

UNIVERSIDAD DE VALPARAISO
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas
Escuela de Auditoría

**"INTEGRACION DE SOCIEDADES: ANALISIS
ECONOMICO Y FINANCIERO"**

Memoria para optar al Título de
Contador Auditor
Licenciado en Auditoría

ALUMNO : Jorge Antonio Vidal Stuardo
PROFESOR GUIA : Ricardo P. Barril Villalobos
PROFESOR INFORMANTE : Miguel Ossandón López.

1999

UNIVERSIDAD DE VALPARAISO

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS

ESCUELA DE AUDITORIA

"INTEGRACION DE SOCIEDADES: ANALISIS ECONOMICO Y
FINANCIERO"

MEMORIA PARA OPTAR AL TITULO DE CONTADOR AUDITOR
LICENCIADO EN AUDITORIA

2000

ALUMNO: JORGE ANTONIO VIDAL STUARDO

PROFESOR GUIA: RICARDO P. BARRIL VILLALOBOS

PROFESOR INFORMANTE: MIGUEL OSSANDON LOPEZ

1999

Economía de la Empresa
Fusiones de Empresas
Empresas
Empresarios
Mercado Financiero
Sociedad de Responsabilidad Limitada
Finanzas
Competencia Económica
Inversiones

INDICE

INTRODUCCION

CAPITULO I:

"FORMACION DE LA SOCIEDAD ECONOMICA"

1.1 La Economía y el Sistema de Mercado	2
1.2 Influjo de la Tecnología Industrial	3
1.3 El Cambio en la Estructura de Mercado.....	5
1.4 Los Trust, la Fusión de Empresas y el Desarrollo.....	6
1.5 Surgimiento de la Legislación Anti-Trust	8
1.6 Las Grandes Empresas en la Actualidad	10
1.7 Los Conglomerados y el Mercado	12
1.8 Contribución al Desarrollo Económico y Social	13

CAPITULO II:

"CONCEPTO Y CARACTERISTICAS DE LAS ORGANIZACIONES EMPRESARIALES "

2.1 Concepto y Formación del Empresario	16
2.2 Formas de Organización Empresarial	18
a) Empresario Individual	19
b) Sociedades de Personas.....	21
c) Sociedades de Responsabilidad Limitada	22
d) Sociedades Anónimas	23

CAPITULO III:

"LOS MERCADOS FINANCIEROS"

3.1 Concepto y Evolución del Mercado	28
3.2 Clasificación de los Mercados	29
3.3 El Mercado de Valores	33
3.4 Regulación del Mercado de Valores	35
3.5 Corredores de Bolsa y Agentes de Valores	38
3.6 La Intermediación Financiera	41
3.7 Instituciones Financieras.....	49
3.8 Los Inversionistas Institucionales	55
a) Administradoras de Fondos de Pensiones.....	57
b) Compañías de Seguros	60
c) Administradoras de Fondos Mutuos	62
d) Fondos de Inversión	64
e) Fondos de Inversión de Capital Extranjero	66

CAPITULO IV:

"FORMAS DE INTEGRACION DE SOCIEDADES"

4.2 Fundamentos para la Integración	69
4.2 Integración Horizontal y Vertical	72
4.3 Cárteles de Empresas	78
4.4 Alianzas Estratégicas	80
4.5 Holding.....	82
4.6 Empresas Multinacionales	83
4.7 Las Leyes Antimonopolio	85

CAPITULO V:

"FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS"

5.1 Antecedentes generales sobre Fusiones y Adquisiciones	90
5.2 Razones Económicas para realizar Fusiones y Adquisiciones	91
5.3 Formas de Realizar la Adquisición	95
5.4 Identificación de la Empresa Objetivo	97
5.5 Valoración de Empresas	101
5.6 Fusiones y Adquisiciones Negociadas	104
5.7 Adquisiciones Hostiles	106
5.8 Adquisición Apalancada	107

CAPITULO VI:

"CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES"

6.1 Resumen Final	110
6.2 Conclusiones	113
6.3 Recomendaciones	114

<i>BIBLIOGRAFIA</i>	115
----------------------------------	-----

INTRODUCCION

La reorganización de sociedades constituye en la actualidad un tema recurrente puesto que en un mundo globalizado como el actual, los cambios en las estructuras, sistemas y modelos económicos se producen cada vez con mayor frecuencia, tratando de adecuarse a las nuevas condiciones del mercado.

Las sociedades, como agentes económicos de gran peso en su accionar y entes fundamentales en la asignación eficiente de los recursos, han debido de buscar las estrategias más adecuadas para subsistir en economías altamente competitivas. Dentro de estas estrategias, la modificación de su estructura, ya sea a través de una fusión, una división o una absorción, aparece como una actividad generalizada dentro del mundo empresarial de hoy. Por otro lado, la necesidad de subsistencia las lleva a adquirir otras empresas dentro de su misma industria o fuera de ella, con el fin de no sólo mantenerse en el tiempo sino que además lograr un posicionamiento tal que las deje en una situación más ventajosa.

Este ámbito de estudio que podría asimilarse tal vez a un profesional Ingeniero Comercial, no es ajeno a un Contador Auditor, por cuanto los estudios de Economía, Finanzas y Contabilidad Superior lo capacita para desarrollar un análisis serio de un tema tan actual y significativo como el enunciado.

Nuestro país cada vez más se incorpora con mayor fuerza al concierto internacional y con ello, asimilar de manera rápida los diferentes escenarios en que se mueven las economías de los países más desarrollados, constituye una exigencia de primera prioridad, debiendo adoptar las medidas necesarias para integrarse de manera total a estas economías para aprovechar en beneficio propio las múltiples ventajas que reporta la internacionalización.

Así entonces, a medida que las economías van alcanzando formas más perfectas de integración a través de Tratados de Libre Comercio, Uniones Aduaneras, Mercados

Comunes hasta llegar a la Unión Económica, las sociedades económicas presentes en ellas van también alcanzando formas distintas a las iniciales, de tal manera de no quedarse atrás en este proceso de evolución.

Bajo este criterio, empresarios individuales van formando sociedades colectivas las que con el tiempo se convierten en sociedades anónimas cerradas que a su vez y fundamentalmente por la necesidad de aumento de capital, se abren a la cotización bursátil. Desde esa plataforma se encaraman hasta lo más alto de sus posibilidades formando grandes uniones empresariales bajo formas de conglomerados o holding de empresas.

En cada una de esas decisiones de transformación, existe un análisis estratégico realizado por los ejecutivos, de tal manera de llevar a la empresa a un sitio de mejor nivel que, financieramente hablando, se puede representar a través de los siguientes indicadores:

- a) Aumento en el tamaño de sus activos
- b) Aumento en la participación de mercado
- c) Aumento de su cotización bursátil

Como toda acción humana tiene una causa y un efecto, el presente estudio intentará precisar los motivos que impulsan a las sociedades a integrarse o modificarse, ya sea persistiendo o no su personalidad jurídica y su impacto en la economía nacional e internacional.

Bajo este marco general, la presente memoria se desarrolla bajo el título de "Integración de Sociedades: Análisis Económico y Financiero", constituyéndose en un complemento de la memoria titulada "Reorganización de Sociedades; implicancias

Legales, Tributarias y Contables" y desarrollada por el Sr. Carlos Vergara hace sólo tres años atrás.

Cabe destacar que existe un criterio básico por el cual una sociedad se transforma y corresponde a que el resultado de dicha transformación la deja en una posición de mayor valor. Esta afirmación que puede resultar obvia no resulta tan clara para las diferentes sociedades ya que, detrás de una decisión de cambio en su estructura legal y/o organizativa, se conjugan innumerables factores de todo tipo que no siempre logran compatibilizarse y armonizar convenientemente para producir el cambio inicialmente pensado.

Este cúmulo de factores de influencia puede agruparse en 3 grandes grupos:

- a) Factores internos que incluye a los sentimientos, valores, energías y dedicación de los altos directivos.
- b) Factores externos que se refieren al entorno en que trabaja la organización.
- c) Factores estratégicos que tienen que ver con el desarrollo futuro de la sociedad.

La presente memoria privilegia el estudio de los factores externos y estratégicos que afectan a las sociedades cuando deciden modificar su estructura, determinándose los siguientes objetivos a alcanzar:

- a) Establecer las razones que mueven a las empresas a integrarse bajo formas legales y/o organizativas diferentes a las iniciales.
- b) Caracterizar estas diversas formas, señalando además sus ventajas y desventajas.
- c) Exponer adecuadamente los efectos que provocan en la economía las diferentes formas de integración .

La metodología a utilizar es del tipo descriptivo-analítica por cuanto en los primeros capítulos se expone la evolución del mercado de capitales y las diferentes formas de organización empresarial, para apreciar el ámbito y las opciones en que pueden operar las sociedades económicas, profundizándose en los capítulos siguientes con un análisis de las razones de índole económico y financiero que llevan a estas sociedades a integrarse con otras para, en buenos términos, agregar valor a ellas.

Este aspecto metodológico involucra un esfuerzo importante de recopilación de literatura asociada a la reorganización de sociedades que, si bien existe, no está disponible como un todo, debiéndose analizar cada información por separado para escoger lo relevante que, en un segundo paso, se integre con el resto de información disponible para generar un cuerpo armónico, coherente y productivo.

La cita del aspecto normativo en el caso nacional se ha estimado necesario, por cuanto servirá de marco para ejemplificar adecuadamente los casos de integración de empresas producidos en el país durante los últimos años, que en la práctica son el resultado del impacto que ha tenido en la economía nacional, los fenómenos ocurridos en el ámbito económico internacional, sobretodo en el caso de las fusiones y adquisiciones de empresas.

La memoria consta de 6 capítulos los cuales, resumidamente exponen lo siguiente:

- a) El Capítulo I la forma como ha evolucionado la Sociedad Económica desde su aparición como ente social organizado dentro de la Revolución Industrial, hasta el logro de integraciones más perfectas y poderosas como lo son las compañías multinacionales y los conglomerados.
- b) El Capítulo II la formalización de una empresa legal desde su constitución hasta su operatoria en el sistema jurídico y financiero, dependiendo de la estructura adoptada, considerando que el formalizarse implica abrirse a nuevos mercados y además acceder a los distintos productos que ofrece el sistema financiero.

- c) El Capítulo III la forma como opera el Mercado de Capitales en Chile, describiendo inicialmente el Mercado de las Instituciones Financieras y posteriormente el Mercado de Valores, para introducirnos en los aparatos regulatorios de la oferta pública de valores, considerando que a él deben someterse las Sociedades Anónimas, principales organizaciones empresariales dentro de la Sociedad Económica.

- d) El Capítulo IV las distintas opciones de integración que tienen las sociedades en el mundo actual, considerando que al igual que los sistemas económicos, las sociedades buscan formas más perfectas de organización para alcanzar ventajas en cuanto a competitividad, crecimiento y productividad.

- e) El Capítulo V las fusiones y adquisiciones de empresas con mayor profundidad, considerando que dichos procesos son tan antiguos como las propias empresas y que dentro de este último tiempo se han convertido en un fenómeno que ha sobrepasado el marco estrictamente académico profesional para entrar de lleno en la vida cotidiana de las personas que viven en los países desarrollados y aquellos en vías de desarrollo como el nuestro.

- f) Por último, el Capítulo VI las conclusiones del estudio y las recomendaciones que el suscrito se permite establecer para contribuir no sólo a una mejor comprensión del tema, sino que además, a los futuros memoristas y personas del ámbito económico-financiero que deseen compartir la presente investigación.

CAPITULO I
FORMACION DE LA SOCIEDAD
ECONOMICA

CAPITULO I

FORMACION DE LA SOCIEDAD ECONOMICA

Dado que el objeto del presente estudio son las sociedades como unidades económicas, jurídicamente establecidas y de carácter empresarial, conviene precisar de antemano lo que se entiende por dicha acepción y la manera como éstas han ido conformándose a través del tiempo.

1.1.- La economía y el Sistema de Mercado:

Las sociedades forman parte de la economía como proceso que procura el bienestar material del hombre, el cual para subsistir, se organiza socialmente. Así, a través de la historia se puede observar como las instituciones creadas por el hombre y los problemas que éstas originan van siendo parte vital de un proceso progresivo de nuestra vida económica.

La sociedad contemporánea ha adoptado el modelo de mercado siguiendo los postulados de Adan Smith, donde el orden y eficiencia surgen de manera espontánea de una sociedad aparentemente incontrolada. No obstante, en sus inicios, la economía mía era más bien rudimentaria con predominancia de la actividad agrícola, formando básicamente economías rurales. A medida que éstas fueron desarrollándose hasta formar las primeras sociedades organizadas, comienzan a multiplicarse rápidamente las pruebas de comercio y de mercados, creándose entidades a la par de una expansión económica, de una producción en escala cada vez mayor y de una creciente productividad. Sin embargo, la evolución desarrollada durante la antigüedad y edad media distaba mucho del carácter y ritmo de la vida económica moderna.

El proceso de transformación real hacia una economía de mercado se produce recién cuando se desarrollan los siguientes factores:

a) Una nueva actitud hacia la actividad económica, donde los hombres apareciesen libres para procurarse ganancias en vez de predestinados a ciertas posiciones en la vida. De esta manera, la liberación del deseo de obtener ganancias económicas daría paso a una semejante competencia activa en la nueva relación contractual entre los hombres, definiéndose cada cual su posición en la vida por sí mismo.

b) La consumación de la monetización de la vida económica que permita a los hombres contar el dinero necesario para acceder al mercado, previa remuneración monetaria por su trabajo efectuado.

c) La regulación de la actividad económica a través del flujo de la oferta y la demanda como el gran mecanismo propulsor de la sociedad. Así, desde lo más alto hasta lo más bajo de ésta, una nueva orientación mercantil tomaría las riendas de las labores productivas y distributivas, de tal manera que el aprovisionamiento global, el abastecimiento constante y el progreso mismo de la sociedad, estarían así sujetos a la dirección que marque la demanda universal de trabajo y bienes.

Adan Smith sugirió en su libro "La riqueza de las naciones" un modelo de crecimiento de la economía basado en una sociedad de libre empresa, donde cada individuo tendiese a desarrollar su negocio de la mejor manera con el fin de que puedan incrementarse sus utilidades.

Este aumento en la productividad en el trabajo deriva de una división del trabajo más especializada y de inversiones en bienes de capital como un medio para obtener utilidades más elevadas.

1.2.- Influjos de la Tecnología Industrial:

Así, con el advenimiento de la Revolución Industrial, nace el empresario como un aventurero interesado en la expansión, crecimiento e inversión, identificado plenamente con el progreso tecnológico e inmerso dentro de una elevación en gran escala del nivel de

vida de las personas, como el mundo nunca había conocido hasta entonces.

En este medio ambiente económico aparece entonces el estrategia industrial capaz de concertar o romper alianzas y vigilar la logística de la operación integral.

De esta manera, los grandes empresarios se ocupaban cada vez más de la estrategia de las finanzas, de la competencia y de las ventas, antes que de las frías técnicas de la producción en sí.

Bajo los ímpetus conjuntos del empuje de osados empresarios y las tendencias de autosuficiencia de las economías de la producción en gran escala, empezaron a aparecer cambios dramáticos en muchos sectores de la economía a fines del siglo XIX. Un sistema originalmente caracterizado por un gran número de pequeñas empresas comenzó a dar lugar a un sistema en el cual la producción se concentraba cada vez más en manos de un número de empresas relativamente insignificante que eran muy grandes y poderosas.

Visto en su conjunto, el cambio es todavía más impresionante. A comienzos del siglo XIX, no había ninguna fábrica que controlase ni el 10% de la producción de una industria manufacturera. En 1904, 78 empresas controlaban más de la mitad de la producción de sus industrias respectivas, 57 controlaban el 60% o más y 28 lo hacían sobre el 80%. Este grado de concentración variaba de una industria a otra; desde algunas en las que no había ninguna concentración significativa, como por ejemplo el ramo de la imprenta y publicaciones, hasta la estructura de mercado altamente concentrado de algunas industrias como el cobre o el caucho. El cambio general era indudable. En 1896, con excepción de los ferrocarriles, había en Estados Unidos menos de una docena de compañías que llegasen a los 10 millones de dólares. Para 1904 había más de 300 de ellas con una capitalización combinada de más de 7 mil millones. En conjunto, estos gigantes controlaban más de las dos quintas partes del capital industrial del país y ejercían influencia sobre las cuatro quintas partes de sus industrias importantes.

Es evidente que se había producido algo análogo a una Revolución Industrial en la estructura de mercado.

1.3.- El Cambio en la Estructura de Mercado:

El efecto inicial producido por la tendencia hacia los grandes negocios fue inesperado. En lugar de disminuir el grado de competencia de la estructura de mercado éste se extendió e intensificó. La aparición de la producción en gran escala cambió radicalmente esta estructura fragmentada del mercado y con ella cambió también el tipo de competencia dentro del mercado. A medida que los canales y ferrocarriles hicieron accesible el país y a medida que las nuevas técnicas de fabricación aumentaron enormemente la producción, cambió la característica provincial del sistema de mercado.

Un mercado unificado y conectado ligó más y más a la nación entera y los insignificantes semimonopolios de los proveedores locales fueron invadidos por productos que venían de grandes fábricas situadas en ciudades distantes.

El resultado fue un incremento fenomenal en la producción, pero simultáneamente se produjo un serio cambio en la naturaleza de la competencia, la cual no sólo se volvió más extensa sino más costosa. A medida que crecía el tamaño de la fábrica y la complejidad del equipo, aumentaban también los "gastos fijos" de una negociación, que generalmente eran: el interés sobre el capital prestado, la depreciación de los activos de capital, el costo del personal administrativo, el alquiler del terreno y los "gastos generalmente fijos". Para 1880, por ejemplo, los costos fijos en el funcionamiento del ferrocarril promediaban las dos terceras partes de su costo total. Estos costos tendían a permanecer razonablemente constantes independientemente de que las ventas fuesen buenas o malas. A diferencia del pago por concepto de salarios a la fuerza de trabajo, que bajaba cuando se despedían obreros, no había un medio sencillo para disminuir el drenaje constante que representaban los pagos por concepto de esos gastos fijos. El resultado era que mientras más grande fuese el negocio, más vulnerable era su estabilidad económica cuando por efecto de la competencia se reducían sus ventas.

La efervescencia de la época, unida al desarrollo constante de una tecnología que requería inversiones fuertes, hizo que la competencia se volviese cada vez más drástica. Cuando se enfrentaban las crecientes negociaciones gigantescas: ferrocarril contra ferrocarril o fábrica de acero contra fábrica de acero, cada cual buscaba asegurar lo

necesario para cubrir sus gastos fijos, conquistando para sus productos la mayor porción del mercado que fuese posible. En los campos petroleros, en los campos carboníferos y entre los productores de acero y cobre, estallaban una y otra vez guerras de precios similares, en cuanto a que los productores iban en pos de capturar los mercados que necesitaban para lograr un nivel lucrativo de producción. Todo esto era indudablemente una ventaja para el consumidor, como lo son realmente todas las situaciones de competencia, pero creó una verdadera amenaza de bancarrota para las mismas empresas competidoras, en escala de muchos millones de dólares.

En estas circunstancias, los gigantes decidieron no competir. Puesto que la ley común declaraba ilegal firmar un contrato que sujetase a un competidor a precios fijos o a un programa de producción, no parecía haber otra alternativa que la cooperación voluntaria: Asociaciones mercantiles, "pactos de caballeros" o "ligas de empresas", es decir, convenios informales para dividir el mercado. Esto, sin embargo, funcionaba satisfactoriamente durante las épocas de bonanza, pero cuando se aproximaban las malas rachas las ligas se disolvían. Al disminuir las ventas, la tentación de bajar los precios era irresistible, comenzando así nuevamente el viejo y funesto juego de la competencia.

1.4.- Los Trust, la Fusión de Empresas y el Desarrollo:

Durante la década 1880-1890 comenzó a utilizarse un mecanismo de control más efectivo. En 1879, Samuel Dodd, abogado de la nueva Standard Oil Company, tuvo una brillante idea para regular la competencia asesina que periódicamente arruinaba a la industria del petróleo: inventó la idea de un trust o combinación monopolística. A los accionistas de las compañías que deseaban unirse al trust de la Standard Oil se les pidió que traspasaran sus acciones a la Junta Directiva de la nueva combinación monopolística. De ese modo renunciaban al control efectivo de sus respectivas compañías, pero recibirían a cambio de ello "certificados del trust" que les daba derecho a la misma participación en las ganancias que correspondían a sus acciones. Fue así como los directores de la Standard Oil ejercieron un control sobre todas sus compañías asociadas mientras que los antiguos accionistas mantenían su participación íntegra en las ganancias.

En un momento dado, no obstante, estas combinaciones de sociedades fueron declaradas ilegales. Para entonces se habían creado ya mecanismos de control aún más efectivos. En 1888 la legislatura de Nueva Jersey aprobó una ley que permitía a una sociedad registrada en el Estado comprar acciones de otra compañía. Esto era un privilegio que anteriormente no se había concedido a compañías registradas en otras regiones de los Estados Unidos. El resultado fue la rápida aparición de la fusión de sociedades, o sea la reunión de dos compañías para formar una nueva y más grande. Solo en la manufactura y la minería se registraron 43 fusiones en 1895 (representando un activo social por valor de 41 millones de dólares); hubo 26 fusiones en 1896; 69 fusiones en 1897; en 1898 tuvieron lugar 303 y en 1899, 1208 fusiones combinaban un activo social con valor aproximado de 2263 millones de dólares. Otra gran ola de fusiones tuvo lugar entre 1920 y 1930. En total, desde 1895 hasta 1929 se fundieron en unidades más grandes aproximadamente 20 mil millones de dólares de riqueza industrial incorporada.

Otro medio efectivo de limitar la competencia fue la "compañía por acciones". Habiendo aprobado una ley que permitía a sus sociedades comprar acciones de otra, Nueva Jersey ahora permitía a sus sociedades hacer negocio en cualquier otro estado. Así quedaron sentadas las bases legales para que una corporación central pudiese controlar empresas subsidiarias mediante la simple operación de comprar una cantidad determinada de las acciones de esas empresas, necesaria para obtener el control sobre ellas. Hacia 1911, cuando se disolvió definitivamente la combinación monopolística de la Standard Oil, la compañía del mismo nombre del estado de Nueva Jersey había empleado ese ardid para adquirir control directo sobre sesenta compañías y control indirecto sobre otras treinta compañías.

Sin embargo, no debemos pensar que fue únicamente el movimiento hacia la formación de combinaciones monopolísticas y fusiones lo que originó la aparición del tipo de firma gigantesca con la habilidad suficiente para limitar -o eliminar- a la competencia. De igual o mayor importancia fue el simple proceso del crecimiento interno: La Ford y la General Motors, la General Electric y la American Telephone & Telegraph, la Dupont y la Carnegie Steel crecieron esencialmente porque su mercado

estaba en expansión y porque ellas fueron lo suficientemente rápidas, capaces, hábiles y activas para desarrollarse más pronto que cualquiera de sus competidoras.

Todas ellas se engulleron alguna negociación más pequeña en el camino y la mayoría se beneficiaron con los convenios para eliminar la competencia. Pero en último análisis, su elevación gradual hasta una posición predominante dentro de su ramo industrial no podía atribuirse a estos hechos. Fue el dinamismo de los dirigentes que manejaban sus propios negocios, unido a una técnica de producción, lo que hizo posible a estas empresas no solamente llegar a asumir proporciones enormes, sino además beneficiarse con ello.

Conjuntamente, el funcionamiento de la "Sociedad Anónima", como forma legal de organizar la producción adaptándola con miras a impulsar el crecimiento de la economía, merece un capítulo aparte dentro del estudio de la formación de la Sociedad Económica. A diferencia de la propiedad personal o la sociedad de personas, la sociedad anónima existía muy aparte de sus dueños, sobrevivía a los mismos, y podía llevar a cabo contratos que la ligaran a terceros en su propio nombre. Además al limitar la responsabilidad de sus dueños, el valor de las acciones que habían comprado protegía a los capitalistas contra pérdidas ilimitadas. Al respecto, mucho se ha escrito, no sin fundamento, acerca de los abusos de las sociedades anónimas, pero es importante reconocer qué tan valiosa fue esta ingeniosa innovación legal en lo que atañe a fomentar la acumulación del capital y a crear los medios de organización para dirigir ese capital a la producción deseada.

1.5.- Surgimiento de la Legislación Anti-Trust:

No es sorprendente que la tendencia hacia el engrandecimiento tropezara con una vehemente oposición por doquier. A partir de 1880 una serie de leyes estatales hicieron lo posible por deshacer los monopolios que agobiaban a sus ciudadanos. El estado de Luisiana enjuició al trust del aceite extraído de semilla de algodón; Nueva York, al trust del azúcar; Ohio, al trust petrolero. Pero no sirvió de nada. Cada vez que un estado como el de Nueva York hacía presión sobre sus monopolios, otros estados

prácticamente invitaban al trust a establecer el negocio en su territorio, pensando en los ingresos ventajosos que tal cambio de sus oficinas principales acarrearía para las arcas del tesoro de sus respectivos estados. Desde que la Suprema Corte falló que a las corporaciones igual que a las personas no se las podía privar de su propiedad sin el "debido proceso legal", las regulaciones estatales resultaron casi totalmente inútiles.

Pronto se vio claramente que si había que hacer algo más, tendría que hacerlo el Gobierno Federal. En 1890, el senador Sherman dijo: "Sólo el Congreso puede tratar el asunto de los monopolios y si no estamos dispuestos o nos sentimos incapaces, pronto tendremos un trust en cada ramo de la producción y un amo que fijará el precio de cada una de las necesidades de la vida".

El resultado de esto fue la Ley Sherman contra el monopolio, una ley que aparentemente constituía un remedio efectivo para el problema. "Todo contrato, combinación o conspiración que limitara la libertad de empresas", se declaró ilegal. Los transgresores quedaban sujetos a fuertes multas o a sentencias de prisión y las personas que demostraban haber sido dañadas por alguna maniobra injusta en los precios, podrían obtener una indemnización triple.

Realmente, bajo esta ley fueron sometidos a proceso varios monopolios, ordenándose la disolución del gran trust de la Standard Oil en 1911, durante un famoso litigio. No obstante ello, la ley fue particularmente débil. Primero, porque fue aplicada sólo tomando grandes precauciones; sólo en la época de Franklin Roosevelt se asignó a la división contra el trust del Departamento de Justicia un presupuesto de un millón de dólares para investigar y controlar los asuntos de una compañía de varios miles de millones de dólares. De hecho, durante los primeros cincuenta años de su existencia, sólo se instituyeron 252 juicios criminales bajo la ley Sherman. En segundo término, la opinión judicial que prevalecía entre 1890 y 1910 no era muy favorable a la ley. La Suprema Corte pronto le asestó un golpe severo cuando sentenció en el caso contra la American Sugar Refining, que la manufactura no era "comercio" y por lo tanto no se podía declarar a dicha compañía culpable de actos destinados a "restringir el comercio", aún cuando hubiera comprado a sus cuatro competidores más fuertes una cantidad de acciones que le daban el control sobre ellos. No es extraño, entonces, que en un

ambiente tal de opiniones, apenas disminuyera la concentración de los negocios.

Estas debilidades provocaron la promulgación de nuevas leyes en 1914, apareciendo la ley Clayton contra el trust que prohibía tipos específicos de discriminación de precios y la adquisición de acciones en corporaciones competidoras, y la Comisión Federal de Comercio, que se ocupaba de determinar y prevenir prácticas "injustas" en los negocios. El propósito de ambas iniciativas era esencialmente lograr que la situación de competencia retomase a aquellos mercados que estaban en peligro de ser "monopolizados" por firmas gigantescas.

Frente a la tendencia monopolista, la legislación contra el trust sólo podía oponerse hasta donde el proceso fuese el resultado de la combinación abierta de aquellos que en otro tiempo fueron competidores. Pero no podía ofrecer remedio alguno contra una condición mucho más fundamental: la habilidad de los grandes negocios para lograr ventajas decisivas en las finanzas, el mercado y la investigación sobre los negocios pequeños.

1.6.- Las Grandes Empresas en la Actualidad:

Durante casi todo el primer cuarto del Siglo XX, las corporaciones más grandes no sólo crecían sino que crecían más rápidamente que sus competidoras más pequeñas. Tal como lo señalaron Adolf Berle y Gardiner Means en un famoso estudio que data de 1932, entre los años de 1909 y 1928, las 200 corporaciones no financieras más grandes aumentaron su activo total a un ritmo del 40% más rápido que todas las corporaciones financieras juntas, advirtiendo los autores que si la tendencia del pasado seguía desenfrenadamente, podía predecirse que en 360 años toda la riqueza de las sociedades mercantiles de la nación habría llegado a fusionarse en una colosal empresa que entonces tendría probabilidades de subsistir tanto como el Imperio Romano.

Respecto de este vaticinio, el resultado del proceso tomando como base del estudio a la economía norteamericana, permite confirmar los peores temores de Verle y Means. En efecto, en los Estados Unidos no hay un solo sistema de mercado sino dos:

Uno de ellos, con el cual todos los americanos están familiarizados, consiste en millones de pequeñas empresas que forman el gran estrato de la población conocida como "los hombres de pequeños negocios". En el extremo opuesto se encuentran las empresas que pueden designarse como "grandes". Entre ellas no existen los derechos de propiedad o sociedad, sino que el mundo de los grandes negocios se limita estrictamente a las Sociedades Anónimas.

Acerca del primer mercado, hacia 1980 existían 15 millones de pequeños negocios que abarcaban desde el quiosco de periódicos hasta las granjas, empleando en forma conjunta aproximadamente el 40% de la fuerza de trabajo estadounidense, por encima del 35% que labora para el sector "no lucrativo" los estados, municipios, gobierno federal, hospitales, clubes, etc. y del 25% que trabaja para los grandes negocios.

Respecto del segundo mercado, a pesar de que únicamente una empresa de cada siete es una sociedad anónima, el conjunto de ellas produce cerca de seis veces de lo que elabora el resto del mundo de los negocios.

Consecuente con la tendencia de integración de las grandes compañías, las décadas de 1950 a 1970 fueron testigo de una explosión de fusiones comparable con el gran movimiento de fusiones de fines del Siglo XIX. Entre 1951 y 1960, la quinta parte de las mil compañías más grandes desapareció, absorbida por las restantes cuatro quintas partes. Como resultado de esto y de otro tipo de crecimiento, por 1971 las 100 compañías industriales más grandes eran propietarias del 49,3% de los activos de todas las compañías manufactureras.

Entre 1963 y 1966 el valor de los activos adquiridos por las grandes compañías mineras y manufactureras iba en promedio de 4 mil a 5 mil millones de dólares al año. Este promedio se elevó a 10 mil millones de dólares en 1967; luego a 15 mil millones en 1968 y estalló en una ráfaga de actividad fenomenal entre 1979 y 1982, cuando las compañías gastaron 170 mil millones de dólares a fin de adquirir otras corporaciones. Únicamente en 1982 se invirtieron 82,6 mil millones en fusiones, además de que se registró que doce compañías fusionadas llegaron a obtener más de mil millones de dólares cada una.

Berle y Means escribieron en "The Modern Corporation and Private Property" lo siguiente: "Una sociedad en la cual la producción está gobernada por fuerzas ciegas del mercado está siendo reemplazada por una en la que la producción se lleva a cabo bajo el control definitivo de un puñado de individuos". Con ello dieron a entender que el mercado, como mecanismo básico de control dentro del capitalismo, estaba por ser reemplazado por otro sistema afín a un nuevo feudalismo económico.

1.7.- Los Conglomerados y el Mercado:

A pesar que resulta evidente de que en los Estados Unidos existe una concentración masiva de poder corporativo y de que continúa creciendo el grado de concentración dentro de los negocios, el nivel de éste en el mercado no parece estar empeorando de manera significativa. Pero ¿Cómo puede existir un estado de negocios aparentemente contradictorio? ¿Cómo pueden estar haciéndose más grandes las corporaciones y no ser cada vez más monopolísticas? La respuesta es que la ola de fusiones que ha aumentado tan dramáticamente las cifras para la concentración nacional de la riqueza de los negocios en el decenio de los cincuenta, ha tenido lugar principalmente por el surgimiento de los llamados conglomerados, o sea corporaciones que han crecido fusionándose con otras compañías no pertenecientes a un determinado mercado sino a un mercado diferente. Un buen ejemplo de ello es el caso de la International Telephone and Telegraph. Al comienzo era una compañía mucho más pequeña, dedicada totalmente a manejar los sistemas de comunicaciones extranjeras, cuando en 1961 decidió embarcarse en un programa de adquisiciones y diversificación de gran alcance. Durante los siguientes 7 años adquirió 52 compañías americanas y 55 extranjeras con activos conjuntos de 1.500 millones de dólares. Solamente en 1969 los directores aprobaron adquisiciones adicionales de 22 compañías nacionales y 11 extranjeras. Como resultado de ello, saltó del 34° al 9° lugar entre las industrias con ventas y activos de 10 mil millones de dólares por renglón empleados, siendo el tercer patrón más grande del mundo. De esta manera, mientras que antes había sido compañía de "un producto", vendiendo y operando sistemas de telecomunicaciones, en el decenio de 1960 a 1970 la ITT rentaba coches (Avis), operaba en hoteles (Sheraton), construía casas

(Levitt), hacía alimentos de harina (Continental), vendía seguros, producía vidrio, hacía préstamos a consumidores, dirigía fondos mutualistas y procesaba datos, entre otras cosas.

Las consecuencias a largo plazo del surgimiento de compañías tan gigantescas y diversificadas recién se comienzan a advertir. Muchas de ellas se han reunido más bien con miras a obtener las utilidades que pudieran derivar del intercambio de acciones y no con intenciones cuidadosas de crear eficiencia, justificando así el descenso abrupto del movimiento de fusiones cuando se debilitó el mercado de valores. Otras han demostrado ser combinaciones eficientes de actividades diversas que disfrutarán de las ventajas de haberse unido a un grupo central de capital y a una super-administración de lo más escogido. Otras estarán en contravención de las leyes anti-trust (contra fusiones) y serán obligadas a disolverse; o bien, el conglomerado al dar el salto simplemente puede forcejear con el fin de afirmar su lugar.

1.8.- Contribución al Desarrollo Económico y Social:

No obstante, existen algunas ventajas que son inherentes a la grandeza; algunas ganancias sociales que, para poder lograrlas, requieren de empresas a gran escala. Una de ellas se refiere a la "investigación al desarrollo". El ímpetu del capitalismo depende, en buena medida, de la "creación destructiva" continuada (como la nombró el economista Joseph Schumpeter) y en la que los productos de una sociedad se retiran del mercado para ser reemplazados por otros nuevos. Este proceso de retiro y reemplazo depende, en grado elevado, de la capacidad que tienen las compañías para invertir grandes sumas de dinero en experimentos, pruebas de laboratorio y en investigación pura y aplicada. Las grandes empresas son las únicas que pueden absorber estos costos.

Una segunda ventaja radica en los incentivos que se ofrecen a los empleados y la consideración que un número importante de empresas grandes muestran por sus consumidores. Estas empresas, contrariamente a las corporaciones pequeñas, son las que guardan mejores relaciones laborales con sus trabajadores y tienen mayor sensibilidad a la mentalidad del consumidor.

Habiéndose referido al desarrollo de la sociedad económica dentro de un ámbito de economía de mercado, no se puede dejar de considerar la variedad de sistemas económicos que caracterizan nuestra época actual. A primera vista, presentan una extraordinaria variedad: encontramos durante los últimos veinticinco años del Siglo XX una verdadera gama de matices de organización económica, en la que están representadas prácticamente todas las etapas de la historia económica, desde la primera y más primitiva. Pero si observamos más detenidamente, podremos ver un patrón significativo dentro de ese conjunto aparentemente desordenado: "Las estructuras económicas de las naciones actuales mantienen una relación integral con su grado de desarrollo económico.

En un sistema de mercado, toda firma debe combinar sus factores de producción atendiendo a sus costos relativos y sin perder de vista al mismo tiempo las respectivas productividades, generando finalmente una mezcla en la cual cada factor se use lo más eficientemente que sea posible, según sus costos. Así, al buscar solamente llevar al máximo sus utilidades, las unidades en un sistema de mercado, sin darse cuenta, tienden también a llevar al máximo la eficiencia del sistema total.

Al maximizar las utilidades se produce la extraordinaria conjunción de metas privadas y objetivos públicos. Las utilidades no representan sólo una fuente de ingreso privilegiado, sino también un "índice de éxito" enormemente versátil y útil para un sistema que está tratando de exprimir la mayor producción posible de sus determinados insumos. Así, el mecanismo de mercado resuelve el problema económico con un mínimo de controles sociales y políticos.

CAPITULO II
CONCEPTO Y CARACTERISTICAS
DE LAS ORGANIZACIONES
EMPRESARIALES

CAPITULO II

CONCEPTO Y CARACTERISTICAS DE LAS ORGANIZACIONES EMPRESARIALES

2.1.- Concepto y Formación del Empresario:

El término "empresario", que la mayoría reconoce como significando a alguien que organiza y asume el riesgo de una empresa comercial a cambio de sus beneficios, fue introducido por Richard CANTILLON, un economista irlandés de descendencia francesa. El término adquirió un uso mucho más amplio después que John STUART Mill lo popularizara en su clásico de 1848 "Principios de Economía Política", pero luego desapareció por completo de la literatura económica a finales del Siglo XIX.

La razón de lo anterior obedece a que, en sus modelos matemáticos de actividad y comportamiento económico, los economistas empezaron a utilizar la simplificadora suposición de que todo el mundo posee una información perfecta, no dejándose ningún papel al empresario, como especialista en correr riesgos, o sea, operar en un ambiente con un cierto grado de incertidumbre.

Joseph A. SCHUMPETER adoptó un enfoque distinto, haciendo hincapié en el papel de la innovación. Según éste, el empresario es alguien que lleva a cabo "nuevas combinaciones" de cosas tales como introducir nuevos productos o procesos, identificar nuevos mercados para la exportación o fuentes de suministros, o crear nuevos tipos de organización. Schumpeter presentó una versión heroica del empresario como alguien motivado por el "sueño y la voluntad de hallar un reino privado"; "la voluntad de conquistar; el impulso de luchar, de demostrarse a sí mismo que es superior a los demás"; y "la alegría de crear".

Desde la óptica schumpeteriana, el empresariado abre el camino creando nuevas industrias, las cuales a su vez precipitan importantes cambios estructurales en la

economía. Bajo esta visión, Schumpeter estaba preocupado por el tipo de empresariado de "alto nivel" que, históricamente, ha conducido a la creación de ferrocarriles, el nacimiento de la industria química, la explotación comercial de las colonias y el surgimiento de las firmas multinacionales multidivisionales, dejando poco espacio para el empresariado de "bajo nivel", constituido por pequeñas firmas, algo así como la pequeña y mediana empresa (PYME) en nuestro país.

En muchos casos, y en casi todas las grandes compañías, los propietarios delegan las decisiones a directores asalariados, surgiendo la interrogante si éstos pueden ser también empresarios. Frank KNIGHT sostenía que ningún propietario debería delegar nunca una decisión clave a un subordinado asalariado, porque suponía implícitamente que no se puede confiar en los subordinados. En consecuencia, los aspectos de la incertidumbre se hallan inextricablemente adquiridos por los propietarios del patrimonio de la firma, según KNIGHT. Sin embargo, en la práctica los subordinados pueden conseguir una reputación de ser buenos administradores, e incluso aunque sean asalariados, tienen incentivos para establecer y mantener esas reputaciones porque sus perspectivas de promoción dependen de ellas. En este sentido, tanto propietarios como directores pueden ser empresarios.

No obstante, el título de empresario debería ser asignado a un propietario o director que exhiba el rasgo clave del empresario, cual es el buen juicio en la toma de decisiones. El buen juicio es la capacidad de tomar una decisión con éxito cuando no se halla disponible ningún modelo obviamente correcto o regla de decisión, o cuando los datos relevantes son poco fiables o incompletos.

Los empresarios son luego, especialistas que utilizan el buen juicio para tratar nuevos y complejos problemas. En tiempos de importantes cambios políticos, sociales y medioambientales, el número de problemas que requieren buen juicio se incrementa y la demanda de empresarios se eleva como resultado de ello. Para conseguir una oferta que equipare a la demanda, más gente necesita olvidar otras carreras a fin de convertirse en empresarios. Son alentados a hacerlo por las superiores recompensas pecuniarias asociadas con el empresariado, y quizás también por el incremento en el status social de los empresarios, durante el último tiempo.

Pero la oferta de empresarios no sólo depende de las recompensas y el status, sino también de la personalidad, cultura y experiencia de la vida. Una buena educación, combinada con una experiencia práctica amplia, ayuda al empresario a interpretar la variada información procedente de diferentes fuentes con el objeto de identificar oportunidades rentables.

La cultura de una comunidad puede ser una influencia importante sobre el nivel de empresariado, siendo éste uno de los principales factores de avance social y económico. No obstante, muchos de los empresarios de mayor éxito son los hijos de profesionales y empresarios, debiendo mucho de su éxito a la formación paterna y a los contactos familiares heredados.

En las economías modernas, grandes compañías cuyas acciones se hallan ampliamente repartidas han reemplazado a la firma familiar fundada por el empresario hecho a sí mismo y forjado en el crisol del sacrificio personal y del buen juicio. Las sociedades anónimas recurren a una gama de habilidad directiva mucho más amplia de la que se halla disponible en una sola familia, y eluden el problema de la sucesión por un hijo primogénito incompetente que ha sido la ruina de muchas firmas familiares. Las sociedades anónimas planean sus actividades a gran escala usando equipos de especialistas profesionales, pero sus ventajas en eficiencia se ven contrapesadas en cierta medida por la pérdida de lealtad de los empleados que era uno de los rasgos de muchas firmas familiares.

2.2.- Formas de Organización Empresarial:

La literatura financiera disponible en el mundo occidental se basa, principalmente, en la realidad norteamericana.

Existen, luego, en Estados Unidos tres formas básicas de organización empresarial: a) El negocio de propietario único, b) La sociedad, general y limitada, y c) Las sociedades anónimas. El propietario individual sobrepasa en número a las otras en una proporción de más de 2 a 1, pero la sociedad anónima es la mayor en cuanto a

ventas, activos, utilidades y aportación al ingreso nacional.

La legislación chilena contempla la existencia de organizaciones similares a las que se encuentran definidas en las leyes contenidas en el Código de Comercio. A continuación nos referiremos a cada uno de los tipos de organizaciones empresariales señaladas.

a) **Negocio de Propietario Unico o Empresario Individual:** Corresponde a la forma más antigua de organización de negocios, donde una sola persona tiene la propiedad de todos sus activos y es responsable por todos sus pasivos. Es y ha sido desde siempre la forma más común de organización empresarial utilizada por los pequeños almacenes, haciendas, empresas de servicios y ejercicios profesionales en el área del derecho, medicina y contaduría pública.

Desde el punto de vista de la contabilidad, las firmas de un solo propietario se consideran como entes comerciales separados de las otras actividades de su dueño. Sin embargo, desde un punto de vista legal, el negocio y su propietario no se consideran entes separados. Por tanto, el propietario es personalmente responsable de las deudas del negocio. Si el negocio llega a carecer de solvencia, los acreedores pueden obligar al propietario a vender sus activos personales para pagar las deudas del negocio.

Lo expresado obliga al empresario a utilizar de la mejor forma las herramientas que ofrece el mercado: créditos, capacitación y una gestión adecuada, lo que unido a su creatividad, debería representar la clave del éxito.

Cuando la empresa es pequeña, requiere poco capital y se presta a ser dirigida por una sola persona. De esta manera, el pequeño taller mecánico, la carpintería, la imprenta, la fábrica de conservas y cientos de otras empresas semejantes existen con esta forma de propiedad, promoviendo un solo individuo la empresa, consiguiendo el terreno necesario, los edificios, las máquinas y los trabajadores y conduciendo personalmente las operaciones reales de la manufactura. La empresa no es necesariamente muy pequeña, pero es poco probable que sea muy grande. La primera dificultad con que se topa este empresario corresponde a las dificultades de tipo práctico para acumular y conseguir

préstamos de capital. Por ello, existen fuerzas que restringen la escala de sus operaciones y limitan las posibilidades de una rápida expansión de su empresa cuando se presentan condiciones favorables. Además, hoy en día las empresas en gran escala requieren un grado creciente de especialización en las fábricas, que a su vez exige especialización en su dirección. Aun en el caso de que el propietario individual consiga crear un cuerpo de subordinados competente, es muy probable que la tarea de la dirección general y de la coordinación se halle muy por encima de sus posibilidades cuando la empresa crece más de la cuenta. El conocimiento de la responsabilidad ante los acreedores y ante todos aquellos que tengan reclamaciones en su contra, no sólo por el valor de los negocios, sino también por el de sus propiedades personales, ha sido una fuerte influencia para persuadir a los inversionistas individuales de la conveniencia de adoptar alguna otra forma de propiedad en la organización de su empresa.

Evidentemente el que no se haya abandonado la propiedad individual se debe a que todavía posee ciertas ventajas. Una es la facilidad con que puede ponerse en marcha una empresa de este tipo. Ofrece una puerta abierta de muchas posibilidades al hombre de ideas, pero de medios limitados. El promotor individual puede trabajar en su propia iniciativa en cuanto ha pagado una pequeña cuota correspondiente a licencias y en cuanto ha cumplido con unas cuantas reglamentaciones locales relativas a su trabajo. Como se trata de su propio negocio, tiene todas las motivaciones necesarias para realizar su máximo esfuerzo. Si toma ayudantes, puede prestarles atención y trabajar directamente con ellos, obteniendo así la ventaja que supone el contacto personal con sus trabajadores y con las operaciones que éstos realizan. De la misma manera, alcanza el "tacto" de los negocios y llega a conocer a conciencia cada una de sus fases. Puede sacar el máximo provecho de las oportunidades que se le presentan debido a su libertad de iniciativa y a la rapidez con que puede tomar sus decisiones. El saber que su propiedad es individual le da el orgullo y la satisfacción de su trabajo y de los resultados que obtiene, y la independencia de que goza le da un sentimiento de placer y de seguridad. Estos alicientes, unidos al hecho de que muchas empresas tienen que ser pequeñas por su misma naturaleza, han dado lugar a que el número de propiedades individuales haya seguido siendo bastante grande; aunque, hoy en día, el volumen de sus operaciones sea sólo un pequeño porcentaje del total de la industria.

b) **Sociedades de Personas:** La necesidad de evitar los inconvenientes de la propiedad individual es, quizás la razón principal de la existencia de la asociación, como forma de organización empresarial. En ella, dos o más personas se asocian con el propósito de dirigir una empresa. Cada una realiza una contribución sustancial al negocio y su asociadados en las operaciones de la planta, así como una dirección que, también, tiene el incentivo del interés en su éxito. La sociedad de personas se forma tan fácilmente como la empresa individual. Mediante un acuerdo oral o escrito, los socios esbozan la naturaleza de la empresa, indican sus derechos y obligaciones respectivas, determinan las participaciones que le corresponden a cada uno y cómo deben dividirse los beneficios y, en líneas generales, fijan los demás términos y condiciones relativos a su empresa conjunta. Los intereses de los socios no tienen que ser necesariamente iguales y pueden formar hasta una asociación "limitada", en la que uno o más de los socios sólo serán responsables de las deudas u obligaciones de la sociedad en proporción a su inversión en la misma. Este tipo se expondrá en todo caso en forma separada debido a sus características particulares que se encuentran debidamente especificadas en la ley.

Las sociedades de personas, luego, que no se enmarquen dentro del carácter de "limitadas" se considerarán como "generales", las cuales en cuanto a sus formalidades se sujetan a las normas dispuestas en el Código de Comercio, Título VII de la legislación chilena.

En cuanto a sus desventajas, en el caso de que la sociedad tenga deudas, se hallan sometidos a embargo no sólo el activo de la sociedad, sino también los bienes personales de cada socio. Cada socio es responsable ante los acreedores del total de las deudas de la firma y no sólo de una parte proporcional a su participación. Esta es una obligación que impone la ley y sólo los socios limitados pueden librarse de ella en situaciones restringidas. Un socio puede representar a todos los demás y cada socio es responsable de las acciones de sus asociados. Los desacuerdos entre los socios producen a menudo retrasos y dificultades, que pueden poner en peligro a la empresa. La muerte de un socio disuelve automáticamente la sociedad, ya que la ley limita la asociación a los términos de una relación personal, asociación que termina cuando muere uno de los asociados. Puede verse fácilmente que la firma se ve colocada en condiciones duras, debido a que puede

verse obligada a dar por terminada sus actividades o, por lo menos, a perturbarlas muy seriamente, en un momento altamente inconveniente. Esta impotencia no ha impedido que hayan existido muchas asociaciones sólidas, pero ha ejercido una fuerte influencia en la tendencia a adoptar la forma de propiedad conocida como sociedad anónima o corporación que, como se verá más adelante, se halla exenta de muchas de las desventajas que tienen las sociedades colectivas.

- c) **Sociedades de Responsabilidad Limitada:** Si bien es cierto no existe una definición legal de este tipo de sociedades, se puede afirmar que corresponde a aquella sociedad solemne, de personas, con personalidad jurídica, sin fiscalización especial externa o interna, en que existe libertad para establecer el sistema de administración y representación; no respondiendo personalmente los socios, por regla general, frente a terceros de las obligaciones sociales, y en la que los derechos de los socios están representados por una cuota.

La sociedad de responsabilidad limitada, al ser un tipo de sociedad o compañía, debe cumplir con los elementos de la esencia de toda sociedad, que se señalan en los artículos 2053 y 2055 del Código Civil. Estos elementos son los siguientes:

- a) Cada socio debe estar obligado a realizar un aporte a la sociedad.
- b) Todos y cada uno de los socios deben tener derecho a las utilidades sociales, como también asumir la carga por las pérdidas que pueda arrojar la sociedad.
- c) La sociedad debe perseguir beneficio pecuniario para sus socios.

Estas sociedades son solemnes porque para su constitución y reformas posteriores, la ley ha establecido trámites específicos o solemnidades.

Además, puede ser calificada como de personas, debido a que se asemeja más a la sociedad típica de personas (la sociedad colectiva), que a la sociedad de capitales propiamente tal (la sociedad anónima), aunque participe de las características de ambas.

La ley, a diferencia de otros tipos sociales, tampoco las somete a fiscalización ejercida por entes públicos (fiscalización externa) o a sistemas obligatorios de fiscalización interna, tales como las Juntas de Vigilancia de las sociedades cooperativas y en comandita por acciones. De la misma manera, la libertad de estipulación que la ley otorga en estas sociedades, en cuanto a la forma de administrarla, las diferencia claramente de los tipos rígidos de administración que la ley impone a las otras sociedades nombradas anteriormente.

La sociedad de responsabilidad limitada nace en el año 1923, a través de la ley N° 3.918, con la finalidad de corregir los inconvenientes patrimoniales que tienen las sociedades colectivas. Por mandato de dicha ley se aplican a toda clase de estas sociedades determinados preceptos del Código de Comercio y Código Civil, en cuanto a las normas de constitución, duración de la sociedad y responsabilidades de los socios.

Sin perjuicio de lo anterior, la ley 3.918 señala que en lo no previsto por dicho cuerpo legal y la escritura social, estas sociedades se regirán por las reglas establecidas para las sociedades colectivas.

d) **Sociedades Anónimas:** Son "entidades legales" que tienen una existencia separada y distinta de las de sus propietarios. Desde el punto de vista legal, una sociedad anónima es una "persona artificial", que tiene derechos y obligaciones como una persona natural.

Esta sociedad, por ser una persona jurídica, puede poseer propiedades a su nombre. Así los activos de una sociedad anónima pertenecen a la empresa y no a los accionistas, teniendo el status legal para ser demandada o demandar como cualquier persona, celebrar contratos, responsabilizarse de sus deudas y pagar impuestos sobre sus utilidades.

Las sociedades anónimas dominan el campo fabril de casi todos los países del mundo, superando en número a las demás sociedades, además de emplear a casi el noventa por ciento de la fuerza de trabajo disponible. Cualquier otra comparación mostraría el dominio de las corporaciones en el campo de la producción industrial, obedeciendo este predominio a las grandes ventajas que tiene la sociedad anónima o

corporación sobre todas las demás clases de organización empresarial.

Estas ventajas podrían resumirse en lo siguiente:

d.1) **Los accionistas no tienen responsabilidad personal:** Los acreedores de una sociedad anónima tienen derecho sobre los activos de la corporación, no sobre los bienes de los accionistas. Así, el valor del dinero que los accionistas arriesgan al invertir en una sociedad anónima se limita al valor de su inversión. Para muchos inversionistas, ésta es la ventaja más importante de las corporaciones.

d.2) **Facilidad de acumulación de capital:** La propiedad de una sociedad anónima está garantizada por la transferencia de acciones. La venta del capital en unidades de una o más acciones permite a los grandes y pequeños inversionistas participar en la propiedad de la empresa. Algunas sociedades anónimas actualmente tienen más de un millón de accionistas individuales. Por esta razón, se dice que estas grandes compañías son de propiedad abierta. Por supuesto no todas las sociedades anónimas son grandes, muchas empresas pequeñas son organizadas como sociedades anónimas y son poseídas por un número limitado de accionistas. Tales sociedades anónimas son conocidas como de propiedad cerrada.

d.3) **Negociabilidad de las acciones:** Las acciones pueden ser vendidas de un accionista a otro sin disolver la organización empresarial. Las acciones de las grandes corporaciones pueden ser compradas o vendidas por inversionistas en mercados organizados tales como la Bolsa de Valores de Nueva York, generándose una gran liquidez.

d.4) **Existencia continua:** Una sociedad anónima es una persona jurídica con existencia ilimitada. La vida continua de ésta a pesar de los cambios en sus accionistas se hace posible mediante la emisión de acciones transferibles. En contraste, una sociedad de personas constituye una forma inestable de organización la cual se disuelve por la muerte o el retiro de cualquiera de sus miembros. La continuidad de la entidad asociada es importante en la mayoría de las actividades empresariales a gran escala.

d.5) **Administración profesional:** Los accionistas son propietarios de la sociedad, pero ellos no manejan la compañía. Los accionistas eligen una Junta Directiva que se encarga de administrar todos los negocios de la empresa. Esta junta, a su turno, elige un presidente y otros directivos para manejarla, no teniendo un accionista individual derecho a participar en la administración de la empresa a menos que él haya sido elegido para dichos fines.

Entre las desventajas de las sociedades anónimas están:

d.6) **Mayor regulación:** Cuando se organiza una sociedad anónima bajo los términos de las leyes estatales, estas mismas leyes pueden proveer reglamentación considerable a las actividades de la compañía. Por ejemplo, el retiro de fondos de una sociedad está sujeto a ciertos límites establecidos por la ley. En el caso de los Estados Unidos las leyes federales administradas por la Comisión de Seguridad e Intercambio exigen que las sociedades de propiedad abierta hagan una apertura extensiva de sus derechos.

En el caso nacional, la Superintendencia de Valores y Seguros exige para las Sociedades Anónimas el cumplimiento de ciertas formalidades, sobretodo para la exposición de su situación financiera y la misma ley N° 18.046 las obliga a determinados plazos, registros y otras exigencias que no tienen el resto de sociedades.

Cabe aclarar , no obstante, que cuando hablamos de Sociedades Anónimas en general nos referimos a Sociedades Anónimas abiertas, las que al ofrecer valores de oferta pública, quedan sometidas a la fiscalización de la S.V.S. , lo que no ocurre con las del mismo tipo pero cerradas .

d.7) **Separación entre el derecho de propiedad y el control:** La separación de funciones entre la propiedad y la administración puede ser una ventaja en algunos casos, pero en otros una desventaja. El crecimiento de una compañía y las utilidades que ha obtenido siempre indican que la separación de la propiedad y el control de la misma trae beneficios a los accionistas más que perjuicios para los mismos. Sin embargo, en algunas situaciones un grupo directivo ha escogido manejar la empresa en beneficio de quienes ocupan posiciones de influencia. En tales casos los accionistas pueden encontrar

dificultades para tomar la acción necesaria para remover a los funcionarios.

CAPITULO III
LOS MERCADOS
FINANCIEROS

CAPITULO III

LOS MERCADOS FINANCIEROS

3.1.- Concepto y Evolución del Mercado:

En su sentido más restringido, Mercado corresponde al lugar donde se venden y compran mercancías, enfrentándose la oferta y la demanda de un producto determinado.

El intercambio de productos es una práctica iniciada en los comienzos mismos de la civilización, existiendo, por tanto, desde entonces formas determinadas de mercado, si bien muy rudimentarias en base al trueque de mercancías. La aparición de mercados más desarrollados está ligada a los progresos experimentados en la esfera de la producción que poco a poco van permitiendo el surgimiento de procesos de división del trabajo y de especialización, en virtud de los cuales cada individuo obtiene sólo uno o algunos productos, pero en cuantía superior a sus posibilidades de consumo, necesitando intercambiar estos excedentes por otros productos que requiere y en los que no es autosuficiente. Este proceso generó, en un principio, mercados incipientes de carácter local y esporádico, donde su celebración dependía de la disposición de mercancías intercambiables. Poco a poco, en un proceso en el que influye decisivamente el desarrollo de los medios de transporte, y ya desde el Neolítico, fueron surgiendo mercados de carácter superior al local, llegándose a realizar en plena Edad Antigua un importante comercio a gran distancia para el suministro de mercancías de producción muy localizada en el espacio a comunidades que carecían de ellas. Va, paralelamente, desarrollándose también el grado de intermediación, aumentando la sofisticación de los mercados. Elemento fundamental en este proceso es la aparición del dinero. Con él los mercados dejan de ser de trueque, apareciendo compradores y vendedores puros. Surge así, una clase social relativamente diferenciada: la formada por los comerciantes, cuya misión y objeto social es la realización de los intercambios.

La expansión del comercio y el progresivo desarrollo de los mercados imponen el retroceso de la producción de valores de uso directo, ya que éstos implican la existencia

de productores situados al margen del intercambio, y la generalización consiguiente de la producción de valores de cambio.

El mercado deja de ser un medio para el intercambio de excedentes entre productores autónomos y pasa a ser un eslabón fundamental en el proceso de circulación de las mercancías. Así, con la consolidación del sistema capitalista llega a afectar a la mayor parte de las actuaciones del individuo, convirtiéndose en el instrumento vertebrador del sistema social.

El rápido desarrollo de las fuerzas productivas característico del capitalismo y el paralelo aumento de las transacciones provocan una continua expansión, cualitativa y cuantitativa, del mercado. Hitos básicos en este proceso son el crecimiento urbano y los descubrimientos geográficos que se inician a comienzos de la Edad Moderna. Con ellos, y en virtud del continuo progreso del transporte, se inicia una veloz ampliación del ámbito mercantil a espacios geográficos cada vez mayores, afectando a un número creciente de productos, proceso que culmina en el Siglo XIX con la eliminación de los últimos espacios cerrados al comercio internacional (China, Japón, Centro de Africa), con lo que desaparecen los postreros obstáculos a la consolidación de un mercado mundial.

3.2.- Clasificación de los Mercados:

Si bien es cierto no existe un criterio uniforme para clasificar los diferentes mercados existentes, éstos pueden tipificarse de la siguiente manera:

- a) Desde el punto de vista de la naturaleza y oportunidad de los fondos que se transan en él (Mercados Financieros), pueden ser: De dinero y de Capitales.

El mercado del dinero, también llamado Mercado Monetario, es aquel donde se realizan operaciones con activos líquidos a corto plazo, variando los vencimientos desde el breve espacio que va de un día para el otro hasta el más amplio de un año. Parte de esta contratación de deuda está basada en papel negociable, figurando a nivel internacional los siguientes instrumentos: Letras del Tesoro, Pagarés de Empresas, Aceptaciones

Bancarias, Certificados Bancarios de Depósito, Efectos Comerciales y otros. Para la mayoría de estos instrumentos negociables, existen mercados secundarios que permiten a los compradores y vendedores operar con la deuda antes de su vencimiento.

El Mercado de Capitales es aquel en que se ofrecen y demandan fondos o medios de financiación a largo plazo, esto es con un plazo de vencimiento superior a un año. Estos fondos provienen de los ahorros generados en unidades económicas, los que circulan como flujo de capitales hacia otras unidades económicas que requieren fondos para materializar sus propios proyectos. La transformación del ahorro en inversión se explica por la existencia de variados vehículos que, para estos efectos, ha desarrollado la economía. Dichos vehículos permiten aplicar esos recursos y convertirlos en capitales productivos.

El Mercado de Capitales también suele ser llamado Mercado de Valores en consideración al tipo de vehículo en que se traduce la aplicación del ahorro. Este se manifiesta en el comercio de valores o títulos representativos de derechos de percibir "flujos futuros" que se traducen normalmente en participaciones de capital en compañías o fondos.

b) Desde el punto de vista del área geográfica en que se transan los productos, pueden ser: Nacionales e Internacionales.

El Mercado Nacional corresponde al área de producción y consumo coincidente con los límites de una Nación. La aparición de los mercados nacionales consolidados suele coincidir con el desarrollo del capitalismo y de la producción para el cambio que éste conlleva, siendo una condición básica para el surgimiento de la industrialización. Son, además, condiciones imprescindibles para el desarrollo de un mercado nacional el desarrollo de los medios de transporte hasta un nivel al que sea posible transportar mercancías con rapidez a todo el territorio nacional, la superación de las prácticas de autoconsumo y de las trabas locales y regionales a los intercambios y, en general, la libertad de comercio.

El Mercado Internacional corresponde al mercado de ámbito geográfico superior al de una Nación. Se diferencia entonces del mercado nacional en que las operaciones efectuadas en el mismo son realizadas entre residentes en dos o más naciones, afectando directa o indirectamente a más de un país.

Las mejoras en los transportes y comunicaciones y en la formación de los comerciantes son los factores básicos que permiten la ampliación de los mercados desde el ámbito local a los ámbitos provincial, regional, nacional y, en último término, internacional. No obstante, que dichas mejoras se traduzcan en ampliaciones efectivas del mercado depende del hecho de que existan o no limitaciones institucionales o legales que impidan la libertad de movimiento de mercancías entre las distintas zonas geográficas.

Hay dos tipos de mercados internacionales que merecen una mención especial: son los Mercados de Divisas y los Mercados o Bolsas de Mercancías (Commodities). Los mercados de divisas, con diversos matices según cada divisa nacional, suelen registrar un alto grado de intervención estatal y son ejemplo de los mercados internacionales cuyas operaciones se efectúan en múltiples lugares simultáneamente y a través de los más diversos medios. Su importancia deriva del papel que desempeñan para transferir poder adquisitivo entre países, facilitar y financiar las operaciones comerciales con el exterior y permitir la cobertura de los riesgos derivados de las fluctuaciones de los tipos de cambio a través del mercado de divisas a futuros. Por su parte, las bolsas internacionales de mercancías constituyen un ejemplo de mercados organizados y ubicados en un lugar concreto. Su nacimiento estuvo promovido por la necesidad de efectuar operaciones de contratación de mercancías a plazo, tratando de cubrirse de los riesgos provocados por las fluctuaciones de los precios de las materias primas de origen agropecuario o mineral.

c) Desde el punto de vista de sus participantes pueden ser: Oligopolístico y Oligopsonístico. El mercado Oligopolístico es aquel caracterizado por la existencia de pocos vendedores u oferentes y muchos compradores o demandantes. El Mercado Oligopsonístico en tanto es aquel caracterizado por la existencia de muchos vendedores u oferentes y pocos compradores o demandantes.

d) Dependiendo de la oportunidad en que se efectúa la transacción pueden ser: Primarios y Secundarios. El Mercado Primario o mercado de emisión corresponde a aquel donde se venden por primera vez los valores mobiliarios (acciones, obligaciones, etc.). Este mercado pone en contacto a los ahorradores con las empresas y otras instituciones de gasto, para conseguir estas últimas recabar recursos financieros mediante la emisión de acciones y obligaciones. El Mercado Secundario en tanto, es aquel donde se realiza la compraventa de valores mobiliarios que ya fueron colocados en el momento de su emisión. La parte fundamental de este mercado se encuentra en la Bolsa. Sin la existencia del mercado secundario, los inversores se resistirían a comprar valores mobiliarios en el mercado de emisión por el temor de no poder deshacerse de ellos cuando necesitaran dinero.

e) Otros tipos de Mercados:

Mercado Eficiente es aquel en el cual los precios de los bienes o títulos cotizados reflejan siempre todas las informaciones disponibles, tanto pasadas como presentes o futuras. El mercado eficiente es el ideal o perfecto, en el sentido que la Teoría Económica da a este término.

Mercado Objetivo corresponde a aquel mercado elegido para el lanzamiento o desarrollo de un determinado producto o gama de productos (bienes o servicios), tras un análisis racional por parte de la empresa del mercado en general, y de las posibles alternativas a sus distintos sectores.

Mercado Segmentado es aquel mercado subdividido en grupos homogéneos de consumidores, siguiendo unos criterios determinados, con el fin de permitir adoptar una mejor política comercial a cada uno de estos submercados.

3.3.- El Mercado de Valores:

Generalmente se ha entendido al mercado de capitales como el mercado de valores y el monetario juntos, aún cuando los bancos e instituciones financieras que representan fundamentalmente a este último son también emisores de valores.

Cuando hablamos de mercados de valores, nos referiremos a una derivación del mercado de capitales asociado a un sector económico con características particulares donde se transan "promesas de pago" o títulos representativos del derecho de percibir flujos futuros, identificándose generalmente con el movimiento de la Bolsa y de las Acciones.

El mercado de valores es, dicho en otras palabras, el punto ideal de encuentro entre demandantes y oferentes de instrumentos representativos de capital y titulados para recibir los flujos que se originen en dichas representaciones de capital, orientado a la cotización y compraventa de tales títulos bajo un sistema de transacción oficial y públicamente organizado y bajo reglas de información homogéneamente estandarizadas.

Esta definición deja de manifiesto claramente que el elemento que determina el mercado de valores es justamente la mercancía que se transa en este mercado: los valores.

El artículo 3º de la ley N° 18.045 sobre la materia define valores con simples dos palabras: "títulos transferibles", a lo que se puede agregar el siguiente comentario:

La doctrina jurídica liga el concepto de Título al de un instrumento material en que se contiene el acto o contrato en que se reconocen los derechos u obligaciones que de él emanan, derivando últimamente el mismo concepto hasta identificarse por tal, al derecho mismo que representa el valor. Por otro lado, al señalar la ley que un valor debe ser Transferible, hace referencia a la posibilidad jurídica de ser enajenado y que circule en el mercado.

Asimismo, la posibilidad de liquidar o ceder un valor permite que en el libre juego de la oferta y la demanda, el mercado, abstractamente considerado, aprecie el valor, o sea

dé un precio, valore económicamente un bien.

Este elemento tan obvio, es uno de los de mayor significación para la economía, ya que uno de los mayores logros del mercado de valores es justamente el de ser capaz de dar valor presente a un flujo futuro o a un total agregado de ellos, con lo cual la economía gana liquidez y permite que tanto hombres como autoridades, puedan hacer proyecciones económicas sobre la base de consideraciones objetivas de mercado.

Respecto de los agentes que intervienen en el mercado de valores, se entenderá por "Intermediarios de Valores" a los agentes especializados que llevan a cabo las órdenes de compra o venta de sus clientes en el mercado de valores organizado. Dicha actividad puede llevarse a cabo dentro o fuera de una bolsa de valores, distinguiéndose así a Corredores de Bolsa y Agentes de Valores. Esta distinción no es menos importante dado que de acuerdo al artículo 23 de la ley de Mercado de Valores, la operación de valores de oferta pública sólo puede realizarse en bolsa de valores, quedando, por ende, restringida sólo a los corredores de bolsa. La ley además, no es diferente a esta distinción y establece requisitos distintos para uno y otro.

Esta situación deja en evidencia que una parte importante del negocio bursátil chileno se encuentra bastante sesgada, debido a la falta de interés que existe entre los agentes de valores por desarrollar nuevos negocios.

Mientras tanto en Estados Unidos, la prolífica actividad de los agentes de valores ha permitido, entre otras cosas, la creación de otros estratos de mercados que han dado gran liquidez a varios perfiles de valores entre los cuales merece destacarse el del mercado OTC (over-the-counter), mercado el cual, mediante operaciones de cotización electrónica derivada de la actividad de "market-makers" y procedimientos de cotización de bajo costo han integrado a los mercados de valores a un número importantísimo de pequeñas y medianas empresas con gran futuro, las cuales son la base de la economía norteamericana. Por cierto que en Chile no son pocos los que han pregonado la necesidad urgente de abrir el mercado de valores a las PYME, a fin de permitir a éstas, obtener recursos y capitales diferentes a la deuda, la cual es limitada a relaciones de patrimonio y bajo regímenes rígidos sujetos a plazo fijo.

Ahora bien, debido a que en estos mercados se transan "promesas de pago", el nivel de confianza es un factor esencial para su adecuado funcionamiento, ya que un mercado de valores no puede desarrollarse sin que exista una serie de salvaguardias que minimicen el incumplimiento de las obligaciones que en él se transan. Por ello, el rol del regulador en los mercados cobra trascendental importancia, pues entre sus obligaciones está la de fomentar la transparencia y eficiencia del mercado.

Por otra parte, los mercados de valores constituyen un motor dentro de la economía ya que, al igual que en el sector bancario, a través de ellos se canaliza el flujo de ahorro-inversión por medio del cual las distintas áreas de negocios logran el financiamiento necesario para su expansión.

Los principales emisores de valores son las sociedades anónimas abiertas, los bancos e instituciones financieras, los fondos institucionales distintos a los fondos de pensiones y el Estado a través del Banco Central, la Tesorería y el Instituto de Normalización Previsional. Los bancos e instituciones financieras participan en el mercado mediante la emisión de depósitos, letras hipotecarias y bonos bancarios entre otros, mientras que las sociedades anónimas mediante títulos de renta variable y títulos de renta fija. La oferta pública de títulos de renta fija cuyo plazo sea superior a un año, se efectúa mediante la emisión de "bonos" y los de menos de un año plazo, mediante pagarés u otros títulos de crédito.

3.4.- Regulación del Mercado de Valores:

No sólo por un mandato legal, sino que dado además por la necesidad de contar con un regulador de la actividad del mercado de valores, la Superintendencia de Valores y Seguros es el órgano que fundamentalmente actúa en Chile con amplias facultades a fin de otorgar normas que permitan homogeneizar la información de los emisores y sus valores, dando oportunidades para aportar esa información. Asimismo la SVS lleva a cabo una rigurosa actividad de control de las operaciones y mantiene el Registro de Valores (Artículo 6° de la ley de Mercado de Valores) que representa la base del sistema de

regulación y revelación de la información en el mercado en comento.

El establecimiento de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) se remonta a 1931. A través de los años, diferentes leyes le han ido otorgando mayores responsabilidades y ampliando su ámbito de fiscalización, disponiéndose su nombre actual y estatuto orgánico mediante el D.L. N° 3.538 de 1980.

Esta Superintendencia realiza su labor en dos esferas distintas: La primera de ellas está relacionada con la fiscalización del mercado de valores y sus agentes, definida en su ley orgánica, y la segunda, con contribuir en la promoción y desarrollo del mercado de valores chileno.

La SVS es una institución autónoma, con patrimonio propio, relacionada con el gobierno a través del Ministerio de Hacienda y que regula y supervisa lo siguiente:

- a) Las personas que emitan o intermedien valores de oferta pública.
- b) Las bolsas de valores mobiliarios y las operaciones bursátiles.
- c) Las asociaciones de agentes de valores y las operaciones que realicen.
- d) Los fondos mutuos y las sociedades que los administren.
- e) Las sociedades anónimas y las en comandita por acciones sujetas a la ley.
- f) Las empresas dedicadas al comercio de asegurar y reasegurar.
- g) Cualquiera otra entidad o persona natural o jurídica que la ley (D.L. 3.538) otras leyes le encomienden.

En general, la SVS puede emitir instrucciones y adoptar medidas tendientes a corregir el mal funcionamiento del mercado, así como también las que estime necesarias para la protección de los accionistas, inversionistas y público en general.

Realiza además una activa labor en la promoción del mercado de valores chileno en los foros internacionales en los que participa, colaborando así con una efectiva globalización del mercado nacional, lo que contribuye, sin duda alguna, a dar profundidad y transparencia al mercado local y ampliar las alternativas de inversión, mejorando la relación riesgo/retorno de los inversionistas.

En complemento a la labor de la SVS, no puede dejarse de mencionar en el sector público, al Banco Central, la Superintendencia de Administradora de Fondos de Pensiones y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Desde el punto de vista privado las facultades autonormativas y de control ético de las mismas bolsas de valores constituyen la primera línea y base de investigación, fiscalización y sanción para la mantención de un mercado regulado y público.

Sin formar parte del Mercado de Valores en cuanto oferentes o demandantes de valores, deben a lo menos mencionarse ciertos entes auxiliares que colaboran con los agentes participantes del mercado; a saber:

- **Clasificadores de Riesgo:** Auxiliares cuyo objeto principal consiste en la determinación de perfiles crediticios de emisores de valores bajo cánones objetivos y predeterminados.
- **Audidores Externos:** Auxiliares cuyo objetivo consiste en revisar la conformidad de los estados financieros presentados por un emisor de valores de oferta pública bajo normas contables generalmente aceptadas.
- **Administradores de Fondos de Terceros:** Sociedades especializadas en la administración de fondos aportados por terceros y separados patrimonialmente del patrimonio de la administradora, bajo las reglas dispuestas por la ley y sus reglamentos internos.
- **Depósito Centralizado de Valores:** Sociedades cuyo objeto exclusivo consiste en recibir valores de oferta pública en depósito, y facilitar las operaciones de transferencia de los mismos. Con ello se pretende desligar de esta función a los propietarios o tenedores de dichos valores y agilizar la dinámica del mercado.

3.5.- Corredores de Bolsa y Agentes de Valores:

a) **Corredores de Bolsa:** Ya que la definición de estos agentes corresponde a aquellos intermediarios de valores que operan dentro de una Bolsa de Valores, conviene precisar lo que se entiende por este último concepto. La Bolsa, como institución perteneciente al mercado de capitales, cumple un papel fundamental que es proveer a compradores y vendedores de valores un lugar físico de reunión para que puedan efectuar sus transacciones, a través de los servicios que prestan los corredores de bolsa.

El movimiento de la bolsa es reflejo del crecimiento industrial de un país en la medida en que es a través de él donde las empresas dan a conocer su real valor y expectativas de crecimiento. En el país, la Bolsa de Comercio de Santiago es la principal y más antigua sociedad anónima dedicada a esta materia, habiéndose creado el 27 de Noviembre de 1893 cuando existían en Chile 329 sociedades anónimas, la mayoría dedicadas a la minería.

En las primeras décadas de este siglo, la bolsa efectuó su mayor aporte al desarrollo de la economía chilena, sirviendo de plataforma financiera para la formación de un gran número de empresas que hoy constituyen nuestro potencial económico e industrial. Durante el resto del tiempo, ha mantenido su actividad y confianza a pesar de las variaciones cíclicas de la economía y las diversas crisis por las que ha debido atravesar el país.

El papel que desempeñan las Bolsas de Valores y en especial la Bolsa de Comercio de Santiago, se puede agrupar en cuatro funciones básicas:

- Facilitar el flujo Ahorro-Inversión, o sea la transferencia de recursos entre oferentes (ahorrantes) y demandantes de fondos (inversionistas).
- Optimización de la asignación de recursos, o sea procurar la calidad de la inversión al asignar los recursos a las alternativas más rentables y seguras, tanto

desde un punto de vista privado como desde uno social.

- Mercado Secundario, es decir la creación de un mercado continuo para garantizar la liquidez de los títulos que se desea transar.
- Regulación del Mercado al mantener un mercado ordenado, sin manipulación de precios ni presencia de irregularidades que atenten contra la igualdad de oportunidades para todos los que participan en él.

Debido al notable crecimiento experimentado entre los años 1980 y 1995, en la hoja siguiente se entrega un cuadro que refleja la evolución de los montos totales transados durante dicho período en la Bolsa de Comercio de Santiago, con indicación de su respectiva variación anual:

AÑO	MONTOS EN MILLONES DE PESOS	VARIACION ANUAL EN %
1980	602.126	85,8
1981	777.461	29,1
1982	1.811.066	132,9
1983	1.082.409	(40,2)
1984	1.004.069	(7,2)
1985	2.501.933	149,1
1986	5.800.938	131,8
1987	8.387.591	44,5
1988	13.208.926	57,4
1989	14.616.193	10,6
1990	12.770.999	(12,6)
1991	15.172.553	18,8
1992	22.782.994	50,1
1993	30.358.665	33,2
1994	42.067.056	38,5
1995	67.002.314	59,2

La participación por tipos de instrumentos que han significado dichos montos transados se puede apreciar en el siguiente cuadro:

INSTRUMENTOS	1980	1995	VAR. %
Acciones	237.723	4.530.089	1.806
Renta Fija	24.796	33.242.302	133.963
Interm.Financ.	318.181	24.584.369	7.627
Otros	21.426	4.645.554	21.582
T O T A L E S	602.126	67.002.314	11.028

b) Agentes de Valores : Intermediarios que operan fuera de una Bolsa de Valores que realizan operaciones tales como: compra y venta de títulos financieros, compra de títulos con pacto de retroventa, venta de títulos con pacto de recompra, coberturas financieras, emisión y colocación de valores de bonos y efectos de comercio, asesorías en ingeniería financiera, reestructuración de pasivos y compraventa de empresas.

Su creación data del año 1981 cuando se dicta la nueva ley de valores en donde, entre otras materias, se establecen las bases para su funcionamiento; no obstante, su aparición en el mercado sólo se produce en el año 1984, expandiéndose fuertemente durante los primeros años hasta llegar a 31 en 1987, año en que más agencias han existido. Desde allí en adelante, la cantidad de éstas comenzó a disminuir, principalmente por la limitación de su accionar dentro del mercado de valores, lo que motivó la transformación de muchos en corredores de bolsa. Esta disminución se nota fuertemente en 1995 cuando finalizan sólo 7 agentes de valores.

En lo que respecta a los montos operados en el mercado primario, se produce un rápido crecimiento al inicio, pero decaen posteriormente a contar de 1988, terminando 1995 con un valor bastante reducido de \$78.190 millones.

En cambio, el mercado secundario ha mostrado un comportamiento más estable, experimentando su mayor crecimiento en los años 1985 y 1986, con tasas del 109 y 133% respectivamente.

La evolución de los montos totales operados en relación al número de agentes es posible apreciarlo en el siguiente cuadro:

AÑO	NUMERO AGENTES	MONTOS MERC.PRIM	MONTOS MERC.SEC.
1984	15	582.838	2.661.945
1985	23	1.050.422	5.567.033
1986	25	1.825.853	12.991.262
1987	31	2.238.339	17.418.401
1988	26	2.176.668	28.252.707
1989	15	1.740.930	32.453.890
1990	15	477.695	19.499.024
1991	16	307.342	23.714.360
1992	14	295.716	30.666.959
1993	14	344.230	34.743.084
1994	9	243.657	28.642.992
1995	7	78.190	24.386.440

3.6.- La Intermediación Financiera:

Los Mercados Financieros habíamos dicho agrupan los mercados monetarios y de capitales, distinguiéndolos entre los de corto y largo plazo. Sin embargo, ambos operan dentro de la economía moderna, creando y transfiriendo activos y pasivos financieros.

Las unidades económicas cuyos ahorros exceden a su inversión en activos reales, poseen activos financieros; por otro lado, aquellas unidades cuyos ahorros son inferiores a su inversión en activos reales, incurren en pasivos financieros.

La transferencia de fondos que se realiza desde una unidad con excedente de ahorros hacia otra con déficit de él se reconoce como intermediación financiera, de tal manera de redistribuir el ahorro hacia sus aplicaciones más productivas. Las empresas especializadas cuyas actividades incluyen la creación de activos y pasivos financieros se conocen como intermediarios financieros, sin los cuales, la asignación del ahorro entre las diversas inversiones sería limitada, cualquiera que fuese la distribución de este ahorro.

Por medio de esta intermediación, los recursos se asignan de una manera más eficiente, lo cual incrementa la producción real de la economía.

Así, el desarrollo del mercado de capitales permite a las empresas y a las personas "hacer más" con sus ahorros y proveer el financiamiento necesario para que estos actores económicos puedan hacer más con sus ideas y talentos, siendo de este modo los ahorros escasos destinados a los mejores proyectos de inversión.

Esto resulta de vital importancia, ya que si en un país el proceso de ahorro e inversión no se realiza acertadamente se castiga directamente el crecimiento y, por tanto, el mercado de capitales tiende a ser subdesarrollado, inadecuado o inexistente; la economía pierde capacidad de crecimiento y tiene menos oportunidades de beneficiarse de las mejores ideas y talentos, enfrentando la consiguiente pérdida de ganancias que se traduce en un menor y escaso ahorro que es utilizado de manera menos productiva. Bajo estas condiciones, un país no puede tener expectativas razonables de desarrollo para los hombres y la sociedad en general.

El desarrollo del mercado de capitales induce a que el ahorro y la inversión sean más eficientes, produciendo dos efectos:

- a) Para los inversionistas genera un mayor retorno de las inversiones, que hace que las personas obtengan un mayor nivel de riqueza en el largo plazo, el que a su vez se traduce en mayor consumo.
- b) Para los demandantes de fondos, que enfrentan la necesidad de hacer inversiones, este desarrollo significa un menor costo de financiamiento que se manifiesta en empresas

más competitivas en sus respectivos mercados, mejores salarios y más empleos.

Entre los diversos intermediarios financieros podemos encontrar algunas instituciones que invierten en mayor grado en los valores de las firmas de negocios que otras. A continuación se detallan aquellas instituciones que compran y venden valores corporativos:

- Los Bancos Comerciales son la fuente más importante de fondos para las empresas mercantiles en general, recibiendo de las personas, empresas y gobiernos depósitos a la vista y a plazo que utilizan para realizar préstamos e inversiones. Entre los préstamos que efectúan a las empresas mercantiles, están aquellos para necesidades estacionales, los a corto plazo, los a plazos medios de hasta cinco años y los préstamos hipotecarios.
- Las Empresas de Seguros se dedican a cobrar primas periódicas a quienes aseguran, a cambio de brindarles un pago si llegara a ocurrir algún accidente. Con los fondos recibidos, estas empresas establecen reservas que, junto a una parte de su capital, se invierten en activos financieros.
- Los Fondos Mutualistas de Inversiones utilizan el dinero aportado por las personas para realizar grandes inversiones en acciones y bonos de empresas. Cada persona posee un porcentaje especificado del fondo mutualista, dependiendo de su inversión original, pudiendo vender su participación en cualquier momento ya que el fondo tiene la obligación de redimirla.
- Las Cajas de Ahorros y Préstamos recibían tradicionalmente los fondos de las cuentas de ahorros y los invertían principalmente en hipotecas sobre bienes raíces que representaban préstamos a largo plazo, los cuales eran solicitados sobre todo por particulares. Las nuevas leyes promulgadas a principios de la década de los ochenta ampliaron las facultades de concesión de préstamos para dichas instituciones para que progresivamente se convirtieran en organismos de naturaleza financiera.
- Los Fondos de Pensiones se establecen para brindar ingresos a las personas cuando se retiran a partir de un fondo generado por ellos mismos. El fondo invierte estos aportes y le paga el importe acumulado en forma periódica al trabajador retirado. Debido a la naturaleza a largo plazo de sus pasivos, los fondos de pensiones se

encuentran en posibilidad de invertir en valores a más largo plazo, preferentemente en bonos y acciones de las empresas.

- Las Compañías Financieras son empresas comerciales cuya actividad fundamental consiste en hacer préstamos a otras empresas del mismo tipo y a personas físicas.

Las funciones que desempeñan las instituciones financieras se consideran como el reflejo de las ventajas que ofrece la intermediación financiera y los cambios en su función, notoriamente en el caso de los bancos, se considera en gran medida como el reflejo de los altibajos experimentados por dichas ventajas.

Tal como se ha expresado, tanto los bancos como las compañías de seguros, los fondos de pensiones y otras instituciones desempeñan esta función de intermediación, aunque los flujos financieros comprenden también flujos entre los propios intermediarios y entre las empresas en general, en forma de crédito comercial.

Esto plantea tres interrogantes para determinar la vigencia, aplicabilidad e importancia de los intermediarios financieros en la economía:

- a) ¿Por qué hay intermediación, en lugar de financiación directa?
- b) ¿Cuáles son los resultados de la intermediación financiera?
- c) ¿Qué cambios en la dinámica económica de la intermediación ayudan a explicar los cambios en la importancia relativa de los diferentes tipos de instituciones en la economía?

Respecto de la pregunta a), se puede mencionar que los intermediarios pueden surgir o desarrollarse tanto por el lado del pasivo como por el lado del activo del negocio. Así, por ejemplo, la historia convencional de los bancos sitúa su origen principalmente en su papel como depositarios de pasivos, algo similar a lo que sucede con las compañías de arrendamiento financiero o leasing que se han desarrollado significativamente durante el último tiempo, por el lado del activo. En todo caso, el

desarrollo de los intermediarios financieros está relacionado con dos factores: el principio del seguro y el ahorro de costos.

El principio del seguro se encuentra en la base de la creación de carteras diversificadas de préstamos u otros activos, que reduce los riesgos de las instituciones financieras y de sus acreedores y, al minimizar la influencia de los sucesos aleatorios, permite asimismo a sus acreedores, evaluar su rendimiento con mayor precisión.

Además es el principio del seguro, bajo la forma de una baja correlación entre las retiradas de depósitos de los impositores o los titulares de pólizas individuales, el que hace posible a los bancos ofrecer depósitos a la vista y a una compañía de seguros de vida abonar las pólizas. Puede decirse que, a fin de cuentas, lo que hacen todas las instituciones financieras es vender la ley de los grandes números.

Al igual que sucede con muchas formas de organización, las eventuales ventajas de los intermediarios financieros sobre el financiamiento directo provienen de las economías de escala, la estandarización o la especialización.

En segundo lugar, estos intermediarios ahorran costos gracias a las matemáticas de la agencia matrimonial. Si hay, supongamos, cuatro posibles prestamistas y cuatro posibles prestatarios, las parejas posibles son dieciséis; pero si todos ellos operan a través de un único intermediario que actúa como agente de asignación, sólo se necesitarán ocho relaciones. Con diez prestamistas y diez prestatarios, un único intermediario tendrá que realizar tan sólo veinte operaciones, en lugar de las cien posibles.

En general hay n^2 relaciones posibles entre n parejas, mientras que un intermediario único sólo necesita $2n$; y cuanto mayor sea el número de prestamistas y de prestatarios, mayor será el ahorro de costos que ofrecen los intermediarios. Este mismo aspecto subyace en el importante papel que desempeñan estos últimos en la reducción de los costos de búsqueda e investigación.

La intermediación financiera evita los costos que de lo contrario se derivarían de la duplicación del control de los prestatarios y de la gestión de los problemas de liquidez

y los impagos. Sin los bancos, o algún agente equivalente que pueda ser designado, cada uno de nosotros debería realizar el seguimiento individual de los préstamos otorgados a toda una serie de prestatarios, debiendo soportar asimismo de manera individualizada la gestión de impagos.

Además, aparte de reducir los costos de búsqueda y control, los intermediarios financieros reducen los costos de información, no sólo porque interpretan la información sobre la calidad de los prestatarios, por ejemplo, sino también porque centralizan una información que los prestatarios o los titulares de pólizas de seguros de vida no siempre desean que se publique. Tal es el caso de los bancos, los cuales disponen de una información sin parangón sobre la situación de los prestatarios gracias a su conocimiento de los movimientos de sus cuentas bancarias.

Con respecto a la interrogante b), al reducir el riesgo y los costos, la intermediación financiera se traduce en un nivel de ahorro y de inversión más elevado. Esto se produce, seguramente, a expensas de un mayor grado de interdependencia financiera y del grado de regulación requerido para ello.

Esta intermediación ha producido también el efecto, sumamente beneficioso, de la transformación entre activos y pasivos. Así, por ejemplo, un banco puede conseguir que sus pasivos por depósitos sean más líquidos, tengan un menor nivel de riesgo y sean individualmente más pequeños que sus créditos. A medida que la intermediación se ha ido desarrollando, se ha creado una gran variedad de instrumentos financieros, generando servicios de pagos más eficientes y a un menor costo de lo que hubiera sucedido en otro caso, y creando una mayor variedad de opciones en materia de riesgo y de distribución temporal del consumo.

Existe un consenso general acerca de que la intermediación financiera reporta beneficios económicos. Sin embargo, algunos economistas y políticos han ido aún más allá, hasta afirmar que los sistemas económicos con predominio de los bancos son más eficaces para la promoción del crecimiento que aquellos otros en que los mercados de valores ocupan un lugar más importante en el proceso de obtención del capital.

Para ejemplificar lo anterior, se ha establecido una comparación entre Francia, Alemania y Japón, por un lado, y Estados Unidos y el Reino Unido, por el otro. Se ha sostenido que los sistemas en los que existen relaciones a largo plazo entre los bancos y los prestatarios permiten a estos últimos adoptar una visión a más largo plazo de la inversión, mientras que los mercados de valores supuestamente adolecen de una "miope" visión a corto plazo que obliga a las empresas de Estados Unidos y el Reino Unido a adaptarse.

Los mercados de valores no sólo desempeñan un papel importante en la captación del capital, sino que también tienen una función de difusión de información que escasea en los sistemas con predominio de los bancos. Con esto comenzamos a responder la interrogante c) respecto de los cambios en la importancia relativa de las distintas instituciones en la economía.

En las economías primitivas, los prestamistas locales eran la principal forma de "institución financiera". Sin embargo, el proceso de desarrollo económico ha ido asociado, en todos los casos, con el desarrollo de la intermediación, de modo que los activos de los intermediarios han tendido a aumentar más rápidamente que los activos físicos, predominando en esta fase los bancos.

En el Reino Unido, antes de que la liberalización de los bancos y las cajas de ahorro en los años ochenta y el fuerte aumento del precio de las acciones en manos de las instituciones financieras en los años noventa pusieron fin a esta fase, parecía como si el volumen de pasivos de los intermediarios financieros en relación con el Producto Interno Bruto se hubiera estancado.

Desde una perspectiva a largo plazo, la parte de los depósitos bancarios en los pasivos totales de los intermediarios han tendido a disminuir en muchas economías más duras. Ciertamente, durante los últimos veinte años más o menos, la mejora de las prácticas de los mercados de valores, reduciendo los costos de transacción, y la introducción de nuevos instrumentos que reducen el riesgo, unidas a una legislación sobre sociedades más estricta, mayores requisitos de publicidad de la contabilidad de las

sociedades y el desarrollo de las agencias de calificación bursátil, se han combinado para reducir las ventajas relativas de los bancos como entidades de control del crédito a empresas, o al menos de las empresas cotizadas.

Los márgenes de tipo de interés de los préstamos a estas últimas han caído en el Reino Unido y en Estados Unidos, donde los deudores corporativos se han dirigido a los mercados de valores, incluidos los mercados de eurobonos y, en Estados Unidos y algunos otros países, los mercados de papel comercial.

Los bancos se han centrado cada vez en mayor medida en los préstamos personales; pero hay muchas otras instituciones financieras y un creciente número de grandes empresas de distribución que han aprovechado la información de que disponen sobre sus clientes y la tecnología de tarjetas para entrar en este sector. En general, la tecnología de tarjetas ha reducido la demanda de saldos líquidos disponibles; y esto, junto con la banca telefónica y las cuentas postales, ha reducido la necesidad de sucursales bancarias. El aumento de la renta real y, en algunos países, las ventajas fiscales de que disfrutaban han favorecido el crecimiento de los intermediarios financieros no bancarios, como las compañías de seguros y los fondos de pensiones.

Los cuadros siguientes muestran la evolución de las instituciones financieras en el Reino Unido y Estados Unidos, donde se aprecia con claridad la pérdida de peso relativo de los bancos y otras instituciones en la proporción de depósitos sobre los pasivos totales de los intermediarios durante el presente siglo, a contar del año 1900 y hasta 1993 año en que los Fondos de Pensiones y las Compañías de Seguros aparecen en una situación predominante dentro del mercado.

Proporción de los Activos Financieros Totales de las Instit. Financieras en EE.UU:

INSTITUC. FINANCIERA	1900	1910	1929	1939	1948	1960	1970	1980	1993
Bancos Comerciales	62,9	64,5	53,7	51,2	55,9	38,2	37,9	34,8	25,4
Entidades de Ahorro	18,2	14,8	14,0	13,6	12,3	19,7	20,4	21,4	9,4
Compañías de Seguros	13,8	16,6	18,6	27,2	24,3	23,8	18,9	16,1	17,4
Sociedad de Inversión	ND	ND	2,4	1,9	1,3	2,9	3,5	3,6	14,9
Fondos de Pensiones	0,0	0,0	0,7	2,1	3,1	9,7	13,0	17,4	24,4
Soc. de Financiamiento	0,0	0,0	2,0	2,2	2,0	4,6	4,8	5,1	4,7
Ag. y Soc. de Valores	3,8	3,0	8,1	1,5	1,0	1,1	1,2	1,1	3,3
Cías. Hipotecarias	1,3	1,2	0,6	0,3	0,1	ND	ND	0,4	0,2
Fds. Inver. Inmobiliaria	ND	ND	ND	ND	ND	0,0	0,3	0,1	0,1
TOTAL (en porc.)	100	100	100	100	100	100	100	100	100

FUENTE: "¿Is banking a declining industry? A historical perspective", George G. Kaufman Y Larry Mote.

Proporción de los Activos Financieros Totales de los deferentes tipos de intermediarios en el Reino Unido:

INSTITUC. FINANCIERA	1913	1930	1939	1950	1960	1970	1980	1990	1995
Bancos Comerciales	64	60	55	65	40	30	31	33	28
Cajas de Ahorro	4	8	12	9	12	18	22	17	11
Compañías de Seguros	32	31	32	26	30	28	23	23	30
Fondos de Inversión	ND	ND	ND	ND	ND	7	4	3	3
Fondos de Pensiones	ND	ND	ND	ND	14	16	18	25	27
Soc. de Financiamiento	ND	ND	ND	ND	ND	1	1	1	1
TOTAL (porcentaje del prod. Int. Bruto)	71	99	109	112	106	131	129	251	310

3.7.- Instituciones Financieras:

Corresponden éstas a todos los establecimientos bancarios y entidades que de algún modo tengan en el crédito su función habitual, actuando de intermediarios en el mercado financiero al recoger las sumas que exceden las necesidades inmediatas de los ahorradores para destinarlas a quienes precisan fondos para invertirlos.

En el punto anterior se enunciaron las principales instituciones que operan en el mercado financiero, desarrollándose en el punto actual un análisis más profundo de cada una de estas instituciones, con el objeto de exponer su evolución general en el último tiempo, su impacto en la economía y la situación particular de ellas en el ámbito financiero chileno.

- a) Los Bancos Comerciales: Conjunto de entidades que tienen por objeto básico facilitar directa o indirectamente la financiación de las distintas actividades económicas mediante recursos propios o los que obtienen de terceros.

La actividad bancaria ha registrado una fuerte evolución a lo largo del tiempo a medida que lo fueron requiriendo las crecientes necesidades de la más compleja interdependencia económica. Por ello, la banca de ser en sus orígenes un negocio de depósito de dinero o mercancías, se ha convertido en una actividad fundamental para lograr el progreso económico, extendiendo su actuación a múltiples campos todos ellos ligados a la financiación. En la época actual, la banca no es tan sólo un intermediario financiero, sino además una actividad de servicios múltiples que comprenden desde el asesoramiento hasta la misma participación directa en empresas industriales y comerciales.

Se considera que los orígenes de la banca se remontan en unos 4.000 años cuando hacia el año 2.000 A.C. se efectuaban en Babilonia y Egipto operaciones de depósito y préstamo de mercancías. Los conocidos como Bancos de giro de cereales de Egipto se extendían por todo el país y entregaban unos documentos convertibles en dinero como contrapartida de las entregas de cereal que efectuaban los labradores en los silos propiedad del Faraón.

La aparición de la moneda en el Siglo VII A.C. constituye el comienzo de una nueva etapa en la historia de la banca, desarrollándose ciertas operaciones tales como cambio de moneda, recepción de depósitos y emisión de préstamos.

En Roma, la banca aparece cinco siglos más tarde, financiando tanto a las empresas privadas como al sector público. Posteriormente, en la época imperial,

aparecieron banqueros privados, perfeccionando el negocio bancario, al desarrollar por primera vez las operaciones de cuenta corriente en el sentido actual (el depósito o receptum y su reconocimiento como medio para saldar deudas).

Al comenzar la Edad Media, la banca atraviesa una etapa de estancamiento debido a la postura negativa de la iglesia en cuanto a los préstamos con interés, así como la recesión del comercio en Europa. La recuperación económica en el Siglo XI estimula las operaciones bancarias, activando varias ciudades del norte de Europa y del Mediterráneo, donde Barcelona aparecía como un centro importante. Sus banqueros, en gran parte judíos, eran en principio simples cambiadores de monedas, pero los importantes beneficios permitían la acumulación del dinero y la concesión del crédito, al margen de ser depositarios de dinero y prestamistas de la monarquía y municipios.

El desarrollo del tráfico comercial a partir del Renacimiento dio impulso considerable a la banca, hasta el punto de que algunos banqueros se convirtieron en auténticas potencias políticas. Apareció entonces la letra de cambio, que, a diferencia de la de pago, podía endosarse y se convertía así en un instrumento de crédito. Podía hacerla el propio banquero o un cliente suyo, a quien éste se la compraba previa deducción de una comisión llamada agio, naciendo así la técnica del descuento.

En el transcurso del Siglo XVII se produjo una profunda transformación de las técnicas bancarias que tuvo su origen sobre todo en Inglaterra, observando los banqueros que con los fondos recibidos en depósitos podían efectuar préstamos a condición de que las sumas prestadas les fueran devueltas antes del vencimiento de los depósitos. Ello les permitía pagar un interés a los imponentes, en lugar de cobrarles derechos por la custodia del dinero, como era usual hasta entonces. Más tarde advirtieron que la rotación normal de la retirada de depósitos y de la imposición de otros nuevos les permitía emplear una parte de los fondos depositados en hacer préstamos sin tener en cuenta la fecha de vencimiento de los depósitos, aceptando éstos sin una fecha de vencimiento determinada llamados "depósitos a la vista" y pudieron emitir billetes pagaderos a la vista. Como complemento lógico de lo anterior apareció el cheque que permitía al imponente la retirada o de parte del depósito hecho al banquero.

En el Siglo XIX la banca experimentó un fuerte desarrollo como consecuencia de los grandes avances del comercio y la industria. El billete del banco fue sustituyendo a la moneda metálica y el derecho de emisión fue reservándose poco a poco a unos establecimientos especializados, los Bancos de Emisión, que tenían la función de proveer de billetes a los Bancos Comerciales, y que acabaron a la larga por controlar sus operaciones.

Aunque los diferentes tipos de banca existentes en el mundo varían de país a país, según las características de su sistema bancario, en general pueden clasificarse en los siguientes grupos:

- a) Según la propiedad o control: Banca Privada y Banca Oficial, y Banca Nacional y Banca Extranjera.
- b) Según las características operativas: Banca Comercial o de Depósitos, Banca Industrial y de Negocios, Banca de Desarrollo y Banca Mixta.
- c) Según la demarcación geográfica de actuación: Banca Múltiple y Banca Unitaria.

En Chile hemos tenido casi un siglo y medio de historia bancaria, donde los grandes cambios sociales, políticos, económicos y tecnológicos que se han observado en dicho lapso, han provocado fuertes ajustes en algunas expresiones de la actividad, aunque muchos elementos centrales todavía se mantienen. En esta evolución, destaca lo sucedido en los últimos veinte años, período en que la velocidad de los cambios en el área financiera aumentó enormemente, sobretudo en lo que a incorporación de tecnología se refiere.

Adaptarse a los cambios no siempre resulta fácil para los bancos y financieras. Una de las razones es su fuerte dependencia del capital humano que, frente a los nuevos desafíos, requiere un permanente proceso de reentrenamiento. Una segunda razón, más poderosa que la anterior, es la estricta legislación a la que se encuentra sometido el sector desde la década de los treinta.

Hasta los años setenta, el mercado de capitales estaba constituido por los bancos y financieras, las bolsas de valores y algunas otras expresiones no gravitantes de instituciones de ahorro y crédito. En la actualidad, dicha plaza es mucho más compleja. La fuerte aparición de los inversionistas institucionales y el gradual desaparecimiento de las barreras entre los mercados de diferentes países, figuran entre los factores que han llevado a un cambio radical del panorama del mercado de capitales chileno.

No obstante, el sistema financiero sigue siendo el principal agente del mercado de capitales en Chile, aún cuando es efectivo también que sigue perdiendo participación en el sector, dada la tendencia a la así llamada "desintermediación financiera" observada en los últimos años en el país y en el mundo. Este proceso consiste en la progresiva eliminación de intermediarios entre demandantes y oferentes de fondos, por lo menos para algunos rubros de operaciones financieras de gran tamaño.

La situación en todo caso no es preocupante sino positiva en términos globales, porque mejora la eficiencia del mercado, pero sí es inquietante para la banca, la cual ha reaccionado desarrollando una gama de filiales tendientes a diversificar sus servicios, procurando así retomar la participación que va perdiendo por el proceso de desintermediación descrito.

A la fecha la mayoría de los bancos incluyen dentro de su red de filiales a Administradoras de Fondos Mutuos, Agencias de Valores, Corredoras de Bolsa, Empresas de Asesoría Financiera y Compañías de Leasing, las que actualmente representan un poco más del 10 % de los ingresos totales del sistema financiero, a diferencia de la pequeña porción que representaban hace 10 años atrás.

De la misma manera, al estudiar el comportamiento de los activos reales de estas nuevas empresas, fue posible observar un permanente y sostenido incremento en sus volúmenes de negocios, apreciándose que la relación de activos de las filiales y sociedades de apoyo al giro, respecto de los préstamos del sistema financiero, creció desde un 1,7% en 1988, hasta una cifra cercana al 7% durante 1995, permitiendo esta evolución señalar, con bastante énfasis, las posibilidades de diversificación de negocios que posee la industria bancaria, tanto dentro como fuera del país.

Así, en la actualidad los bancos dominan los mercados financieros a través de sus respectivas filiales por una razón muy sencilla: más que el negocio de intermediación pura, ofrecen servicios financieros, constituyéndose el banco en un verdadero supermercado financiero.

La internacionalización de la banca permitida dentro de la nueva Ley de Bancos significó una efectiva y real apertura de la banca chilena al exterior, abriendo nuevos negocios que se pueden agrupar en dos áreas fundamentales: El área de préstamos comerciales a empresas chilenas que operan en el exterior, o a empresas extranjeras bajo un criterio de clasificación determinado, y el área de inversiones, como es el caso de las filiales y la compra de nuevos bancos, en proporciones tanto mayoritaria como minoritaria, para permitir a los bancos nacionales ir posicionándose de manera gradual en su acceso a los mercados internacionales en términos de inversión.

El siguiente cuadro muestra la disminución del número de instituciones financieras dentro de la última década:

NUMERO DE INSTITUCIONES (1990-1999)

INSTITUC. FINANCIERA	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Bancos Com. Priv.	13	13	13	13	13	13	12	11	11	12
Bancos Extranjeros	22	22	22	20	19	17	17	17	14	14
Bancos Estatales	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Financieras	4	4	4	4	4	3	3	3	2	1
TOTAL	40	40	40	38	37	34	33	32	28	28

b) Las Sociedades Financieras: Sociedades cuya actividad, semejante a la realizada por los establecimientos bancarios, consiste en realizar colocaciones de sus recursos en las diferentes alternativas que se ofrecen en el mercado financiero. Estas sociedades obtienen sus recursos de su propio capital, fondos de sus empresas matrices o filiales, o bien cantidades recibidas como préstamos a través de contratos determinados. Tienen generalmente, un grado de especialización mayor que las empresas bancarias, registrándose diversos tipos de sociedades financieras gestoras de inversiones de grupos

industriales o aseguradores, empresas dedicadas al crédito inmobiliario, prestación de servicios de factoraje, financiación de ventas a plazo, etc. No obstante, la ley les impide la apertura de cuenta corriente a sus usuarios, lo que ha motivado últimamente la integración de algunas financieras con entidades bancarias.

3.8.- Los Inversionistas Institucionales:

Después de haber expuesto las instituciones financieras, cabe precisar lo siguiente: La ley N° 18.045 de Mercado de Valores, señala en su letra e) del artículo 4 bis, que los inversionistas institucionales son "bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley". Se ha querido exponer los bancos y sociedades financieras separadamente, con el fin de mostrar más claramente la función de intermediación financiera que realizan los primeros y el proceso de desintermediación que provocan los segundos.

Este criterio se grafica de buena manera en el siguiente cuadro que expone los diferentes agentes económicos en sus diferentes funciones, donde, por el lado productivo se encuentran las empresas que demandan créditos para financiar sus inversiones y operaciones y, por el lado del ahorro, los inversionistas institucionales y las personas que constituyen los grandes demandantes de instrumentos financieros, ubicándose entre ambos los intermediarios de fondos y de valores, representados por los bancos, corredores de bolsa y agentes de valores.

EMISORES PRODUCTIVOS	INTERMEDIARIOS	INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES					
	BOLSAS DE COMERCIO (Corredores de Bolsa)	FONDOS DE PENSIONES					
	<table border="1"> <tr> <td colspan="2" style="text-align: center;">Punto de Encuentro para transacciones</td> </tr> </table>	Punto de Encuentro para transacciones		Inversiones Cuotas			
Punto de Encuentro para transacciones							
EMPRESAS	BANCOS	COMPANIAS DE SEGUROS					
	<table border="1"> <tr> <td>Otros Activos</td> <td>Capta - ciones</td> </tr> <tr> <td>Coloca- ciones</td> <td>Capital</td> </tr> </table>	Otros Activos	Capta - ciones	Coloca- ciones	Capital	<table border="1"> <tr> <td>Otros Activos</td> <td>Deuda Reservas</td> </tr> </table>	Otros Activos
Otros Activos	Capta - ciones						
Coloca- ciones	Capital						
Otros Activos	Deuda Reservas						
Activos	AGENTES DE VALORES	<table border="1"> <tr> <td>Inversiones</td> <td>Capital</td> </tr> </table>	Inversiones	Capital			
Inversiones	Capital						
Bonos	<table border="1"> <tr> <td rowspan="3">Otros Activos</td> <td>Pasivos</td> </tr> <tr> <td>Pactos</td> </tr> <tr> <td>Capital</td> </tr> </table>	Otros Activos	Pasivos	Pactos	Capital	FONDOS MUTUOS	
Otros Activos	Pasivos						
	Pactos						
	Capital						
Deuda	<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">Inver - siones</td> <td>Capital</td> </tr> </table>	Inver - siones	Capital	<table border="1"> <tr> <td>Inversiones</td> <td>Cuotas</td> </tr> </table>	Inversiones	Cuotas	
Inver - siones	Capital						
	Inversiones	Cuotas					
Capital		FONDOS DE INVERSION					
		PERSONAS					
		<table border="1"> <tr> <td>Otros</td> <td>Deuda</td> </tr> </table>	Otros	Deuda			
	Otros	Deuda					
	<table border="1"> <tr> <td>Inversiones</td> <td>Capital</td> </tr> </table>	Inversiones	Capital				
Inversiones	Capital						

A continuación se entregará una síntesis de los mayores inversionistas institucionales y su correspondiente evolución histórica e impacto en la economía nacional.

a) Las Administradoras de Fondos de Pensiones: No cabe duda que dado el increíble crecimiento que han experimentado, éstas son el más importante inversionista institucional. Su origen data de mediados de 1981, fecha en que entró en vigencia el D.L. 3.500, que reformó el régimen previsional desde un sistema ineficiente e injusto por uno de capitalización individual, donde el pensionado obtuviese, al término de su vida laboral, el capital suficiente que se equiparase a una pensión justa, de acuerdo a los aportes efectuados.

Bajo este esquema nace el nuevo sistema de pensiones y se proyecta no como un sistema para mejorar el mercado de capitales sino como una solución al problema del financiamiento de la previsión. Los recursos acumulados son administrados por sociedades anónimas privadas denominadas Administradoras de Fondos de Pensiones e invertidos en el mercado con el objetivo principal de obtener rentabilidad positiva.

Con el objeto de minimizar el riesgo de estas inversiones, la autoridad estableció límites en cuanto a tipos de instrumentos a invertir y porcentajes máximos tanto del fondo como del emisor, tratando de evitar la concentración de proporciones elevadas del fondo solamente en un tipo de instrumento, emisor de título o empresa, en títulos con algún grado de riesgo, en un mismo sector de actividad o en grupos empresariales relacionados.

Dado el rápido crecimiento de los recursos obtenidos por las A.F.P, se ha ido generando una situación de escasez relativa de algunos instrumentos de inversión, al no poder exceder los límites fijados, situación que presionó a la autoridad legislativa para aumentar dichos límites e incorporar nuevos instrumentos a través de las reformas al mercado de capitales N°s19.301 publicada el 19 de Marzo de1994 y 19.389 publicada el 18 Mayo de 1995.

A 1997, el impacto de los Fondos de Pensiones en la economía nacional se refleja en el siguiente cuadro de inversiones:

INVERSIONES	%	DETALLE DE LAS INVERSIONES	%
TITULOS ESTATALES	42,1	Instrument. Banco Central	38,8
		Bonos de Reconocimient.	3,3
SECTOR BANCOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS	24,6	Letras Hipotecarias	18,8
		Depósitosa Plazo	4,2
		Bonos Bancarios	1,6
SECTOR EMPRESAS	32,8	Acciones	25,1
		Bonos de Empresas	4,7
		Cuotas Fds Inversión	3,0
INSTRUMENTOS EXTRANJEROS	0,5		

Como se desprende del cuadro, los Títulos Estatales y las Acciones representan más del 60 %, constituyéndose éstas últimas en el instrumento de mayor desarrollo dentro del último tiempo, revitalizando profundamente la economía chilena desde 1984 al evolucionar a la par de una serie de privatizaciones de empresas públicas en cuyos patrimonios comenzaron a participar activamente, permitiéndose con ello mejorar los resultados de dichas empresas y por consiguiente, generar positivos efectos en la rentabilidad de los recursos invertidos por los Fondos de Pensiones.

La inversión que efectúan las A.F.P en los instrumentos descritos en el cuadro anterior, se encuentran sometidos a un proceso de clasificación de riesgo que realizan entidades especializadas a través de una opinión independiente respecto de la probabilidad de pago del capital y los intereses de un instrumento de deuda. La opinión se manifiesta mediante una clasificación literal, que califica el grado de seguridad de los instrumentos en un orden descendente, que va desde la triple AAA a la E, lo que permite reflejar el riesgo de un instrumento financiero respecto a otro.

El D. L. N° 3.500 creó, además, otro organismo denominado Comisión Clasificadora de riesgo, que aprueba o rechaza los instrumentos que pueden adquirirse

con Fondos de Pensiones, constituyéndose en una instancia de evaluación de las clasificaciones mencionadas anteriormente.

Esta comisión está integrada por las siguientes personas:

- a) El Superintendente de A.F.Ps
- b) El Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras
- c) El Superintendente de Valores y Seguros
- d) Cuatro representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones, elegidas por éstas.

El sistema de A.F.P está sujeto a una estricta fiscalización estatal a través de un organismo autónomo, denominado Superintendencia de Administradora de Fondos de Pensiones, dirigido por una persona de la exclusiva confianza del Presidente de la República.

La rentabilidad alcanzada por los Fondos de Pensiones desde sus inicios a la fecha es, indudablemente, un gran éxito del sistema y una prueba de que los incentivos y controles que éste posee funcionan correctamente.

Desde la implementación de este sistema, el ahorro nacional bruto ha experimentado un crecimiento notable, desde una tasa inferior al 5 % del PIB en 1982 a cifras cercanas al 30%, lo que ha permitido a Chile no sufrir el rigor de la crisis de financiamiento de otros países, gracias al importante stock de recursos que genera el sistema privado de pensiones, basado en la capitalización individual.

Si bien es cierto que existía en el país un mercado de capitales mucho antes de la reforma previsional, es un hecho efectivo que los fondos de pensiones han contribuido muy significativamente a su desarrollo.

En efecto, si se comparan los fondos transados antes del sistema privado de pensiones y los montos actuales, podemos observar que se han incrementado en más de 120 veces en el caso de los instrumentos de deuda y en 19 veces en el caso de las acciones.

Por otra parte, en Chile no existía en la práctica financiamiento de mediano y largo plazo, con las graves consecuencias para el desarrollo nacional y la dependencia a los créditos externos, cuyas fluctuaciones han afectado a otros países iberoamericanos en el último tiempo.

b) Las Compañías de Seguros: Corresponden a los segundos inversionistas institucionales en orden de importancia, con un comportamiento parecido al de las A.F.P y con un dinamismo y competitividad significativo dentro del sector financiero nacional.

Hasta principios de la década de los ochenta, las compañías estaban reguladas de acuerdo al D.F.L. 251 del año 1931, legislación que permitía la existencia de monopolio estatal de reaseguración y control de tarifas, primas y comisiones, no presentando esta actividad, por ende, gran dinamismo.

A comienzos de la década de los ochenta, este mercado tuvo cambios importantes, estableciéndose nuevas bases para los Seguros Generales a través del D.L. N° 3057 de 1980, condicionándose un capital mínimo de 60.000 UF, liberalizándose las primas y comisiones y determinándose la libertad de los reaseguros. El efecto de estas medidas fue el aumento de la competencia, una libertad de tarifas y una natural disminución en los precios de las primas.

Para el caso de los Seguros de Vida, el D.L. 3500 que normó el sistema previsional, le originó un fuerte repunte, ya que al exigir a las A.F.P la contratación para sus afiliados de una póliza de seguro de invalidez y sobrevivencia con una Compañía de Seguros de Vida establecida en Chile, generó a partir de 1981, un importante flujo de recursos desde las A.F.Ps hacia estas compañías.

Básicamente el negocio asegurador se divide en la cobertura de riesgos sobre las cosas y sobre la vida de las personas, dando origen con ello a las Compañías de Seguros Generales y Compañías de Seguros de Vida respectivamente, estando la industria aseguradora sometida por ley en términos más estrictos que otras actividades comerciales y financieras, debido a que en el acto de suscribir una póliza no existe una justicia conmutativa evidente, como lo es la adquisición de otro tipo de bienes y servicios.

En Chile el marco regulatorio apunta a preservar ciertos niveles mínimos de solvencia y producir además la suficiente transparencia e información hacia los asegurados, de tal forma que ellos puedan tener información lo más objetiva posible del nivel relativo al riesgo asumido al contratar una póliza en una compañía u otra.

Además, en Chile, como en otros mercados desarrollados, se ha obligado por ley la contratación por parte de las Compañías de Seguros de la Clasificación de Riesgo, que mide la capacidad de pago de siniestros de las pólizas. Estas clasificaciones deben hacerse públicas con el objeto de entregar así una buena información respecto de los seguros contratados o por contratar.

En lo que se refiere a la evolución de sus activos, el incremento observado durante el último tiempo ha sido extraordinario, ejerciendo una notable influencia en el mercado de capitales. Sus inversiones pasaron de \$267.912 millones en 1980 a \$2.897.184 millones en 1995, lo que equivale a un incremento real de un 981 % en los quince años, con una tasa de crecimiento anual promedio de un 16,63 real.

La cartera de inversiones también ha presentado importantes cambios, pudiendo observarse esto con mayor detalle en el siguiente cuadro:

INSTRUMENTO	1980	1987	1995
Acciones	32,6	13,6	10,4
Letras Hipotecarias	0	10,6	18,1
Depósitos a plazo	14,2	26,6	2,8
Bonos de Empresas	0,2	12,2	12,2
Títulos del Estado	2,8	25,6	39,3
Caja y otros	50,2	11,4	17,2
T O T A L E S	100,0	100,0	100,0

En cuanto a la internacionalización del sector, si bien es cierto a mediados de 1995 se flexibilizaron las normas que regulaban el flujo de salida de capitales de las compañías de seguros, a Marzo de 1997 sólo un 0,29 % del total de activos administrados por estas compañías se encontraba invertido en el exterior, lo que representa un porcentaje sumamente bajo, considerando además que del total de 33 compañías en el mercado en ese entonces, sólo 7 habían realizado inversiones fuera de Chile.

c) Las Administradoras de Fondos Mutuos: Los Fondos Mutuos se crearon a comienzos del año 1960, como una forma de incentivar la demanda de títulos por parte de personas sin acceso directo al mercado y, a su vez, canalizar los recursos de las empresas, dando con ello una mayor profundidad, liquidez y estabilidad al mercado.

Los fondos mutuos son patrimonios formados por aportes de personas naturales y/o jurídicas para su inversión en valores de oferta pública, administradas por sociedades anónimas, llamadas sociedades administradoras, que actúan por cuenta y riesgo de los apostantes o partícipes. Los patrimonios de estas sociedades se contabilizan separadamente de las de los fondos y los aportes recibidos se expresan en cuotas de igual

valor y características, las que se valoran diariamente en función de la rentabilidad obtenidas por las inversiones de dicho fondo.

Debido a la situación económica de la época en que fueron creados, los fondos no lograron una presencia significativa y, es más, producto de los diversos altibajos sufridos, que terminaron en ocasiones con pérdidas para los inversionistas, éstos sufrieron un desprestigio que amenazó incluso su desaparecimiento del mercado.

El D.L. 1.328 estableció la nueva legislación sobre estos fondos, dándoles un marco legal adecuado, acorde al desarrollo que el mercado estaba experimentando. Se establecían así las bases para una libre competencia, transparente y con claras normas de control. Con ello, los fondos mutuos comenzaron a crecer, llegando a su punto máximo en 1980, cuando algunos grupos económicos, aprovechándose de las ventajas del sistema, utilizaron este medio como forma de captación de recursos del público, concentrando el grueso de sus inversiones en instrumentos de estos mismos grupos, prescindiendo de las normas de prudencia para el manejo de carteras, tales como la diversificación, liquidez y evaluación del riesgo. Con la crisis que afecta a los grupos económicos en Enero de 1983, producto de la masiva intervención bancaria, se produce una pérdida de la liquidez y recuperabilidad de las inversiones de los fondos, con fuertes mermas para los inversionistas de éstos, originándose una fuga masiva de los partícipes y una fuerte disminución en el número de sociedades administradoras.

Sólo a partir de 1984 la industria de fondos mutuos comenzó a expandirse en virtud de las modificaciones en las normativas, mayor control por parte de la autoridad, mayor transparencia en las inversiones y creación de nuevas administradoras pertenecientes a filiales bancarias.

La evolución experimentada por este mercado en cuanto al número de administradoras, de partícipes y de patrimonio se puede observar en el siguiente cuadro, con indicación de los números de fondos correspondientes a cada sociedad, los que han tenido un crecimiento extraordinario durante los últimos cinco años al igual que el patrimonio administrado:

AÑO	NRO SOC. ADMINIST.	NUMERO DE FONDOS	NUMERO PARTICIPES	PATRIMON. MM \$	PROM.PARTICIPE EN M \$
1979	5	7	138.439	167.505	1.210
1980	9	11	176.922	315.076	1.781
1981	12	20	148.123	270.237	1.824
1982	10	22	131.017	263.919	2.014
1983	4	7	12.177	57.881	4.753
1984	4	7	12.926	58.992	4.564
1985	5	9	15.551	88.411	5.685
1986	5	11	22.179	155.592	7.015
1987	8	16	27.912	201.137	7.206
1988	9	25	25.009	252.547	10.098
1989	9	27	26.276	220.195	8.380
1990	8	25	33.885	259.623	7.662
1991	8	26	56.181	473.802	8.433
1992	11	38	62.108	477.290	7.685
1993	13	49	79.416	626.190	7.885
1994	13	55	130.206	915.078	7.028
1995	15	64	158.951	1.037.254	6.526

Cabe destacar que los fondos mutuos se han transformado en una real competencia para los bancos, corredores de bolsa y agentes de valores, en un afán por recuperar la confiabilidad de los inversionistas y demostrar que son una efectiva alternativa de ahorro tanto de corto como de largo plazo. Gran parte además de las sociedades administradoras son filiales o están relacionadas con bancos, lo que ha facilitado el crecimiento de los fondos dada la amplitud de cobertura nacional que las sucursales bancarias poseen, facilitando la comercialización de éstos.

d) Los Fondos de Inversión: Corresponden a patrimonios formados por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en determinados valores y bienes que administran sociedades anónimas, de giro exclusivo y por cuenta y riesgo de sus participantes.

Los aportes son expresados en cuotas de participación, las que sólo pueden ser rescatadas al momento del término de duración del fondo, dependiendo la liquidez de la transacción en el mercado secundario.

Las cuotas de participación constituyen valores de oferta pública que deben ser inscritas en el registro de valores, además de ser registradas en una o más bolsas de valores, con el objeto de asegurar a sus titulares un permanente mercado secundario.

La Superintendencia de Valores y Seguros ejerce fiscalización sobre los fondos y las administradoras, las que deben reunir un capital mínimo pagado equivalente a diez mil UF para operar.

De acuerdo al objetivo de sus inversiones, los fondos se clasifican en 3 categorías:

Fondos de Inversión Mobiliarios

Fondos de Inversión Inmobiliarios

Fondos de Desarrollo Empresas (Capital de Riesgo)

Los fondos de inversión mobiliarios pueden invertir en los siguientes valores: Títulos emitidos por el Banco Central o Tesorería General de la República u otros que cuenten con una garantía estatal; Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de Instituciones Financieras o garantizadas por éstas; Letras de Créditos emitidas por Bancos e Instituciones Financieras; Bonos y Efectos de Comercio de empresas públicas y privadas; Acciones de Sociedades Anónimas abiertas y Cuotas de Fondos Mutuos.

Los fondos de inversión inmobiliarios pueden invertir en los mismos instrumentos que los de inversión mobiliario y además, en los siguientes: Bienes Raíces urbanos ubicados en el país; Mutuos Hipotecarios endosables y Acciones de Sociedades Anónimas inmobiliarias.

Los fondos de desarrollo de empresas podrán invertir en una gama más amplia que los fondos de inversión mobiliaria, considerando además, los siguientes: Acciones y Bonos y Efectos de comercio cuya emisión no esté registrada en la SVS y que sean

destinados a financiar proyectos empresariales, que no tengan fines inmobiliarios.

En cuanto a su evolución, a partir de Julio de 1991 se comienzan a transar en el mercado las cuotas de estos fondos, siendo las más representativas en cuanto a su volumen las transacciones en la bolsa de comercio.

Dado que los capitales aportados a estos fondos por los inversionistas, sólo pueden recuperarse a través del mercado secundario, las Bolsas se constituyen en un mecanismo fundamental para su liquidez.

En 1992 se produce una fuerte expansión en los montos transados, aumentando en un 366% con respecto al año anterior. Consecuente con este explosivo aumento en los montos, el número de fondos también se elevó de 2 a 7.

A 1995 se habían incorporado dos fondos a desarrollo de empresas, tres a inmobiliarios y cuatro a mobiliarios tal como se aprecia a continuación:

AÑO	DESARR. DE EMPRESAS	INMOBI - LIARIOS	MOBI - LIARIOS
1991	0	2	0
1992	2	5	0
1993	4	5	1
1994	5	5	1
1995	7	8	5

e) Los Fondos de Inversión de Capital Extranjero: Son patrimonios formados con aportes realizados fuera del territorio nacional, por personas naturales o jurídicas, para su inversión en valores de oferta pública emitidos en el país.

Su marco legal está dado por la ley N° 18656, la cual establece que pueden constituirse como fondos abiertos o cerrados. Los abiertos son aquellos en que las cuotas pueden rescatarse, lo cual implica que su patrimonio es variable. Los cerrados no

permiten el rescate anticipado de cuotas, lo cual hace que el patrimonio de éste varíe sólo por fluctuación del mercado.

Los FICE comenzaron a operar en Agosto de 1989, finalizando ese año con la incorporación de tres fondos. El gran interés por invertir en títulos chilenos atrajo a numerosos inversionistas extranjeros, aumentando a 19 fondos en sólo 6 años. El siguiente cuadro refleja la evolución experimentada durante el período 1989 a 1995:

AÑO	Nº Soc.Adm.	Nº de Fdos.
1989	3	3
1990	6	9
1991	6	13
1992	7	16
1993	7	18
1994	8	19
1995	9	19

CAPITULO IV
FORMAS DE INTEGRACION DE
SOCIEDADES

CAPITULO IV

FORMAS DE INTEGRACION DE SOCIEDADES

4.1.- Fundamentos para la Integración:

La integración o concentración de empresas es un fenómeno característico de la realidad económica empresarial, de aparición relativamente reciente, que se manifiesta estrechamente vinculado al problema del crecimiento y determinación de la dimensión más eficaz para la empresa.

Existe luego concentración de empresas cuando dos o más unidades de producción deciden integrar la totalidad o parte de sus activos, con carácter permanente y bajo una misma dirección funcional, con el fin de racionalizar sus estructuras productivas. De acuerdo con esta definición, podría hablarse de la concentración económica como una alternativa de la colaboración interempresarial que orientada bajo criterios de racionalidad productiva, se realiza en la práctica a través del reforzamiento de la dimensión, dando en ella cabida a cada una de las empresas participantes en función de sus posibilidades económicas. Algunos autores distinguen entre "concentración técnica o concentración industrial" y "concentración económica y financiera". Mientras que para la primera modalidad el objetivo básico es construir unidades de gran dimensión de acuerdo con sus características productivas, siguiendo a veces criterios de estricta localización geográfica, para la segunda, por el contrario, el objetivo de atención preferente no es otro que la racionalización de estructuras productivas, a veces, incluso, con independencia de sus implicaciones técnicas, admitiendo esta segunda modalidad otras manifestaciones de la cooperación pactadas con una finalidad expresa de restringir la competencia y llegar al dominio del mercado. Tales manifestaciones son más conocidas bajo la común denominación de " Trust, Holdings y Carteles de Empresas ".

Atendiendo a la naturaleza de las producciones de las empresas participantes, la integración puede ser horizontal, vertical y mixta. La primera lleva consigo la agrupación

de empresas fabricantes de un producto de características similares. La concentración vertical reúne o agrupa a empresas fabricantes de productos complementarios o encuadrados en ramas de actividad complementarias a los efectos productivos. La tercera modalidad incluye características particulares de las dos anteriores. Si como elemento diferenciador de las distintas modalidades se toma la intensidad o grado de concentración, la tendencia mostrada por las empresas es a constituirse bajo la siguiente tipología: Integración o concentración máxima, asociación o concentración limitada y agrupación o concentración parcial. La integración lleva consigo la pérdida de personalidad jurídica y puede revestir las formas de absorción y de fusión. La asociación o concentración limitada, no supone para las empresas asociadas la pérdida de su personalidad jurídica, operando en la práctica como sociedades de empresas, uniones temporales de empresas y cesión de unidades de obra o subcontratación. Las concentraciones parciales son fundamentalmente acuerdos tácitos interempresariales con la finalidad concreta de resolver determinados servicios comunes que afectan a los intereses particulares de cada uno y que sirven de base al establecimiento de fórmulas más estrechas de colaboración. Entre las fórmulas más conocidas de concentración parcial cabe señalar las asociaciones para la investigación y agrupaciones de comercio exterior.

En toda integración hay que distinguir entre los objetivos que se esperan alcanzar, las motivaciones que inspiran a las partes, la oportunidad de la operación y el cauce jurídico y financiero por el que la misma atraviesa. Las concentraciones responden a una estrategia operativa que si bien es cierto que comienza con una toma de conciencia por las empresas de la necesidad de colaboración, como instrumento reductor del coste de la transformación que deban realizar, en una fase siguiente, las empresas participantes tienen que acompasar su actuación a través del establecimiento de los acuerdos y propuestas más convenientes a cada una, etapa en la cual la estimación de los valores de cambio de cada empresa constituye el problema más importante ya que su solución condiciona el normal desenvolvimiento de la negociación o acuerdo; la tercera fase, finalmente, consiste en la incorporación de la "nueva" empresa al programa de desarrollo establecido en la concentración. Sin embargo, aun en el caso que las operaciones se realizaran de acuerdo con el programa y estrategia óptimos, su puesta en práctica descubre la existencia de numerosos obstáculos que la mayor parte de las veces provienen de la imposibilidad de eliminar los factores reales desencadenantes de la

situación inestable empresarial previa al acuerdo de concentración. Surge así el mito de la concentración como respuesta a planteamientos de colaboración inadecuados que presentan las integraciones como panacea del crecimiento empresarial, como instrumento para alcanzar unas metas deseables, o como el camino más idóneo para realizar la transformación de estructuras.

Entre las ventajas derivadas de la integración de empresas se reconocen las siguientes: posibilidad de alcanzar determinadas economías de escalas y concretamente la reducción de costes unitarios de producción; contribuir a la rápida amortización del equipo productivo; mantener en función de su mayor entidad económica, una cierta autonomía en los mercados de adquisición de materias primas, en los de productos terminados o en los de capitales; y reconocimiento de una cierta capacidad para incrementar la rentabilidad empresarial derivada de su particular autonomía financiera.

Típicamente, una gran empresa es una empresa integrada. Como tal combina operaciones que de otro modo se llevarían a cabo por pequeñas firmas separadas. La gran firma puede extender su gama de actividades construyendo nuevas fábricas o creando nuevas facilidades de mercado. Puede integrarse fusionándose con negocios que antes eran independientes para adquirir un nuevo proceso de producción, materias primas o ventajas en el mercado. En cualquier caso, el resultado es un aumento en el tamaño de la firma y si tiene éxito, un aumento de su poderío.

Durante la época de la consolidación, a principios de siglo, frecuentemente las integraciones importantes eran fusiones de competidores directos con el fin primordial de lograr el control del mercado. En las décadas siguientes se modificó el carácter y los objetivos de la integración, ya que el gobierno se preparó para combatir la concentración de empresas que primordialmente parecía un método para eliminar a los competidores, existiendo en la actualidad un robustecido cuerpo legal antimonopolio en casi todos los países.

4.2.- Integración Horizontal y Vertical:

a) La integración horizontal ocurre cuando una firma se ensancha en los mercados al mismo nivel de producción o de distribución. Este tipo de integración puede involucrar una fusión de manufactureros y distribuidores competidores, de fábricas en zonas adyacentes de mercado, o puede comprender una expansión de la base original en una amplia zona, como en el caso de las cadenas de tiendas de ventas al menudeo.

No obstante, en la práctica es muy raro que la integración sea exclusivamente horizontal o vertical ya que, muy difícilmente una firma toma un nuevo producto o línea sin algún movimiento ascendente hacia las materias primas, o descendente hacia la promoción y distribución de los productos finales. Por ejemplo, a medida que los grandes distribuidores al menudeo se ensanchan en nuevas zonas de mercado, casi inevitablemente emprenden algunas funciones de mayoreo. A medida que aumenta el volumen pueden compartir o asumir la responsabilidad de la manufactura de algunos productos. De modo semejante, un manufacturero puede emplear la separación para reforzar las salidas de distribución o para adquirir nuevas fuentes de materias primas. Las formas o combinaciones de formas de la integración pueden aparecer tanto como resultado de oportunidades inesperadas o en la aplicación de políticas de compañía de gran alcance.

La búsqueda de economías de escala es una de las razones de peso más frecuente para llevar a cabo una integración de tipo horizontal, buscando en la fusión una mayor concentración del sector. Cuanto mayor sea la concentración, menor será el número de empresas que operen en dicho sector, lo que podría reducir la competencia dentro del mismo y ahogarlo en cierta manera al pasar de una posible competencia perfecta a un oligopolio o incluso a un casi monopolio. Para evitar lo anterior, existen las llamadas leyes antimonopolio en la mayoría de los países con el objeto de evitar el uso desmedido de las fusiones de tipo horizontal.

Pero este proceso de concentración plantea la siguiente disyuntiva: ¿Centralizar o Descentralizar?. Si analizamos el comportamiento de las grandes compañías durante las últimas décadas vemos que aquellas que se integraban perseguían además el aumento de

los beneficios de toda índole sobre la situación anterior de funcionamiento aislado de las unidades que se integran en la nueva entidad, manifestación explícita de la sinergia financiera esperada. Pero estas mismas compañías, que siempre desarrollan un número de actividades múltiples en diferentes sectores, han estado tradicionalmente organizadas de manera funcional y se encontraban a menudo con dificultades tanto a la hora de reaccionar a tiempo a los cambios en cada mercado, como para optimizar los requerimientos funcionales en conflicto. Así, la idea de que combinar negocios diferentes pero relacionados podía crear valor a través de la sinergia, idea ampliamente aceptada y usada como justificación para la extensa cantidad de uniones que se llevó a cabo en los Estados Unidos, fue debilitándose a finales de la década de los setenta, pareciendo que la sinergia era una idea agradable y atractiva pero que "raramente ocurría en la práctica". En lugar de la sinergia, la respuesta parecía estar en la descentralización, en donde los gerentes de las unidades descentralizadas, llamadas Unidades Estratégicas de Negocios, recibirían autoridad y responsabilidad, así como premios en base a resultados.

La literatura del área de negocios ha identificado recientemente a la descentralización como un fundamento de muchas empresas exitosas y muchas corporaciones importantes practican ahora la descentralización con una reverencia casi religiosa, la cual, a la par con el desencanto de la sinergia, ha reforzado el punto de vista de que la administración de portafolio es la tarea esencial de la estrategia corporativa.

La falla de la sinergia surgió de la incapacidad de las compañías de comprenderla e implementarla y no debido a un fallo básico del concepto. Las empresas con frecuencia la usaban para justificar acciones tomadas por otras razones. Así, las nociones mal definidas de lo que constituye la sinergia son la base de muchas estrategias de adquisición de empresas. Aún en los casos en los que las compañías tenían una oportunidad genuina para implementar la sinergia, con frecuencia fallaban porque las herramientas para analizarla faltaban o porque no podían sobreponer los problemas sustanciales de organización a la implementación.

Sin embargo, las empresas en la actualidad han vuelto a examinar su actitud hacia la sinergia, ya que los desarrollos económicos, tecnológicos y competitivos están aumentando la ventaja competitiva a ser ganada por aquellas empresas que pueden

identificar y explotar las interrelaciones entre negocios distintos pero relacionados. Estas interrelaciones basadas fundamentalmente en la sinergia, se constituyen en oportunidades concretas para reducir los costos o aumentar la diferenciación en cualquier actividad de la cadena del valor.

Estos desarrollos han introducido el concepto de "Estrategia Horizontal" que corresponde al conjunto coordinado de metas y políticas a través de unidades de negocios distintas pero interrelacionadas, con el propósito de aumentar la ventaja competitiva de dichas unidades.

El dinamismo actual del mercado exige organizaciones versátiles y directores emprendedores con mucha iniciativa, los que difícilmente se pueden encontrar en grandes estructuras centralizadas de organización funcional. Cada vez es mayor la evidencia de que las operaciones adecuadas tendrán más éxito si son confiadas a subunidades emprendedoras, funcionalmente más completas, estratégicamente más independientes, más flexibles y por consiguiente, más susceptibles de tener éxito.

a) La integración vertical corresponde a las integraciones de compañías que se expanden para aproximarse más con sus productos al consumidor final (integración hacia delante) o a la fuente de materias primas (integración hacia atrás). Lo que se persigue en este tipo de integraciones es pretender el control de la mayor parte del proceso productivo (canales de distribución y abastecimiento), lo que se puede conseguir fusionándose con el proveedor o con un cliente. Este tipo de integración facilita la coordinación y la administración, y en algunos casos la tecnología o la pericia adquiridas en una fase de la producción pueden ser útiles en otra de las fases. Otras razones pueden ser: economías de tecnología, eliminación de los costes contractuales, reducción de los costos de nómina, de establecimiento de los precios y de publicidad, reducción de los costos de comunicación y coordinación de la producción. En general, la racionalidad que existe detrás del proceso de integración vertical radica en la eliminación de los costos contractuales y de transacciones.

Muchas decisiones de integración vertical están enmarcadas en términos de la decisión de "fabricar o comprar", centrándose en cálculos financieros como los que

entraña este tipo de decisión. Esto es, están centradas en la estimación del ahorro en costos por concepto de la integración y su equilibrio con la inversión requerida. Sin embargo, la decisión de la integración vertical no debe ser el cálculo financiero en sí, sino más bien los números que sirven como materia prima para el análisis, yendo más allá de un análisis de costos y de las necesidades en cuanto a inversión para considerar los aspectos estratégicos más amplios de la integración, frente a las operaciones de mercado. Es, en definitiva, la magnitud y la importancia estratégica de los beneficios y costos de este tipo de integración, los que forman la esencia de la decisión, tanto en términos económicos directos como indirectos por medio de su efecto sobre la organización.

La integración vertical tiene importantes costos y beneficios genéricos que necesitan ser considerados en toda decisión, pero cuya importancia dependerá del sector industrial en particular; se aplican tanto a la integración hacia delante como hacia atrás, con los cambios necesarios en perspectiva. A continuación resumiremos los más importantes:

- b.1) Volumen de producción versus la escala eficiente: Los beneficios de la integración vertical dependen en primer término, del volumen de productos o servicios que la empresa vende o compra a la etapa subsecuente, en función al tamaño de las instalaciones para alcanzar una producción eficiente en esa etapa.
- b.2) Economías de las operaciones combinadas: Uniendo operaciones tecnológicamente distintas, en ocasiones la empresa puede lograr eficiencias. Por ejemplo, en manufactura, este movimiento puede reducir el número de pasos en el proceso de producción, reducir los costos de manejo, los costos de transporte, utilizar una capacidad holgada que se origina al no poder integrar los procesos en una sola etapa, etc.
- b.3) Economías de control interno y coordinación: Los costos de programar, coordinar las operaciones y responder a emergencias pueden ser menores si la empresa está integrada. La cercanía física de las unidades integradas facilita la coordinación y el control.

- b.4) Economías de información: Las operaciones integradas pueden reducir la necesidad de obtener algún tipo de información respecto al mercado y los costos fijos de vigilar el mercado y de pronosticar la oferta, la demanda y los precios, pueden derramarse sobre todas las partes integradas de la empresa, en tanto que tendrían que ser soportados por cada entidad en una empresa no integrada.

- b.5) Economías como consecuencia de evitar el mercado: Integrándose la empresa puede ahorrar potencialmente algunos de los costos de venta, de compra, de negociar y de operación en las transacciones del mercado. Aunque por lo general habrá cierta negociación en las transacciones internas, su costo no será tan grande como el de vender o comprar a partes externas.

- b.6) Economías por concepto de relaciones estables: Ambas empresas que se integran, sabiendo que su relación de compras y ventas es estable, pueden crear procedimientos más eficientes y especializados en sus tratos mutuos, lo que no sería factible con un proveedor o cliente independiente.

En cuanto a los costos estratégicos, básicamente comprenden el costo de ingreso, flexibilidad, equilibrio, habilidad para administrar la empresa integrada y el uso de incentivos organizacionales internos versus los incentivos del mercado. A continuación los resumiremos de la siguiente manera:

- b.7) Costo de superar las barreras a la movilidad: La integración vertical requiere que la empresa supere estas barreras para competir en los sectores de sus proveedores o clientes. Después de todo, la integración es un caso especial de la opción estratégica general de entrar a un nuevo negocio.

- b.8) Incremento del apalancamiento operativo: La integración vertical incrementa la proporción de los costos fijos de una empresa. Si la empresa estaba comprando un insumo en el mercado, por ejemplo, todos los costos de ese

insumo son variables. Si el insumo se produce internamente, la empresa debe soportar cualquier costo fijo implicado en su producción, aun si una depresión o alguna otra causa reduce la demanda de éste.

- b.9) Flexibilidad reducida para el cambio de socios: Este tipo de integración implica que la suerte de una unidad comercial está, cuando menos en parte, ligada a la habilidad de su proveedor o cliente interno para competir con éxito. Los cambios tecnológicos, los cambios en el diseño del producto, los fracasos estratégicos o los problemas administrativos, pueden crear una situación en la cual el proveedor interno está dando un costo elevado, un producto o servicio inferior o inadecuado, o bien el cliente interno o el canal de distribución está perdiendo posición en su mercado. La integración vertical eleva los costos de cambiar a otro proveedor o cliente con relación a la contratación con entidades independientes.
- b.10) Requisitos de la inversión de capital: Esta integración consume los recursos de capital, que tienen un costo de oportunidad en la empresa, en tanto que el tratar con una entidad independiente requiere capital de terceros. Luego, la integración vertical debe arrojar un rendimiento mayor o igual que el costo de oportunidad del capital de la empresa.
- b.11) Mantenimiento del equilibrio: La capacidad productiva de las empresas que se integran deben mantenerse en equilibrio, de lo contrario se presentarán problemas potenciales. El cambio tecnológico en una etapa puede requerir cambios en los métodos que efectivamente aumentan su capacidad con relación a la otra etapa; además, los cambios en la combinación de productos y la calidad puede afectar la capacidad efectiva en forma desigual en las etapas verticales. El riesgo de desequilibrio dependerá, entonces, de los pronósticos respecto a la probabilidad de estos factores.
- b.12) Incentivos débiles: La integración vertical significa que la venta y la compra ocurrirá a través de una relación cautiva. Los incentivos para que el negocio del proveedor integrado de buenos resultados pueden debilitarse debido a que

vende internamente en vez de competir por el mercado. A la inversa, el negocio que compra en forma interna a otra unidad en el grupo puede no regatear tan fuerte como lo haría con vendedores externos. Por lo tanto, el trato interno puede reducir los incentivos.

4.3.- Cáteles de Empresas:

Convenios voluntarios entre empresas independientes de un mismo sector productivo y de una o varias nacionalidades encaminadas a atenuar de alguna manera la competencia mutua y controlar el mercado. Tal convenio puede versar sobre elementos secundarios de la competencia, tales como condiciones de pago, campañas de publicidad o transporte (cárteles de condiciones) o sobre elementos esenciales de la competencia tales como precios (cártel de precios), volumen de inversiones a efectuar para evitar sobreproducciones, distribución de beneficios, volumen de producción, etc. El cártel suele carecer de estructura administrativa independiente de las empresas componentes. En ocasiones puede existir una oficina central de control, pero todo suele basarse en el respeto al acuerdo entre caballeros estipulado. Para que exista cártel es preciso que haya un intento de control de una parte sustancial de un mercado. Tal control puede ser potencialmente transitorio, pero no existe cuando hay una situación de monopolio producida por otras causas que no sean el concierto anticompetitivo entre empresas independientes.

La existencia de cárteles data de tiempos de Adan Smith, pero la denominación cártel aplicada a acuerdos entre empresas solamente empieza a emplearse a finales del siglo XIX en Alemania y en otros países centroeuropeos. Después de la Primera Guerra Mundial, se crean una serie de cárteles en relación a algunas materias primas y productos industriales que tendrán la virtud de estimular el estudio de lo que se ha denominado la teoría de la competencia imperfecta. Por su importancia son conocidos, entre otros, los cárteles del acero (1926) y el prácticamente aún vigente del petróleo (1928) establecido por la Standard Oil, la Royal Dutch Shell y la Anglo-Iranian Oil Company para evitar la guerra de precios petroleros, aprovechamiento máximo de instalaciones, reparto geográfico de mercados según zonas productoras y aceptación del

principio de crecimiento proporcional de las compañías implicadas a partir de unos volúmenes base inicial como cuotas de mercado.

Tras el mayor control gubernamental de las actividades económicas derivado de la irrupción del keynesianismo y de las secuelas de la Segunda Guerra Mundial, se produce una disminución de la importancia de los cárteles privados. En el Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio, se estableció la necesidad de que las transacciones comerciales internacionales se efectuaran en libre competencia y la legislación nacional de muchos países y de entidades supranacionales, tales como la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (C.E.C.A.) y la Comunidad Económica Europea (C.E.E.), han limitado las posibilidades de creación de cárteles en un marco muy concreto de salvaguarda de los intereses de los consumidores y usuarios de los productos.

La preocupación por el control internacional de las materias primas ha pasado hoy en día de los cárteles privados a las esferas gubernamentales a través de los Acuerdos Internacionales negociados al respecto o de los convenios entre países productores, tanto para limitar la libertad de movimiento de las grandes empresas multinacionales como para ofrecer un frente único ante los países consumidores (países productores de petróleo, cobre, estaño, etc).

Auténticos cárteles internacionales son, hoy, las conferencias marítimas en donde se agrupan las compañías navieras que cubren una misma ruta con el objeto de coordinar servicios y tarifas a los usuarios potenciales.

La preocupación mundial en contra de los cárteles que existió antes de la Segunda Guerra Mundial, se ve actualmente desplazada por la relativa a las grandes empresas multinacionales y al control que puedan ejercer no sólo sobre precios o distribución de mercados, sino también sobre aspectos como tecnología, control político de gobiernos y prácticas fiscales o comerciales restrictivas.

4.4.- Alianzas Estratégicas:

Corresponden a cualquier tipo de relación colaboracionista que surja entre compañías, por una parte, y competidores, clientes, proveedores, entidades gubernamentales, universidades, sindicatos, etc, por otra. Dicho de otra manera, estas alianzas son en esencia acuerdos organizativos y políticas operativas en el seno de los cuales, organizaciones independientes comparten la autoridad administrativa, establecen vínculos sociales y aceptan la propiedad conjunta. Es típico de estas alianzas que contratos altamente detallados y definitorios sean sustituidos por otros más sueltos y flexibles. Estos acuerdos desvanecen los límites de las empresas y a menudo permiten que el conocimiento fluya con más facilidad a través de ellos.

Numerosas pruebas demuestran lo frecuentemente que las alianzas desdibujan los límites de las empresas. Durante la década de los ochenta, aumentaron con toda rapidez en los Estados Unidos los "joint ventures" (forma jurídica especial de alianza) entre empresas nacionales. Los cambios más espectaculares corrieron a cargo de las industrias de servicios empeñadas en actividades tales como publicidad, servicios financieros, sistemas de comunicación y desarrollo y gestión de base de datos. La cooperación también proliferó entre fabricantes de equipos eléctricos, electrónica de usuarios, ordenadores periféricos, soporte lógico informático, componentes eléctricos y productos aeroespaciales. A principios de los ochenta, en algunos de estos sectores se anunciaron en un solo año más joint ventures nacionales que en los quince o veinte años precedentes. En Europa, los acuerdos de cooperación se incrementaron algo así como diez veces entre 1980 y 1985, y los joint ventures internacionales de empresas estadounidenses con socios extranjeros casi se doblaron en los años que siguieron a 1978.

Nuevos acuerdos de cooperación han proliferado también en áreas funcionales donde en el pasado no eran corrientes los entendimientos de esta índole. Antes de los ochenta, las firmas que competían en la carrera tecnológica no querían saber nada sobre acuerdos de cooperación; pero llegaron los primeros años de dicha década y la cooperación técnica y los esfuerzos aunados en materias de investigación y desarrollo entre firmas europeas y americanas crecieron rápidamente. Muchos acuerdos innovadores de tipo financiero unen ahora a pequeñas y grandes empresas a menudo con el propósito

de soportar conjuntamente la carga que conlleva la investigación y el desarrollo.

Las razones por las cuales tantas empresas están creando alianzas actualmente, se pueden resumir en lo siguiente: En primer lugar, las compañías tratan a veces de cartelizar una industria para reducir la competencia y así aumentar beneficios o alcanzar otros objetivos. Una segunda razón es para combatir el riesgo, ya que existen proyectos tan grandes y peligrosos que no es aconsejable que sean manejados por una sola firma; así, la colaboración reduce los riesgos a niveles aceptables. Un tercer motivo es aunar recursos complementarios. Si una firma puede inventar productos, pero no puede venderlos y otra puede venderlos, pero no inventarlos, lo más natural es que formen una empresa conjunta. Por último, las compañías en ocasiones colaboran entre ellas para superar las barreras de los mercados. Las firmas cuya expansión se proyecta al extranjero tienen a menudo la necesidad, bien por su desconocimiento de las condiciones locales o bien porque el gobierno del país anfitrión así lo requiera, de contar con un socio nacional. Estos motivos subyacen, en variadas combinaciones, en muchos de los acuerdos de colaboración que las firmas han venido alcanzando.

El carácter estratégico de las alianzas está dado por la consecución de objetivos a largo plazo de las compañías, bajo una visión amplia y total de las relaciones de la compañía con otras organizaciones en un ambiente que comprende factores económicos, sociales, administrativos y políticos.

Las alianzas tienen la doble condición de ser la causa y el efecto de la intensificación de la competencia en base al conocimiento. La colaboración ayuda a que las firmas aprendan unas de otras, acelerando de este modo el avance del conocimiento. Aparecen nuevos competidores que, a su vez, crean alianzas adicionales con el fin de penetrar en nuevos mercados y ampliar con rapidez la escala de sus operaciones, provocando una reacción por parte de los competidores ya establecidos. Así, durante los últimos años, esta tendencia creciente de formar alianzas se ha visto traducida en la formación de todavía más alianzas con el ánimo de reducir costos y riesgos, agrandar mercados y aprender a crear un nuevo conocimiento. A través de estas alianzas, el conocimiento se difunde aún más, la rivalidad se intensifica, y la tempestad de la competencia sopla cada vez con más ímpetu.

4.5.- Holding:

Sociedad cuyo activo está compuesto por títulos o participaciones en otras empresas, con el fin de controlarlas y dirigir su actividad. Constituye el caso típico de Empresa Matriz, cuyo único objeto es controlar el grupo de sociedades. Es, pues, una clase de sociedad de cartera. Puesto que su objeto es de dominio, la sociedad debe poseer participaciones del capital de las empresas suficientes para imponer sus puntos de vista en la gestión de las mismas. Existen los holdings mixtos, que realizan a la vez un objeto social específico. El holding es el ejemplo más típico de unión no contractual que no adopta una configuración horizontal ni vertical, al no ser precisa la afinidad económica del conjunto de las empresas. Se persigue, pues, el dominio por el dominio, el aumento progresivo del potencial financiero del conjunto tenedora-filiales, constituyendo, consecuentemente, la forma más clara de concentración financiera.

De lo anterior se desprende la necesidad de definir lo que se entiende por empresa matriz y empresa filial: La Matriz es aquella empresa que participa directa o indirectamente en el capital de otras que, por tanto, forman un grupo financiero con ella. La empresa matriz o tenedora, cuyo activo contendrá una importante rúbrica correspondiente a los títulos o participaciones de las empresas del grupo, ejerce el dominio sobre las decisiones económico-financieras del mismo. La posesión de la mitad más uno de los títulos representativos de la sociedad no es condición necesaria para ejercer el dominio en cada sociedad filial, ya que suele bastar una pequeña proporción en el capital de las mismas para que pueda ejercerse un control total, respaldado y reforzado por otras medidas complementarias, tales como la existencia de consejeros comunes, contratos de suministro o asistencia técnica, acuerdos de reparto del mercado, etc. Como contrapartida, la Empresa Filial es aquella que se encuentra bajo la dependencia directa de otra sociedad matriz con la que permanece unida por vínculos de participación social. Desde el punto de vista de la gestión empresarial, se le reconoce una cierta autonomía y personalidad jurídica particular que la diferencia de la sucursal.

4.6.- Empresas Multinacionales:

Empresas que operando en varios países a través de filiales que pueden ser jurídicamente independientes, tiende a maximizar sus beneficios, o a cumplir cualquier otro objetivo propuesto, bajo una perspectiva global de grupo, y no en cada una de sus unidades jurídicas aisladas.

En la literatura económica es común denominar a estas empresas como transnacionales o plurinacionales también, naciendo con un sentido apologético al intentar caracterizar a dichas empresas como un fenómeno que permitía superar los estrechos límites del nacionalismo. Estas empresas son en general propiedad de residentes de algún país industrializado, estando el control administrativo centralizado en la casa matriz, usualmente situada en el mismo lugar de residencia de los accionistas, de lo que se deduce que la propiedad y el control administrativo de la empresa no están dispersos por el mundo, como se encuentran las actividades industriales, sino que están concentrados en un país que le confiere a la misma un carácter nacional.

En el país donde la sociedad está domiciliada se encuentra localizada otra organización fundamental, el departamento de Investigación y Desarrollo (I.D.), órgano que desempeña un papel básico para este tipo de empresas, ya que en su mayor parte, el comportamiento en el mercado es dependiente de la innovación en materia de productos, representando dicho gasto partidas importantes en el presupuesto de las empresas transnacionales, además de proporcionar la investigación un monopolio tecnológico que significa unos ingresos considerables por el mero hecho de ejercer este monopolio. La creación del conocimiento tecnológico está concentrada en el lugar donde la corporación tiene su casa matriz, mientras que los resultados de tales estudios se aplicarán en cambio, en todo el ámbito productivo de la empresa. En estas empresas por tanto la propiedad, el control administrativo y la creación tecnológica, es decir, sus tres elementos fundamentales tienen una base nacional. Los casos en que el poder y el control está ostentado por casas matrices de dos o más países son infrecuentes, aunque haya ejemplos concretos especialmente relevantes como Unilever (Angloholandesa); Dunlop-Pirelli (Italonorteamericana); o Royal Dutch Shell (Angloholandesa), que tienen las características de la empresa multinacional.

La capacidad de operar en muchos países desde una perspectiva internacional y con una organización centralizada es producto del proceso de "internacionalización del capital" que se inició a finales del siglo pasado y a comienzos del presente, que se pudo profundizar por causa de la Primera Guerra Mundial, de la recuperación posterior a ella, y que, posteriormente, se hizo mucho más determinante debido a la internacionalización de la economía que se genera como consecuencia de la Segunda Guerra Mundial, que permitió la asimilación del desarrollo tecnológico y de las comunicaciones a nivel internacional, lo que facilita e impulsa a su vez esta internacionalización.

Por tanto, se puede establecer que las empresas transnacionales, aunque no tienen su origen después de la Segunda Guerra Mundial, es en este período cuando adquieren su mayor auge y expansión, pudiendo considerarse como un fenómeno de la posguerra. Este hecho conduce a distinguir estas empresas de sus predecesoras en las actuaciones y operaciones a nivel internacional.

Las empresas multinacionales no se dirigen al exterior solamente para especular con acciones, comercializar sus productos o crear empresas exportadoras de materias primas y productos agrícolas. Una parte progresivamente más significativa de sus negocios en el exterior, se compone de empresas industriales orientadas hacia los mercados internos de los países donde invierten, siendo una de las características de las empresas multinacionales el tamaño de éstas. Así, en un estudio realizado en la Universidad de Harvard, en el que se seleccionaron como representativas de la inversión exterior directa 187 empresas de una lista de 500, previamente elegidas como las más grandes por la revista Fortune, se llega a la conclusión de que las ventas promedio de estas empresas triplican las de las otras firmas que figuraban en la lista de la mencionada revista. Estas empresas operan en pocas industrias, principalmente de vehículos automotores, productos metálicos, químicos, caucho, refinerías de petróleo, maquinaria eléctrica, etc. Las industrias donde la inversión extranjera es más significativa, tienen un alto grado de concentración económica.

Los motivos que conducen a este proceso de expansión de la producción de las empresas a nivel internacional son básicamente los siguientes:

- a) La búsqueda de la cadena productiva más rentable con el fin de reducir al máximo el costo de producción;
- b) La competencia entre los grandes grupos, ya que el desarrollo de las grandes firmas, con el proceso consiguiente de concentración por ramas en un país, hace inevitable por parte de muchas empresas superar las barreras nacionales;
- c) La implantación internacional de las empresas permite sortear los riesgos económicos (coyuntura, tasa de cambio) y políticos (llegada de partidos progresistas al Gobierno con riesgos de planificación o nacionalización);
- d) El mercado que supone el de los países receptores de la inversión, a la vez que se alarga el ciclo de vida del producto.

4.7.- Las Leyes Antimonopolio:

La Enciclopedia Planeta de Economía las define como el conjunto de leyes y disposiciones legales existentes en algunos países con la finalidad de prohibir o reglamentar las actividades monopolísticas. Su fundamento radica en la consideración del sistema de competencia perfecta como el que permite alcanzar resultados óptimos; por tanto deben evitarse situaciones restrictivas de este sistema de competencia que impedirían alcanzar el óptimo. Se elabora así una legislación para monopolios y la disolución de los ya existentes en numerosas compañías independientes, con lo que se restablecen las condiciones de la competencia perfecta. Sin embargo, hay algunas actividades que se consideran monopolios naturales, ya que en ellos la competencia es imposible o no deseable. Un ejemplo son los servicios públicos, como los servicios de correo, suministro de agua, transporte ferroviario, etc. En estos casos la legislación se limita a reglamentar sus actividades de forma que se obtenga un resultado previo semejante al que se conseguiría si la competencia perfecta pudiera actuar eficientemente en el sector.

Antes de 1890, la única ley antimonopolio, llamada también antitrust, era la ley común. Los contratos que supuestamente restringían el comercio (por ejemplo los acuerdos para fijar los precios) no eran a menudo respaldables legalmente por lo que tales contratos no sometían a las partes a ninguna sanción legal, como tampoco eran en general ilegales los monopolios. La ley Sherman de 1890 cambió en Estados Unidos todo esto, poniendo fuera de la ley la cartelización o conspiración cuyo objetivo fuera la "restricción al comercio" y la monopolización, aunque no definía claramente cuales eran las prácticas que constituían una restricción del comercio ni la monopolización. Años más tarde, en 1914, surge la ley Clayton que era un poco más específica, declarando fuera de la ley, por ejemplo, algunos tipos de discriminación en los precios (cargar precios diferentes a compradores diferentes) la vinculación, (hacer que alguien que desee comprar el artículo A tenga que comprar también el artículo B) y las fusiones, pero solo cuando los efectos de estas prácticas "pueden ser sustancialmente el disminuir la competencia o tender a crear un monopolio".

Los economistas de la época no obstante, no hicieron presión para que se cumplieran los estatutos antimonopólicos y ni siquiera los apoyaron. Una razón de esta indiferencia era la creencia de que cualquier precio superior conseguido a través de las supuestas acciones anticompetitivas quedaba más que contrapesado por los efectos reductores de los precios de la mayor eficiencia operativa y los costes más bajos. Algunos admitían que incluso los trust podían ser los productores más eficientes y actualmente, estos mismos estudian las evidencias empíricas (lo que ha ocurrido en el mundo real) para ver si las leyes antimonopolio eran necesarias. La visión popular de que carteles y monopolios estaban en auge a finales del siglo pasado parece hoy incorrecta para la mayoría de los economistas. Thomas Di Lorenzo ha demostrado que los trust contra los cuales iba supuestamente dirigida la ley Sherman estaba de hecho expandiendo la producción muchas veces más rápido de lo que se incrementaba la producción nacional en general; del mismo modo, los precios de los trust bajaban más aprisa que los de todas las demás empresas a nivel nacional. En otras palabras, los trust estaban haciendo exactamente lo contrario a lo que la teoría económica dice que debe hacer un monopolio o un cartel para obtener beneficios monopolistas.

Al referirse a contratos que "restringen el comercio" o a acuerdos cuyos efectos "pueden tender a disminuir la competencia o crear monopolios", los principales estatutos antimonopólicos son relativamente vagos, proporcionándose poca guía legislativa para distinguir las prácticas benignas de las malignas. Ante esta deficiencia los jueces han recurrido a veces en los economistas en busca de orientación, los cuales, si bien es cierto en los primeros años fueron de poca ayuda, posteriormente se interesaron debido a la aparición de casos donde se exponían áreas de ignorancia o confusión económica acerca de acuerdos comerciales diferentes.

El análisis económico de una práctica cuestionada ha procedido típicamente en dos fases. Inicialmente, los economistas llegaron a la conclusión de que un acuerdo comercial no familiar que no era explicable en un modelo de competencia perfecta tenía que ser anticompetitivo. En los últimos treinta o cuarenta años, sin embargo, las evaluaciones económicas de distintas prácticas han visto una revolución, observando que el modelo perfecto de competencia se basa en suposiciones y no necesariamente representa los problemas de producción y distribución del mundo real.

El uso en sus modelos de suposiciones más sofisticadas ha hecho que los economistas lleguen a la conclusión de que muchas prácticas previamente consideradas como sospechosas no son típicamente anticompetitivas.

La mayoría de los profesionales antimonopolio acostumbraban a creer que las fusiones verticales reducían la competencia. Hoy en día la mayoría de expertos antimonopolio creen que la integración vertical no es normalmente anticompetitiva. Los procesos en esta área se iniciaron en los años cincuenta con los trabajos de algunos economistas de la Universidad de Chicago quienes mostraron que si la firma A tiene poder monopolístico, integrarla verticalmente con la firma B (o adquirir la firma B) no incrementa el poder monopolístico de A en su propia industria, como tampoco proporciona A poder monopolístico en la industria de B si esa industria era ya competitiva con anterioridad.

Los cambios en la evaluación de los contratos horizontales se han producido más lentamente. Los economistas se muestran casi unánimes en condenar todos los acuerdos

horizontales de fijar los precios; no obstante, existen algunos que han señalado que el fijar los precios puede ser en realidad procompetitivo en algunas situaciones y han demostrado, empíricamente que quienes realizan lo anterior no consiguen unos beneficios más altos que los normales. Compartir la información entre competidores, por ejemplo, puede no ser necesariamente un prelude a una fijación de precios, teniendo en cambio una eficiencia fundamental.

Quizás el cambio más importante en la comprensión de los economistas se ha producido en el área de las fusiones donde, a partir del trabajo efectuado por Joe Bain y George Stigler en los años cincuenta, infirieron inicialmente que había una falta de competencia en los mercados simplemente por el hecho de que una industria tenía un coeficiente de concentración de cuatro firmas alto. Trabajos posteriores demostraron que las correlaciones entre concentración y beneficios eran o bien transitorias o debidas más a una superior eficiencia que a una conducta anticompetitiva. Se mostró incluso que una fusión que causaba un enorme incremento en el poder monopolístico sería eficiente si producían aunque fuera tan sólo ligeras reducciones de costes.

Con la perspectiva de una mayor comprensión económica, estos profesionales se dan cuenta ahora de que un efecto innegable de las leyes antimonopolio ha sido penalizar numerosas prácticas económicamente benignas. Algunos acuerdos horizontales y especialmente verticales que son claramente útiles, en particular en reducir los costos de transacción, han sido eliminados a todos los efectos. Estas leyes más bien incrementan los precios de transacción debido a que las firmas tienen que contratar abogados y a menudo litigar para evitar la responsabilidad antimonopolio.

Una de las más preocupantes estadísticas en este medio es que, por cada caso planteado ante el gobierno, las demandas privadas ascienden a veinte. Los más numerosos son presentados por grupos que se hallan en un acuerdo vertical con el demandado (por ej. intermediarios o titulares de franquicias) y que, en consecuencia, es poco probable que hayan sufrido algún tipo de agravio realmente anticompetitivo. Normalmente, estos casos son intentos de convertir simples disputas contractuales, compensables por los daños y perjuicios ordinarios, en pagos por los daños según la ley vigente.

Un conjunto final de estudios ha demostrado empíricamente que, al menos en parte, los esquemas de hacer cumplir las leyes antimonopolio están motivados por presiones políticas no relacionadas con el bienestar económico agregado. Por ejemplo, las leyes antimonopolio son útiles a los políticos para detener las fusiones que darían como resultado el cierre de plantas o transferencias de trabajo en sus distritos.

CAPITULO V
FUSIONES Y ADQUISICIONES
DE EMPRESAS

CAPITULO V

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS

5.1.- Antecedentes Generales sobre Fusiones y Adquisiciones de Empresas:

Una fusión consiste en el acuerdo de dos o más sociedades jurídicamente independientes, por el que se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad. Si una de las sociedades absorbe los patrimonios de las demás se dice que ha ocurrido una fusión por absorción. Pero no hace falta hacerse con el control de la empresa a base de fusiones o absorciones, dado que también se la puede controlar sin necesidad de mezclar los patrimonios de la vendedora y de la compradora; bastaría con hacerse con la mayoría de las acciones de la misma, denominándose a esta operación "adquisición".

Cuando dos empresas se fusionan, o cuando una empresa adquiere a otra, lo hacen por uno o varios motivos que se materializan en que ambas empresas valoradas conjuntamente tomen un valor superior a si operasen de forma totalmente independiente. No obstante, no siempre esta operación es exitosa. Entre los motivos de este fracaso estratégico podemos citar: el mal desarrollo de la fusión en sí; el que el comprador sobrestime el valor de los activos o subestime el valor de la deuda de la empresa adquirida; que se subestimen los efectos ambientales o antiecológicos producidos por la empresa adquirida; porque los directivos de ambas empresas sean incapaces de realizar una perfecta fusión de las estructuras y cultura corporativa de las mismas, etc.

Como se aprecia, los motivos para una combinación de este tipo son varios y complejos, no siendo mutuamente excluyentes puesto que, normalmente, existe más de un motivo en una combinación. Las fusiones y adquisiciones de empresas son una buena idea cuando el valor de mercado de la empresa combinada es mayor que el valor de las sociedades independientemente consideradas. Cuando esto ocurre, es decir, cuando el resultado es superior a la suma de las partes, se dice que se ha producido un "efecto sinérgico".

En el caso concreto de las adquisiciones, se puede hablar de sinergias cuando el valor actual de los flujos futuros de fondos supera el precio de compra de la empresa a adquirir; por lo tanto, el análisis de una posible adquisición debe basarse en la factibilidad de producir sinergias. La adquisición de una compañía con una línea de negocios distinta a la de la empresa adquirente difícilmente producirá dicho efecto. Cuando la eficiencia comienza a descender, la empresa adquirente obtiene un rendimiento marginal inferior al requerido por el mercado, de acuerdo al riesgo sistemático del momento. Esto llevará a una caída de la cotización de la acción, que se situará a un precio inferior al que se habría vendido de no llevarse a cabo la adquisición.

Si la empresa a comprar está bien valorada en el mercado, la sociedad adquirente pagará lo que vale aquella como entidad independiente. Aunque lo más normal es pagar una prima sobre el precio de mercado debido a que en el momento de hacer la oferta pública de adquisición, el precio de las acciones de la empresa objetivo subirá. Esta subida se debe a que el mercado exige el pago de una cantidad adicional, la "prima", por la pretensión de hacerse con el control de la sociedad.

De tal manera que, sólo si es posible producir en la fusión un efecto sinérgico, se podrá compensar dicha prima consiguiendo que la operación produzca un rendimiento superior al señalado por el mercado, aunque existe evidencia empírica que cuanto más grande sea la prima, menor será la probabilidad de éxito (ejemplo: Phillip Morris adquirió 7UP con una prima de cuatro veces el valor contable de ésta, teniendo al final que deshacerse de ella).

5.2.- Razones Económicas para Realizar Fusiones y Adquisiciones de Empresas:

5.2.1.- Economías de escala: La búsqueda de economías de escala es una de las razones de peso más frecuente para llevar a cabo una fusión, logrando hacer descender el coste unitario medio al elevar el volumen de producción. Con ello se pueden afrontar inversiones a gran escala, asignar los costos de investigación y desarrollo sobre una base de mayores ventas y mayor activo o, por ejemplo, conseguir economías en la producción y comercialización de productos, pudiéndose suprimir muchos de los gastos comunes de

las diferentes sociedades implicadas.

Un factor que contribuye a la consecución de economías de escala es la referida al mejor aprovechamiento de individuos, infraestructura y equipamiento. La especialización de hombres y máquinas contribuye a esta economía a través del aprendizaje e, incluso, los costes de administración pueden ser reducidos mediante la coordinación de actividades relacionadas, a pesar de que también pueden surgir deseconomías de escala cuando la gerencia es un factor fijo.

Como ya se había expresado al hablar de integraciones horizontales, las economías de escala aparecen como el principal objetivo de las fusiones entre empresas de la misma línea de actividad. No obstante, también existen casos de fusiones entre empresas cuyas líneas de actividad no coinciden en absoluto, formando los llamados conglomerados, donde se comparten los servicios centrales de administración, contabilidad, control financiero, desarrollo ejecutivo y dirección general. Estos conglomerados pueden ser de tres tipos:

- a) Las fusiones tendientes a aumentar las líneas de producto de las empresas participantes en el conglomerado, las cuales tienen actividades relacionadas entre sí. A este tipo de fusión se le conoce como fusión concéntrica;
- b) Las fusiones tendientes a ampliar el ámbito geográfico del mercado, que implica a dos empresas cuyas operaciones han sido dirigidas a áreas geográficas distintas;
- c) Los conglomerados puros, es decir, fusiones entre empresas cuyas actividades son distintas.

Dos características importantes definen a los conglomerados: controlan primero un rango de actividades en varias industrias que requieren diferentes sistemas de dirección, de investigación, de ingeniería, producción, marketing, etc.; y segundo, consiguen la diversificación a través de adquisiciones y fusiones externas, y no por desarrollo interno.

Aunque existen muchos ejemplos de fusiones en las que se consiguieron notables economías de escala, no siempre sucede así. En muchas ocasiones es aconsejable que la empresa adquirida siga operando independientemente. Más aún en el caso del conglomerado, cuya complicada estructura puede ocasionar un aumento real del personal administrativo, así como crear una complicación a la hora de dirigirlo, dado que las mismas técnicas de gestión no se podrán aplicar a todas las partes del mismo.

5.2.2.- Eliminación de Ineficiencias: Uno de los argumentos más utilizados para recomendar las fusiones y las adquisiciones señala que ambas son instrumentos para prevenir la decadencia de las empresas, haciéndolas recobrar su salud perdida. Siempre hay empresas cuyos beneficios podrían verse incrementados mediante una mejor dirección operativa o financiera. La adquisición de estas empresas es lógicamente el blanco de otras que mantienen una mejor gerencia. Así que si la compañía A piensa que puede administrar mejor la empresa B, la cual se encuentra probablemente en problemas, y ayudarla a mejorar sus operaciones recortando sus costes y aumentando sus beneficios, o detener su caída poniéndola en el camino de la recuperación, es perfectamente lógico que intente persuadir a los accionistas de B con hechos y cifras de cara al triunfo de su oferta pública de adquisición.

Los gerentes miran las fusiones y adquisiciones, particularmente las OPAs hostiles, como una amenaza a ellos mismos. Por dicha razón, los directivos de las empresas en proceso de absorción no estarán muy dispuestos a aparecer públicamente degradados, dando todo lo posible por evitar la adquisición; y pueden hacer mucho, puesto que los accionistas no suelen ejercer un control directo sobre la sociedad. Claro que sí pueden influir indirectamente de una manera decisiva, puesto que su descontento con la gestión se reflejará en la caída de los precios de las acciones en el mercado, lo que podría animar a otra compañía a realizar una OPA por la totalidad de la empresa.

En todo caso, la empresa adquirente deberá asegurarse de que en la empresa a comprar existe el potencial para una importante mejoría de los rendimientos a través de una buena administración. Algunos productos y algunas compañías tienen un bajo potencial de generación de rendimientos y sus pobres resultados se deben a otros factores distintos de una mala gestión.

5.2.3.- **Ventajas fiscales no aprovechadas:** Una compañía que tenga unas pérdidas que puedan trasladarse tributariamente hacia el futuro, podría desear adquirir una o más compañías más rentables para utilizar ese traslado. De lo contrario, la posibilidad de trasladar las pérdidas hacia el futuro puede expirar al finalizar el período legal por carecer de suficientes beneficios que permitan utilizarla en su totalidad. Por esta razón, una empresa puede estar dispuesta a adquirir una compañía rentable. Claro que también podría ocurrir a la inversa, es decir, una empresa rentable adquiere una poco rentable con la idea de reducir sus beneficios y, por ende, su pago de impuestos.

Por otra parte, en los países en donde predomina el minifundismo empresarial, se han estimulado las fusiones mediante una legislación fiscal generosa, que proporciona grandes ventajas fiscales a las empresas envueltas en operaciones de ese tipo, sobretodo en lo concerniente a la fiscalización de las plusvalías afloradas a través de la fusión.

Otra razón para adquirir una empresa, desde el punto de vista fiscal, puede ser el beneficiarse de ciertas concesiones fiscales que posea la empresa objetivo, tales como créditos por impuestos pagados sobre inversiones, deducciones impositivas en el extranjero o las ya comentadas pérdidas acumuladas.

5.2.4.- **Las fusiones como empleo de fondos excedentes:** Cuando una empresa genera una gran cantidad de fondos y tiene pocas oportunidades de invertirlos de una manera rentable (porque las inversiones internas rindan menos que el costo de oportunidad del capital) y no desea distribuirlos vía dividendos o vía recompra de sus propias acciones, puede emplearlos en la adquisición de otras empresas. Las empresas con excedentes de tesorería están consideradas como el banco lógico para la adquisición; sin embargo, cuando estas mismas empresas no desean efectuar ninguna de las acciones mencionadas anteriormente, podrían verse bajo el ataque de otra empresa que desee hacerse con el control de su liquidez para emplearla en su propio beneficio.

5.2.5.- **Combinación de recursos complementarios:** Muchas pequeñas empresas son adquiridas por otras grandes debido a que pueden aportar componentes que son necesarios para el éxito de la empresa resultante de la fusión y de los que carece la adquirente. La

empresa pequeña puede tener un único producto, pero le falta la capacidad de producción y distribución necesarias para producirlo a gran escala. La empresa adquirente podría desarrollar el producto desde el principio, pero le es más rápido y barato adquirir a la pequeña.

De esta manera ambas empresas son complementarias y son más valiosas conjuntamente consideradas que de forma aislada. Por supuesto, también es posible que dos grandes empresas se fusionen por este motivo, pero las ganancias reales de esta naturaleza son más frecuentes cuando las grandes empresas adquieren a las más pequeñas.

Uno de los casos típicos es cuando una empresa grande tiene dificultad para encontrar buenos gerentes, o para entrenar a los que tiene, lo que puede hacer que se plantee la adquisición de una pequeña empresa de su mismo ramo que tenga una administración de alta calidad y competencia.

5.3.- Formas de Realizar la Adquisición:

La mayoría de las fusiones y adquisiciones son negociadas en un ambiente amistoso. El proceso comienza cuando la gerencia de una empresa contacta con el equipo directivo de la empresa objetivo, a menudo a través de los bancos de inversión de cada una de ellas. Una vez que ambas directivas se han puesto de acuerdo, el trato es sometido a la aprobación de los accionistas de ambas sociedades, que reunidos en una Junta General decidirán aprobar o rechazar los acuerdos de fusión.

5.3.1.- Adquisición por fusión: Se refiere al caso en el que los activos y pasivos de la compañía vendedora se transfieren a la compañía compradora y son absorbidos por ésta. La compañía vendedora desaparece como entidad independiente. El comprador asume todos los activos y pasivos del vendedor, lo que hace su mecánica algo más sencilla que en otros casos. Existe, en otros casos, la consolidación que corresponde a la fusión de dos empresas que crean una totalmente nueva.

5.3.2.- Adquisición de Acciones y OPAs: En este caso, el comprador se hace con las acciones de la empresa objetivo pagando con tesorería, acciones u otros títulos emitidos por el comprador. Su mecánica es muy simple puesto que los accionistas de la empresa a adquirir ejercen, o no, su derecho a vender sus acciones según les parezca la oferta de adquisición de la compradora.

La principal diferencia entre la fusión y la adquisición estriba en la parte que puede aceptar o rechazar la operación. Una fusión es, en esencia, un contrato entre la dirección de la empresa adquirente y la de la adquirida. Los accionistas no tienen oportunidad de votar antes de que la alta dirección haya tomado el acuerdo; eso sí, una vez realizado el contrato entre ambos equipos directivos, la Junta General de Accionistas deberá refrendarlo, siendo raro que éste sea rechazado.

La OPA puede ser amistosa u hostil dependiendo de si la gerencia de la empresa a controlar ha sido avisada y está en cierta forma de acuerdo con la propuesta de la adquirente o si, por el contrario, la oferta se hace directamente a los accionistas de la empresa adquirida sin contar para nada con la opinión de sus directivos.

5.3.3.- Adquisición de activos: Un tercer método consiste en comprar los activos del vendedor, efectuándose el pago directamente a la empresa vendedora (no a sus accionistas) en forma de efectivo, acciones del comprador u otros títulos emitidos por éste. Así al adquirir sólo determinados activos, e incluso, determinados pasivos si lo desea, el comprador no tiene que preocuparse de la existencia de accionistas minoritarios, aunque la transferencia de activos conlleva costos legales y administrativos adicionales.

Por otro lado, la compañía vendedora podrá seguir operando libremente si ha vendido activos que no son indispensables para su explotación, y con el dinero recibido por su venta podrá repartir un dividendo extra o realizar nuevas inversiones.

5.3.4.- La Compañía tenedora o Holding: Como forma alternativa a una fusión o adquisición, la empresa compradora podría adquirir únicamente una porción del capital de la empresa objetivo y actuar como una empresa tenedora, es decir, una compañía que posee el suficiente número de acciones de otra como para influir en sus decisiones. La

compañía tenedora se denomina matriz y aquellas que son controladas total o parcialmente, se denominan subsidiarias o filiales.

Entre las ventajas de este sistema se encuentra el de ser más barato que el de adquirir o fusionarse con la empresa objetivo, puesto que no necesita hacerse con la totalidad o con la mayoría del capital social, ni tampoco pagar una prima de control.

5.4.- Identificación de la Empresa Objetivo:

Cuando una empresa decide crecer a través de un proceso de fusión o adquisición, se enfrenta a la difícil tarea de identificar los posibles compañeros de viaje para este nuevo objetivo. Encontrar el objetivo apropiado es de vital importancia, aunque sólo la evolución en el tiempo dirá si la empresa seleccionada fue la correcta o si la forma de financiar el proceso de fusión o adquisición ha sido el apropiado. En muchos casos se ha podido comprobar que el proceso no fue lo suficientemente meditado, obedeciendo la decisión a una reacción más bien repentina del Consejo de Administración o del dueño que se dejaron llevar por la precipitación del momento o por el exceso de ansias de comprar una u otra empresa, resultando a la larga un perjuicio tanto para la empresa adquirente como para la adquirida.

El proceso de identificación de la empresa objetivo consta de tres fases distintas que son: Decidir sobre los objetivos corporativos, Definir los criterios industriales y financieros e Investigación de los posibles candidatos.

· La labor de cómo implementar la decisión de adquirir una empresa, estará siempre subordinada al papel que se quiera obtener de la misma; cuál es el mínimo beneficio industrial que se obtendrá de la compra; cuáles serán los rendimientos financieros esperados del objetivo y cuál es el número de empresas que hay en el mercado que cumplan adecuadamente los objetivos predefinidos para la fusión o adquisición.

Si bien es cierto la causa principal de integración es aumentar la cuota de mercado, existen otras no menos importantes como ser el desarrollo de nuevos productos.

internacionalización de la empresa, incorporación de nueva tecnología, etc., que serán expuestas a continuación.

5.4.1.- Aumento de la cuota de mercado: La inmensa mayoría de las empresas creen que su rentabilidad está directamente relacionada con su cuota de mercado, para un producto o para toda la gama de productos en los que opera. Una de las más rápidas maneras de añadir cuota de mercado a la ya existente es la de adquirir una empresa. Como consecuencia, se sumarían las dos cuotas de mercado. No obstante, el cuerpo directivo debe plantearse las siguientes interrogantes que ayudarán a encaminar de mejor manera el proceso de integración: ¿Cuáles son las cuotas de mercado actuales de la compañía por producto, gama de productos y segmentos de mercado?; ¿Cuáles son los objetivos de la empresa, en cuanto a cuota de mercado para los próximos años, o para los cinco siguientes?; ¿Sería la adquisición de una empresa para aumentar la cuota de mercado beneficiosa en general, en ciertos productos claves, en ciertos sectores del mercado o en determinadas áreas geográficas?; ¿Se opondrían los reguladores del mercado a una adquisición en cierto segmento de él?; ¿Sería la adquisición de una cuota de mercado tan rentable para la empresa en el extranjero como en el mercado nacional?.

5.4.2.- Aumento del tamaño de la empresa: El crecimiento corporativo ha sido considerado siempre por las empresas como el objetivo a seguir y el ideal para los accionistas, que ven crecer la rentabilidad de su inversión por el tamaño de su empresa. Sin embargo, esta afirmación resulta engañosa, puesto que se puede tener mucha más rentabilidad teniendo participación en un negocio pequeño que en una empresa multinacional con intereses en empresas de medio mundo donde al accionista no le llegan ni beneficios ni explicaciones del por qué de éstos.

La rentabilidad de una empresa puede ser aumentada sin un crecimiento equivalente en su tamaño, pudiendo una compañía doblar su cifra de ventas en un año, mientras que la rentabilidad de éstas descienda a la mitad. Esto es una situación que se da en empresas con rápido crecimiento, que a la vez tienen dificultades de tesorería para hacer frente al mismo.

Normalmente, las empresas suelen definir de una manera precisa sus objetivos a través de una gama de indicadores clara, que al igual que su política de adquisiciones, deberá figurar dentro del plan global del crecimiento corporativo. Las siguientes preguntas contribuirán a la exactitud de dicha definición: ¿Cuál es la Tasa Interna de Retorno del crecimiento de la compañía, de sus beneficios operativos netos, de deuda relativa, de dividendos, etc.?; ¿Cuál es la TIR de crecimiento de los indicadores mencionados anteriormente previstos para la competencia e incluso para el conjunto nacional?; ¿Qué parte del crecimiento solamente puede ser conseguido a través de adquisiciones?.

5.4.3.- Inversión de capital: Con independencia de los resultados de las tasas internas de retomo enunciadas anteriormente, el Consejo de Administración de la empresa o en su defecto el dueño, deben plantearse concretamente qué grado de endeudamiento es admisible por la compañía sin ponerla en dificultades. Estos tenderán a reflejar normas financieras básicas para cualquier industria, que se preparan bajo los criterios de prudencia y empresa en funcionamiento.

Todos los planes de desarrollo para la expansión de la compañía deben tener asignado un presupuesto concreto y debidamente calculado de acuerdo con las posibilidades de la empresa, estudiando previamente su balance general y sus posibles niveles de deuda que puede conseguir para el proyecto a emprender. Un proceso normal de crecimiento orgánico requiere un proceso de gasto continuado en función de éste, pero contra un proceso de adquisición o fusión requiere normalmente un desembolso inmediato muy fuerte a no ser que se pacten condiciones de pago aplazado, lo cual también incrementa el precio de la operación por lo menos en el interés normal del mercado en el momento. Esta inversión tendrá importantes repercusiones en el balance de la compañía, por lo que habría que preguntarse si dicha inversión está dentro de los niveles mínimos aceptables para la compañía y a la vez resolver las siguientes interrogantes: ¿Existe suficiente liquidez en la empresa para afrontar dicho desafío?; ¿Qué cantidad debe quedar de remanente para no afectar el desenvolvimiento de la empresa principal o matriz de la operación?

5.4.4.- **Expansión en el extranjero:** Hay diversas motivaciones detrás de la decisión de una compañía de expandirse en el extranjero. Algunos de los objetivos subyacentes pueden conseguirse mediante una compra local en el mercado elegido para expandirse; otros quizás no, estando mejor cubiertos por una joint-venture o acuerdo de asociación, e incluso creando una compañía local partiendo de cero. De todos modos, una compañía debe tener claros sus objetivos acerca de lo que desea conseguir en el extranjero, antes de decidirse por una asociación con una empresa local, o montar una empresa partiendo de cero, aunque la elección final dependerá del país elegido para la adquisición.

El riesgo que rodea esta operación será siempre considerable desde el momento que las inversiones en un país extranjero están sometidas a las leyes de dicho país. La investigación interna será entonces muy significativa para determinar el nivel de riesgo a enfrentar, ya que la compañía decidirá en base al alcance de dicha investigación.

Una vez que hay una decisión de estrategia corporativa de la empresa hacia la expansión, se requerirá de una lista de criterios para juzgar si una empresa determinada sirve como potencial candidato o no para su adquisición. Una compañía que no hace una distinción clara de los problemas y beneficios de los temas de adquisición, malgastará esfuerzos estudiando alternativas inapropiadas que luego resultarán desechadas. Estos criterios han de cumplir requerimientos industriales y financieros precisos semejantes a los de la empresa adquirente, representando la totalidad de los atributos como empresa perfecta.

La búsqueda de una lista sucinta con los posibles candidatos, en base a los criterios definidos, se basa en un proceso largo con miras a obtener todos los datos necesarios para un posterior análisis, recogiendo información financiera, económica, industrial, laboral, de mercado, etc., fundamentalmente de la Bolsa de Valores, Entidades fiscalizadoras del Mercado de Valores, Revistas y periódicos especializados, Guías y manuales de trabajo, Bancos y bases de datos, Certificaciones del registro mercantil, Cuentas Anuales, Auditorías, etc.

Cabe destacar que muchas empresas candidatas a ser adquiridas o fusionadas no cotizan en bolsa, siendo de tamaño pequeño o mediano e incluso formando parte de otras

empresas o de un grupo empresarial. La información sobre estas empresas deberá buscarse en otras fuentes de información tales como los informes solicitados a empresas especializadas en asesoramiento como brokers, bancos de inversión, agencias, etc.

5.5.- Valoración de Empresas:

Si hay diferentes compradores potenciales para una empresa determinada existirán diferentes ideas acerca de lo que dicho negocio vale para cada uno de ellos: unos pretenderán adquirirlo completamente y continuar con su explotación, a otros sólo le interesarán parte de sus activos, otros preferirán liquidarlo, etc. Todo ello hace que existan diferentes métodos para valorar una empresa y que, por lo tanto, existan también diferentes valores de la misma. La valoración de las empresas que cotizan en un mercado de valores activamente organizado puede parecer algo sencillo desde el momento que existe un valor capitalizado de la empresa en ese mercado. Sin embargo y como ya lo habíamos precisado en el capítulo anterior, un adquirente deberá pagar, por lo general, un precio superior al valor de mercado por las acciones de la empresa que pretende adquirir, es decir, deberá pagar una prima equivalente al precio por la toma de control de la compañía. Además, el precio pagado por el adquirente se basa en las sinergias que puede lograr en el futuro, donde los vendedores querrán parte de las mismas, lo que hace que éste sea otro motivo de la existencia de la prima.

5.5.1.- El modelo de Gordon de valoración de acciones: En principio, el valor de mercado de una empresa vendría dado por su capitalización bursátil, esto es, por el producto de multiplicar su precio de mercado por el número de acciones emitidas. Cuando nos enfrentamos con la decisión de adquirir una empresa, deberemos averiguar si dicho precio de mercado está infra o sobrevalorado, para lo cual deberemos compararlo con su precio intrínseco o teórico, el cual viene dado por el valor actualizado de los flujos de caja que promete proporcionar en el futuro. Por lo tanto, las acciones pueden ser valoradas en función de los flujos monetarios que se espera produzcan desde el momento en que son adquiridas en adelante.

Uno de los modelos más conocidos de valoración del precio intrínseco de las acciones es el modelo de Gordon que determina el valor teórico de una acción en función del valor actual de sus dividendos futuros y de la tasa de crecimiento anual y acumulativa de los mismos. Este modelo que es muy útil en cuanto a su sencillez, adolece de algunas limitaciones al llevarlo a la práctica debido fundamentalmente a lo siguiente:

- a) Hay empresas rentables que pagan dividendos muy pequeños o, simplemente, no los pagan, debido a que su política consiste en reinvertir los beneficios generados, siendo muy difícil su valoración aplicando el modelo en análisis.
- b) Debido a su simplicidad, este modelo no considera variables importantes que afectan al futuro valor de la corriente de dividendos. Por otro lado, se deberá valorar el riesgo de la empresa de cara a determinar la tasa de descuento apropiada.
- c) En el modelo de Gordon se realiza el análisis de una corriente de dividendos para un número dado de acciones emitidas de la empresa en cuestión. Sin embargo, la valoración será alterada por un cambio en el número de acciones que puede resultar de la futura ampliación de capital y de los beneficios generados por esta financiación adicional.

En resumen, este modelo es un buen punto de partida de cara a la valoración de las acciones, pero suele ser superado por el estudio de la corriente de los beneficios esperados debido a que en las adquisiciones el control de la mayoría de los votos asegura el control de la política de dividendos, lo que podría alterar la valoración de los títulos de la empresa, aunque, de acuerdo a lo expresado por Modigliani y Miller, la política de dividendos no debe afectar al valor de las acciones, puesto que el mercado contrarresta cualquier cambio en dicha política con el objeto de reflejar una valoración apropiada del título.

5.5.2.- Valoración de acciones a través de los beneficios (El ratio PER): Según este método, el valor de una empresa viene reflejado por la capitalización que hace el mercado de los beneficios de la misma. Es decir, el precio de mercado de las acciones es un múltiplo de sus beneficios unitarios. Esta relación es conocida como el ratio precio-

ganancia al que se denomina universalmente por sus siglas en inglés PER (Price Earning Ratio) e indica la relación existente entre el precio de mercado de una acción y el beneficio por acción.

El PER es utilizado frecuentemente por los inversionistas debido a lo siguiente:

- a) Proporciona una medida normalizada para poder comparar los precios de las acciones al indicar lo que el mercado paga por cada peso de beneficio de una acción determinada.
- b) Para las acciones que no suelen pagar dividendos, la valoración de las mismas a través el PER es más útil que si se realiza a través de los dividendos.
- c) Las estimaciones necesarias para calcular el PER o utilizarlo como elemento valorador, suelen ser más fáciles de hacer que las del modelo de dividendos.

No obstante lo anterior, los cambios en los procedimientos contables acaecidos durante el último ejercicio pueden alterar el valor del PER de una forma que lo haga inservible. Por otro lado, los diferentes criterios contables entre varios países pueden hacer imposible la realización de comparaciones del PER de varias empresas que operen en diferentes mercados de valores a menos que se normalicen todas las contabilidades con respecto a una norma estándar. Por todo ello, muchos especialistas deciden utilizar el modelo que se verá a continuación como herramienta básica de valoración de empresas.

5.5.3.- Valoración de acciones a través de los flujos de caja: Las dificultades e inexactitudes de los métodos anteriores han terminado por convencer a los expertos en valoración de empresas que el mejor camino para obtener una buena aproximación de su valor es a través de la utilización de los flujos de caja esperados, pues, no en vano, el valor de cualquier activo financiero es igual a la suma de los valores actuales de los flujos de caja que promete generar. De hecho, el valor de los recursos propios de una empresa puede obtenerse restándole al valor actual de los flujos de caja operativos el valor actual de los flujos de caja de los acreedores de la misma. Ambos valores actuales se habrán calculado descontando sus flujos de caja por una tasa de descuento que refleje

el riesgo de los mismos.

Lo anterior permite adentrarse al concepto de flujo de caja libre, que se define como el beneficio de explotación después de impuestos al que se le añaden las amortizaciones, provisiones e impuestos diferidos, o sustraen ciertos elementos tales como los pagos dedicados a aumentar el fondo de rotación o las inversiones en activo fijo. Este tipo de valoración es, en palabras de Michael Jensen, el "exceso del flujo de caja requerido para financiar todos los proyectos de inversión que posean un valor actual neto positivo cuando se descuentan al coste del capital apropiado". De acuerdo a lo anterior, se podría pensar que corresponde al flujo de caja después de impuestos que les pertenecería íntegramente a los accionistas si la empresa careciese de deudas.

5.5.4.- El modelo de mercado: Una adquisición será valiosa para la empresa adquirente si el valor actual de las ganancias futuras supera a los costes implicados en la misma. El coste puede ser medido por el valor de mercado de la empresa objetivo siempre que dicho mercado no haya descontado algún beneficio futuro de dicha adquisición.

La evidencia empírica ha demostrado que el mercado es capaz de anticipar la fusión o adquisición varios meses antes que se anuncie. Una manera de corregir dicha anticipación con el objeto de obtener el verdadero valor de mercado de la empresa, libre de influencias externas al libre juego de la oferta y la demanda, es a través del modelo de mercado, que relaciona el rendimiento de las acciones con respecto a un índice general del mercado. Este modelo parte de la base que existe una relación lineal entre el rendimiento de un título cualquiera y el rendimiento del mercado, pudiéndose calcular una regresión lineal mínimo cuadrática, de la cual se extraerán los valores de alfa y beta representativos del rendimiento promedio del título cuando el rendimiento del mercado es nulo y el coeficiente de volatilidad del mismo respectivamente.

5.6.- Fusiones y Adquisiciones Negociadas:

La creciente importancia de las fusiones obliga a que se destaque algo que resulta fundamental: cómo desarrollar el proceso negociador para que finalice con éxito

la operación. Durante el curso de una adquisición negociada suele haber tiempo suficiente para que tanto el comprador como el vendedor fijen y definan las líneas específicas y todos los aspectos legales propios de la unión. El tipo de empresa objeto de la adquisición y la composición de sus accionistas afecta a cada uno de los puntos que han de tratarse. Así, no es lo mismo el proceso negociador al existir básicamente un accionista mayoritario que domina la compañía, o varios pequeños que no ejercen un control directo.

Concretar el acuerdo con éxito depende de muchos factores, desde la efectividad de sus bases hasta la cooperación de buena fe, tanto del comprador como del vendedor. Se puede afirmar que el éxito o fracaso de una adquisición es un proceso de relaciones personales y dicho proceso en su conjunto es el determinante más importante del éxito. El porcentaje de fusiones y adquisiciones negociadas llevadas a buen término es bastante bajo. Muchas operaciones se rompen en el proceso negociador y otras resultan un fracaso debido a fallas y problemas no solventados totalmente a lo largo del mismo.

Cuando el posible comprador ha identificado su objetivo, lo más indicado es iniciar el contacto directamente, poniéndose en comunicación con los directivos de la empresa o empresas seleccionadas. En este momento no sólo se posee información de la empresa a través de los estudios realizados previamente, sino también de los principales accionistas y directivos de la compañía que se desea comprar.

La tendencia en todo el mundo es la de usar los servicios de un mediador. Esta fórmula tiene una serie de ventajas, como por ejemplo la especialización y preparación del asesor externo para este tipo de operaciones, pues suelen conllevar un elevado grado de complejidad. Además, por otro lado, el mediador dispone de mayores fuentes de información que permitirán, en el momento de desarrollar las negociaciones, proponer una mayor variedad de alternativas. El papel del consultor debe ser integrador, pues en un equipo negociador se reúnen especialistas en diversas áreas con el objetivo de diseñar una estrategia común. Por último, cabe resaltar un aspecto que tiene importancia: la confidencialidad. El que el cliente permanezca en el anonimato tiene ventajas de cara a la negociación, y si el acuerdo no prospera, sus planes estratégicos no serán conocidos por sus competidores.

Diversos tipos de asesores externos ofrecen sus servicios en el mercado: merchant banks, sociedades especializadas en intermediación, asesores jurídicos, brokers independientes e incluso consultores que esporádicamente realizan alguna operación sin que ésta sea su principal área de negocios.

La adquisición se inicia con la selección de un mediador que tenga capacidad suficiente para desarrollar la operación. Una vez localizados los posibles objetivos, el paso siguiente es establecer contactos para averiguar si existen deseos de realizar dicha operación. A continuación deberá obtenerse la mayor cantidad de información posible sobre la situación real de las empresas escogidas, prosiguiéndose con las negociaciones de rigor con estas mismas, pudiéndose llevar más de una negociación a la vez.

La reunión inicial es muy importante para identificar a los directivos clave a la hora de vender la empresa, aunque ella se desarrolle dentro del carácter de los contactos preliminares. Si se consideran sucesivas entrevistas, otra meta del comprador debe ser ir desarrollando buenas relaciones personales con el vendedor, lo que facilitará la comunicación. En esta etapa negociadora, los mediadores juegan un importante papel, pues han de procurar salvar las múltiples dificultades que puedan hacer inviable la operación. Una vez superadas todas las etapas y escollos, y alcanzando un acuerdo sobre los puntos de discusión, deberá procederse a la redacción y firma del correspondiente contrato, de forma única o bien mediante acuerdos sucesivos.

5.7.- Adquisiciones Hostiles:

Habíamos mencionado anteriormente que una adquisición hostil era aquella en que la oferta se hacía directamente a los accionistas de la empresa a adquirir sin consultara sus directivos. En este punto se desea profundizar este concepto mencionando que, ya sea grande o pequeña, rentable o no, controlada por una familia o por el gran público, ninguna empresa se encuentra libre de una OPA hostil, puesto que el sistema de financiamiento de éstas permite atacar cualquier objetivo por grande que sea. Por dicha razón las empresas suelen gastar mucho dinero y, sobre todo, tiempo de sus directivos en protegerse de posibles ataques no deseados.

Las empresas tienen diversas opciones para resistir el acoso. Pueden reestructurar la sociedad, recortar costos, mejorar su eficiencia, recomprar sus propios títulos procurando estimular un ascenso del precio de los mismos en el mercado de valores hasta un nivel que no sea apetecible a un posible atacante, etc. Pero es necesario no perder de vista que todos los sistemas de defensa deberán ir en beneficio de los accionistas de la empresa atacada. Los gerentes suelen pensar que la riqueza de sus accionistas será maximizada si la empresa se mantiene independiente y, en caso de no ocurrir esto, la maximización se conseguirá al lograr que el agresor pague el precio más alto posible por sus acciones.

Una vez decidida la realización de una toma de control hostil, los pasos a dar deben ser muy cautelosos y envueltos en el mayor secreto posible, puesto que si el mercado sospecha que una empresa se encuentra bajo la mirada de un posible comprador, elevaría el precio a pagar por las acciones de la misma, poniendo en peligro la operación al situarle demasiado cerca o por encima del nivel en el que una OPA puede ser lanzada con una prima que garantice el éxito. Otro peligro sería la aparición de otros atacantes, pues no debemos olvidar que una vez que una empresa es puesta en el mercado de compras, algunos compradores potenciales que hasta ese momento se habían mantenido indiferentes, pueden decidirse a pujar por la misma, con el consiguiente encarecimiento del precio de compra.

Por todo lo anterior y en beneficio del sigilo de la operación, una práctica necesaria consiste en la adquisición de un paquete de acciones de la empresa objetivo que tenga un tamaño tal que posibilite el ataque con ciertas garantías de éxito. Ello dará una posición fuerte al atacante de cara a la negociación con la gerencia de la empresa objetivo, al mismo tiempo que evita la tentación de que otras empresas lancen nuevas ofertas por la misma.

5.8.- Adquisición Apalancada:

En general, una compra apalancada (leveraged buy-out o, más comúnmente, LBO) consiste en financiar una parte importante del precio de adquisición de una empresa

mediante deuda. Esta última está asegurada, no sólo por la capacidad crediticia del comprador, sino por los activos de la empresa adquirida y por los flujos de caja esperados. De tal manera que, después de la adquisición, el ratio de endeudamiento o apalancamiento financiero, suele alcanzar un valor comprendido, normalmente, entre 4 y 12 o incluso mayor.

Un importante criterio para realizar una LBO radica en la diferencia existente entre el valor de mercado de la empresa y su valor real, de tal forma que el usuario del LBO cree que puede explotar dicha diferencia ofreciendo a los accionistas una prima sustancial sobre el valor de mercado. Normalmente, las empresas adquiridas con este sistema suelen caracterizarse por unos beneficios consistentes y estables, por unas líneas de productos bien establecidas, por tener una buena cuota de mercado y por tener una adecuada gerencia, todo lo cual proporciona una buena base para asegurar los préstamos sobre los activos o estabilizar los ingresos de cara a préstamos subordinados. Por el contrario, las empresas que poseen pocos activos fijos (las de servicios por ejemplo) no se ajustan a este modelo, lo mismo que les ocurre a las que se encuentran en fase de crecimiento debido a la imperiosa necesidad de reinvertir sus flujos de caja.

Uno de los mecanismos de defensa más utilizado contra posibles intentos de control hostil exógeno, suele ser el sacar a la empresa de la cotización bursátil. Para ello, la gerencia propondrá a los accionistas el uso de un LBO como medio por el que ella comprará las acciones de aquellos que no quieran participar en la nueva empresa.

Otro motivo por el que realizar una LBO estriba en la necesidad de incrementar el apalancamiento financiero de la empresa. Con ello se consigue, por un lado, el aumento de ahorros fiscales a través del incremento de los gastos financieros, que son deducibles de impuestos, y por otro, el aumento de la riqueza de la empresa al reducir los conflictos de intereses creados entre la gerencia y los accionistas, denominados costos de agencia.

CAPITULO VI
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CAPITULO VI

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

6.1.- Resumen Final:

El análisis económico y financiero de las integraciones de sociedades representó un desafío de mayor envergadura que el inicialmente pensado, debido fundamentalmente a la complejidad de las interrelaciones empresariales observadas durante las últimas décadas.

Durante más de medio siglo, ha habido una mezcla de opiniones al considerar a los grandes negocios como símbolo de adelanto económico y como amenaza para el sistema competidor a la vez, recibándose con beneplácito las oportunidades de producción, de trabajo y de inversión que ofrecen las grandes firmas, por un lado, pero despertándose recelos y oposiciones al mismo tiempo, por otro, debido a la concentración del poderío económico.

La integración por lo tanto de sociedades económicas, ha sufrido permanentes cuestionamientos por considerarse que alteran el modelo económico de mercado vigente en el mundo occidental desde tiempos de Adan Smith, aunque la tendencia actual es a reconocerle méritos que antes no hubiéramos imaginado.

La libertad de empresa requiere igualdad de oportunidad en la esfera económica de acuerdo con los "derechos naturales del individuo" a la vida, la libertad y la búsqueda de la felicidad. Bajo este enfoque, debe haber sitio para el ejercicio de la iniciativa individual; debe haber libertad para la búsqueda del interés personal en las ofertas de trabajo o de productos, empleo de capitales o ejecución de desembolsos, con un mínimo de interferencia de parte de la autoridad investida; pero se encuentran limitaciones adicionales al esfuerzo individual a medida que una economía evoluciona desde una sencilla sociedad agraria o artesanal hasta un moderno estado industrial corporativo. Al mismo tiempo hay un reconocimiento progresivo de otra libertad de oportunidad, la de

asociación; el esfuerzo conjunto para la reunión voluntaria del capital y la fuerza humana como un medio más eficaz de producción y ventas.

Los temores creados por el nacimiento de los grandes negocios, reflejan el problema de la reconciliación de la libertad de oportunidad del hombre emprendedor individual con la libertad de asociación del esfuerzo económico conjunto. Siempre hay el peligro de que una pueda minar o sobreponerse a la otra. En una sociedad cambiante, el equilibrio puede ser muy delicado y la estimación tradicional de la libertad de la empresa individual como el mejor medio para organizar las actividades económicas, se ataca de vez en cuando con la crítica de que la energía perdida en la lucha de la competencia individual podría dedicarse más provechosamente a la búsqueda de costos más bajos o al perfeccionamiento de la producción, a través de la disminución del número de competidores y la cooperación entre las firmas restantes.

De acuerdo con la opinión de Adan Smith, las ventajas de la asociación voluntaria consistían principalmente en la eficiencia de la especialización; sin embargo, desde esa época, la evolución de la tecnología productiva ha quedado igualada por otra evolución paralela en la organización de los negocios, que tiene su ejemplo en la moderna corporación de unidades múltiples con muchas oficinas centrales, subsidiarias y fábricas diversificadas. La tecnología de la dirección, entendida como la coordinación de los recursos humanos y financieros y de las facilidades de mercado, se ha fomentado tan vigorosamente como la tecnología de la producción física.

Dentro de este ámbito, pudimos observar en el capítulo uno cómo las sociedades económicas fueron adquiriendo sus características que las identifican en la actualidad, hasta representar los grandes negocios un tipo de organización y un patrón de prácticas competidoras que difiere de los aceptados previamente. Dicho resultado aparece como consecuencia de la evolución experimentada por el mercado, subordinando los grandes negocios algunas formas tradicionales de competencia y revitalizando otras.

En el capítulo dos se expusieron las formas tradicionales de organización empresarial, desde el propietario único hasta las corporaciones o sociedades anónimas, advirtiéndose las ventajas que proporcionan estas últimas para el desarrollo de grandes

negocios de largo plazo, donde la facilidad de acumulación de capital permite la generación de un poderío económico a través de la expansión de la producción como respuesta al crecimiento de los mercados en el mundo.

Posteriormente, en el siguiente capítulo, se abordó con mayor profundidad el funcionamiento de los mercados financieros, distinguiéndose en éstos a los mercados monetarios, principalmente de corto plazo, y a los de capitales, de mediano y largo plazo. El enfoque utilizado fue exponer primeramente una derivación del mercado de capitales como lo es el mercado de valores, para retratar al mercado en el cual operan las grandes empresas y los llamados Inversionistas Institucionales a través de la emisión de títulos representativos de deuda o patrimonio que se transan vía intermediación ya sea por los corredores de bolsa o instituciones financieras. Esta última materia fue desarrollada in extenso por corresponder a una de las claves de eficiencia del mercado, al existir vehículos que permiten el libre flujo de los recursos desde unidades con excedentes hacia otras con déficit, logrando en conjunto una utilización más eficiente de las disponibilidades con que cuenta una región, un país o una comunidad en general.

En segundo término se detallaron los inversionistas institucionales presentes en el país y su correspondiente evolución, para reflejar cómo en la realidad nacional y dentro ya no del sector productivo, sino más bien en el ámbito de las sociedades institucionales administradoras de inversiones, también se produce en el último tiempo una creciente competencia y especialización, generándose integraciones interbancarias, agencias de valores con corredores de bolsa, absorciones de administradoras de fondos de pensiones y, últimamente transformaciones de sociedades financieras en entidades bancarias.

En el cuarto capítulo se enunciaron las principales formas de integración de sociedades económicas, encontrando en todas ellas similitudes en cuanto a la sinergia financiera esperada, colaboración mutua, reducción de costos y aumento de su participación en el mercado, observándose además que desde el siglo pasado han sufrido cuestionamientos por cuanto se pensaban que restringían la libre competencia o competencia perfecta, aún cuando en la actualidad las corrientes de pensamiento tienden a reconocer en las integraciones, vehículos propicios para contribuir a la eficiencia general del mercado.

Por último, en el capítulo quinto se abordó en mayor profundidad las fusiones y adquisiciones de empresas por ser éstas las de mayor ocurrencia en la actualidad, caracterizándolas de acuerdo a la estrategia utilizada.

6.2- Conclusiones:

6.2.1- El desarrollo del presente trabajo constituyó una excelente oportunidad para demostrar la aplicabilidad de las materias aprendidas durante la carrera de Contador Auditor, a la vez de asegurar el carácter universal de dicha profesión, donde la globalización y competitividad de los negocios plantean nuevos requerimientos a la profesión contable.

Mantenerse abierto a nuevos conocimientos, culturas y avances tecnológicos, contribuye, sin duda alguna, a la eficiencia y prestigio del ejercicio profesional, asíéndolo del Contador Auditor una persona con visión amplia y base sólida, cualidades indispensables en su rol de depositario de la fe pública.

6.2.2- La integración de empresas permite a la economía dotarla de un mayor nivel de eficiencia al crecer, junto al tamaño corporativo, la capacidad productiva, gozando el mercado de una mayor cantidad de bienes y de un mejoramiento en la calidad de éstos.

Consecuente con lo anterior, el mayor poderío económico de los grandes negocios, permite el avance de los procesos de investigación y desarrollo, inalcanzables para las medianas y pequeñas empresas, lo que a su vez generan la aparición de nuevos y mejores productos, simplificación de los procesos productivos y mejoramiento de los canales de distribución, hechos que indudablemente contribuyen a la elevación del bienestar general del ser humano y de su comunidad.

6.2.3- El posible exceso en el grado de concentración de las empresas, se ha contrarrestado con la descentralización adecuada de sus Unidades Estratégicas Negocios, generándose una oportuna diversificación de los niveles de autoridad, lo que ha

posibilitado el desarrollo de la capacidad emprendedora de los nuevos gerentes, en beneficio de la unidad como ente independiente y del grupo empresarial como conjunto.

6.2.4- El principio de libre mercado regulado sólo por las leyes naturales de la oferta y la demanda, no sólo se ve violentado por el acrecentamiento de la fusiones, adquisiciones de empresas y otros tipos de integración, sino que más bien se ve alterado en su composición original sin llegar a constituir un riesgo para la competencia.

Lo anterior indica que las técnicas regulatorias debiesen orientar y delimitar los cauces de éstas integraciones, más que coartar y restringir su desarrollo.

6.2.5- Por último, en un mercado globalizado y heterogéneo siempre será necesario que existan grandes, medianas y pequeñas empresas, debiendo la autoridad propiciar las iniciativas necesarias para el adecuado desarrollo de las dos últimas, ya que las grandes corporaciones, debido a la acumulación de capital, poseen motor propio.

6.3- Recomendaciones:

Sin duda alguna el presente trabajo puede ser complementado con otros estudios que profundicen un aspecto específico de lo tratado o abarquen otras áreas no tratadas respecto de la integración de sociedades.

Se recomienda por ende a los futuros memoristas utilizar el presente estudio como fuente de su trabajo considerando que el tema es contingente, atractivo y extremadamente útil para el futuro desempeño de un Contador Auditor.

BIBLIOGRAFIA

1. VENTAJA COMPETITIVA de Michael Porter, Compañía Editorial Continental S.A. de C.V., México, décima reimpresión, 1994.
 2. ESTRATEGIA COMPETITIVA de Michael Porter, Compañía Editorial Continental S.A. de C.V., México, décima reimpresión, 1994.
 3. LA EMPRESA EN UN SISTEMA DE COMPETENCIA de A.D.H. KAPLAN, Editorial Limusa-Willey, S.A., México, 1967.
 4. ORGANIZACION Y DIRECCION INDUSTRIAL de Bethel, Atwater, Smith y Stackman, Fondo de Cultura Económica, México, 1952.
 5. ENCICLOPEDIA DE ECONOMIA, 8 tomos, Editorial Planeta, Barcelona, España, 1995.
 6. MANAGEMENT EN FINANZAS, Ediciones Financieras de "El Diario", 12 fascículos.
 7. MANAGEMENT EN NEGOCIOS GLOBALES, Ediciones Financieras de "El Diario", 12 fascículos.
 8. ENCICLOPEDIA DE ECONOMIA, Biblioteca de Economía, Ediciones Folio, S.A., Barcelona, España, 1995.
 9. LA FORMACION DE LA SOCIEDAD ECONOMICA de Robert L. Heilbroner, Fondo de Cultura Económica, México, 1988.
 10. MANUAL DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS, Serie Mc Graw-Hill de Management de Juan Mascareñas Pérez-Iñigo, España, 1993.
 11. ALIANZAS ESTRATEGICAS de Joseph L. Badaracco, Serie Mc Graw-Hill de Management, España, 1992.
 12. DIRECCION DE EMPRESAS DESCENTRALIZADAS, Financial Times, Biblioteca de Empresa, de J.G. Wissema, Barcelona, España, 1994.
 13. LA NUEVA EMPRESA CHILENA UN ESTUDIO DE CASOS de Matko Koljatic, Ediciones Universidad Católica de Chile, 1998.
- REVISTAS QUE PASA, EL DIARIO ECONOMICO Y ESTRATEGIAS.