neto)	358.061	306.048	357.320
Total de Depósitos	300.586	261.573	313.285
Total de Capital Contable	66.206	58.290	68.659

Fuente: Prospecto de Colocación emitido por la BMV en el 2000. Internet.



BANCO NACIONAL DE MEXICO, S. A.
Estados Consolidados de Cambios en la Situación Financiera
Años terminados el 31 de diciembre de 2000, 1999 y 1998
(Millones de pesos de poder adquisitivo constante al 31 de diciembre de 2000)

	2000	1999	1998
Actividades de operación:			
Utilidades antes de partidas extraordinarias e inter	6.939	8.500	4628
Partidas aplicadas a resultados que no requieren (generan) recursos:			
Estimación preventiva para riesgos crediticios	4.450	14.077	8339
Pérdida en compañías subsidiarias no consolidada	40	119	1660
Resultados por valuación a mercado	177	-3.166	3591
Impuestos diferidos	1.941	-382	-3998
Depreciación y amortización	1.179	1.016	1634
Otros Productos	-454	-4.424	
Amortización del crédito mercantil	36	35	105
Flujo de efectivo	14.408	15.775	15960

Fuente: Prospecto de Colocación emitido por la BMV en el 2000. Internet.

GOOD-WILL

Para el cálculo del good-will, se utiliza la fórmula del valor presente del interés compuesto, por lo tanto, se utiliza la siguiente fórmula con los siguientes datos:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_n}{(1+k)^n}$$

Siendo:

CF_{1,2,n} = Flujos de fondos generados por la empresa en el periodo i.

V_n = Valor residual de la empresa en el año n.

k = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos, en este caso es del 12% anual.

Los datos se toman del cuadro anterior, principalmente los flujos de efectivo de cada año para sustituirlos en la fórmula.

$$\frac{14408}{1,12} + \frac{15960}{1,331} = 37.431$$

Las tasas de descuento que se utilizan son del 12% anual, en nuestro segundo año se eleva dicho porcentaje como lo muestra la fórmula.

Después de haber sustituido nuestros valores, podemos obtener nuestro good - will.

Por lo tanto, el valor justo a pagar por Banamex es de 448,200.39 millones de pesos, debido a que al valor del activo neto en el mercado se le agregó el valor intangible del good-will.

BIBLIOGRAFÍA

1. González Arechiga, Bernardo y Navarrete, Rodolfo, "El Proceso de Globalización Financiera en México". Editorial BMV. México 1992. pág. 10.
2. Herman. Timothy, "Inversión en la Globalización", Editorial BMV, ITAM e IMEF, México 1998, pág. 6.
3. Lichtenszteijn, Samuel, "Una Aproximación Metodológica al Estudio de la Internacionalización Financiera en América Latina", Revista Economía: Teoría y Práctica No. 2, Primavera 1984, México, UAM.
4. Aspe, Pedro, "La Reforma Financiera de México", Revista Comercio Exterior, México Dic. 1994, pág. 145.
5. Montemayor Seguy, Rogelio, " Apertura Externa y Crisis Financiera", México Sep. 1995. pág. 660 – 665.
6. Correa, Eugenia, " Crisis y Desregulación Financiera", Editorial Siglo XXI, México 1998. pág. 82.
7. Peñalosa, Miguel, "La conformación de la Nueva Banca Editorial Mc Graw Hill, México 1995. pág. 160.
8. Garrido, Celso, "Liberalización de los Mercados Financieros", Copilado por José Luis Calva y Eugenia Correa. Juan Pablo Editores. México 1997. pág. 162.
9. Correa. Eugenia, "Reorganización de la Intermediación Financiera 1989-1993". Revista Comercio Exterior Vol. 4 No. 12. Bancomext. México Dic. 1994. pág. 166.
10. Ballarín, Eduardo. " Fusiones y Adquisiciones en las Empresas: Un Enfoque Integrador", Alianza Editorial, Madrid 1994. pág. 22 – 23

11. Mantilla Molina, Roberto, " Derecho Mercantil", Editorial Porrúa, S. A. México 1996. pág. 434.
12. E. Bolten, Steven. " Administración Financiera" . Editorial Limusa, México 1996. pág. 762.
13. Agenda Mercantil 2000. Compendio de Leyes Mercantiles y Disposiciones Conexas. Editores Fiscales ISER, Enero 2000. pág. 34 – 43.
14. Rivero, José, " Contabilidad de Sociedades: Problemática económico - Contable". Editorial Trivium, Madrid, España 1998. pág. 435.
15. Siu Villanueva, Carlos, " Valuación de Empresas: Proceso y Metodología", Instituto Mexicano de Contadores Públicos, Editorial México. México 1999. pág. 89.
16. www.bmv.com.mx/prospectodecolocación
17. www.banmex.com.mx
18. www.citigroup.com