

Universidad del Cema

Master en Finanzas – Orientación Finanzas Corporativas

Curso: Fusiones y Adquisiciones

Profesor: Dr. Guillermo López Dumrauf

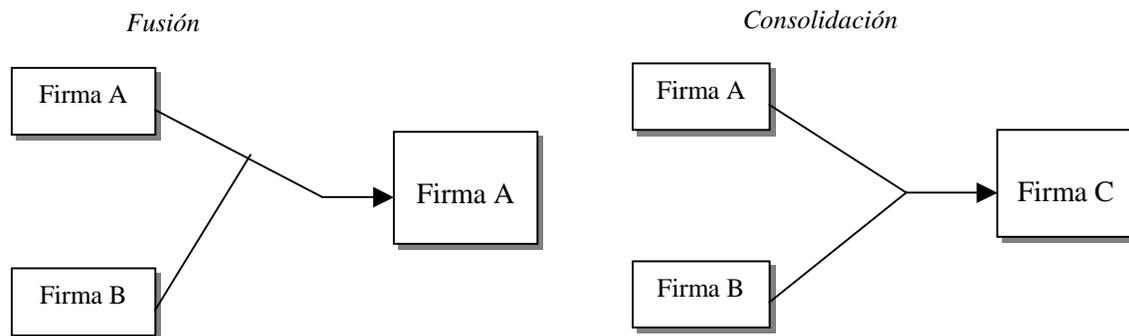
Nota de clase N° 1

1. Fusiones, Adquisiciones y Consolidaciones	1
2. Diferencias entre una Fusión y un problema de Presupuesto de Capital	1
3. Tipos de Fusión: vertical, horizontal y por conglomerados	2
4. Motivos de las fusiones	2
4.1. Motivos válidos	2
4.1.1. Economías de escala	3
4.1.2. Economías de integración vertical	4
4.1.3. Eliminación de ineficiencias	4
4.1.4. Crecimiento	4
4.1.5. Reducción de la competencia	4
4.1.6. Beneficios fiscales no aprovechados	4
4.1.7. Combinación de recursos complementarios	5
4.1.8. Empleo de fondos excedentes	5
4.2. Motivos discutibles	5
4.2.1. Diversificación	5
4.2.2. Sinergias financieras	6
4.2.3. El juego de la pirámide	7
4.2.4. Control	8
4.2.5. Compra de activos por debajo de su costo	8
5. La forma de adquisición	9
5.1. Adquisición por fusión	9
5.2. Adquisición por compra de acciones y oferta pública	10
5.3. Adquisición de activos	10
5.4. El Holding	11
Preguntas y cuestiones	11
Apéndice: Las fusiones de las AFJP en la República Argentina	12

1. Fusiones, Adquisiciones y Consolidaciones

Una fusión tiene lugar cuando existe una combinación de dos firmas, la adquirente y la adquirida. La adquirente absorbe todos los activos y pasivos de la adquirida, quien pierde su independencia, convirtiéndose en una subsidiaria de la firma adquirente. La adquisición de una empresa es una forma de inversión, y como tal, la adquirente solamente debería proceder a realizar la inversión solo si la misma incrementa la riqueza de los accionistas. Generalmente, cuando una de las dos firmas es más pequeña, ésta es adquirida por la mayor a través de la fusión.

En una consolidación, dos o más firmas se combinan para formar una nueva empresa, perdiendo su independencia las empresas que se han combinado para formar la nueva.



2. Diferencias entre una Fusión y un problema de Presupuesto de Capital

Comprar una empresa, con todos sus activos y obligaciones, es más complicado que comprar una máquina o un edificio. Además de las complicaciones legales e impositivas, algunos de los inconvenientes más comunes que pueden encontrarse son:

- La fusión envuelve la compra de todo el portafolio de activos y obligaciones de otra firma
- Como es financiada la compra tiene especial importancia (la adquisición puede alterar la estructura de capital del adquirente, y se produce una interacción entre la decisión de inversión y la de financiamiento)
- A veces las firmas tienen que tomar decisiones rápidas con información incompleta

- En los proyectos de inversión, muchas variables se predefinen; en una fusión las variables se encuentran predefinidas
- Flujos de fondos incrementales difíciles de estimar

Los intereses y las utilidades retenidas deben incluirse en el cash flow

En una fusión, la firma adquirente usualmente asume la deuda de la vendedora, y nueva deuda es emitida para financiar la compra. De esta forma, *la deuda puede tener diferente costo, y por lo tanto no puede ser usado en el WACC*. La solución consiste en incluir el gasto de intereses directamente en el cash flow, y trabajar con el WACC antes de impuestos. Con respecto a las utilidades retenidas, en el caso de un proyecto de inversión, estas pueden ser usadas por la firma, mientras que en una fusión normalmente no se encuentran disponibles para ésta sino que se utilizan para financiar el crecimiento de la nueva división, de forma tal que deben ser deducidas del cash flow, de forma tal de no subestimar el flujo de efectivo que queda disponible para los accionistas.

3. Tipos de Fusión: vertical, horizontal y por conglomerados

Las fusiones pueden clasificarse en verticales, horizontales y por conglomerados. Existe una fusión vertical cuando una empresa integra su actividad “hacia atrás” adquiriendo una empresa proveedora de materias primas o “hacia delante” cuando se expande en el sentido del consumidor, por ejemplo comprando al distribuidor.

Una fusión horizontal combina dos firmas en la misma línea de negocios. La fusión por conglomerados tiene lugar cuando se realizan entre empresas de diferentes líneas de negocios.

4. Motivos de las fusiones

Existe una serie de motivos considerados válidos para realizar una fusión. Básicamente, estos tienen que ver con las *sinergias* obtenidas de la misma. En general, cada motivo debe ser juzgado por su contribución al aumento de la riqueza de los accionistas.

4.1. Motivos válidos

La sinergia es el motivo principal para realizar una fusión. En el sentido más amplio, sólo tienen sentido una fusión cuando la suma de las partes vale más que el todo. Supongamos que la empresa A está pensando en adquirir la empresa B. Si V_{AB} representa el valor de la empresa fusionada, la fusión tendrá sentido si:

$$V_{AB} > V_A + V_B$$

La diferencia entre el valor de la empresa combinada y el valor de la suma de los valores de las empresas por separado representa la ganancia neta incremental derivada de la fusión:

$$\Delta V = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

Por lo tanto, si la fusión genera valor, el valor de la empresa B para la empresa A es:

$$V'_B = \Delta V + V_B$$

Ejemplo:

La empresa Spring está pensando en comprar un proveedor, la empresa Textiles. Ambas se financian totalmente con capital propio, generando un flujo de efectivo de \$ 10 a perpetuidad y tienen un costo de capital del 10 %. La fusión llevaría el flujo de efectivo de la empresa fusionada a \$ 22 anuales. ¿Si la fusión genera sinergia, cuál es V_{AB} ? ¿Cuál es V'_B ?

Si el nivel de riesgo permanece constante, el valor de la empresa fusionada es igual a la perpetuidad descontada por el costo de capital: $\$22/0,10 = 220$. Las empresas A y B tienen un valor por separado de \$ 100 cada una de ellas ($\$10/0,10$), sumando en total \$ 200 si no consideramos efectos sinérgicos. De esta forma la ganancia derivada de la fusión es:

$$220 - (100+100) = 20$$

Y el valor de la empresa B para la empresa A es:

$$V'_B = 20 + 100 = 120$$

A continuación describiremos los motivos que pueden considerarse válidos para realizar una fusión y que pueden producir sinergias:

4.1.1. Economías de escala

Las economías de escala son el objetivo natural de las fusiones horizontales: las empresas fusionadas pueden lograr ahorros compartiendo los servicios administrativos, de ejecutivos y de dirección general.

Por otra parte, la fusión también puede permitir economías de escala técnicas, cuando se precisan volúmenes de producción muy altos que requieren elevados niveles de inversión para poder aprovechar eficientemente la capacidad instalada. Por ejemplo, una empresa que cuenta con dos maquinarias que permiten procesar 600 y 900 unidades respectivamente, podría alcanzar a través de la fusión con una empresa de similar tamaño, una producción de 1.800 unidades por día, triplicando y duplicando la cantidad de máquinas utilizadas en ambos procesos.

Las economías de escala también podrían incluir un aumento en la capacidad de endeudamiento, menores costos de transacción y mejor cobertura de los títulos de la firma fusionada, aunque este punto puede ser discutible y será tratado más adelante dentro de los motivos discutibles.

4.1.2. Economías de integración vertical

Las razones esgrimidas para la integración vertical son las mejoras que podrían obtenerse en la coordinación de los procesos de producción y administración. Las fusiones verticales buscan economías verticales. Las empresas industriales a veces buscan controlar el proceso de producción mediante la fusión con un proveedor. Un fabricante de colchones de espuma buscaría tener control sobre la materia prima adquiriendo la fábrica que produce la espuma. Por otra parte, un productor podría asociarse con un fabricante si los conocimientos específicos del productor aumentan la eficiencia del fabricante.

4.1.3. Eliminación de ineficiencias

Mejorando la calidad del management se pueden conseguir mejoras en términos de costos. Siempre es posible encontrar empresas donde se pueda mejorar la administración. Es de esperar, entonces, que las empresas mal administradas, sean objeto de un “takeover”.

4.1.4. Crecimiento

Una fusión podría ser una forma de crecimiento más rápido y más barato si una firma adquiere a otra que tiene por ejemplo, un sistema de distribución desarrollado durante muchos años u otras capacidades que llevaría más tiempo y más dinero desarrollarlas internamente.

4.1.5. Reducción de la competencia

Una fusión puede reducir la competencia incrementando el poder de mercado. Sin embargo, las fusiones que reducen la competencia son socialmente indeseables, y las leyes antimonopolio se ocupan de prohibir estas fusiones.

4.1.6. Beneficios fiscales no aprovechados

Cuando una firma mantiene quebrantos fiscales acumulados y no puede tomar ventaja de ello, una fusión con una firma rentable que pueda tomar ventaja de éstos podría

generar beneficios mutuos. Los quebrantos fiscales podrían ser compensados en ejercicios futuros, y la fusión permitiría un ahorro fiscal en el impuesto de sociedades.

4.1.7. Combinación de recursos complementarios

Es posible que existan dos empresas donde cada una tenga lo que la otra necesita, y sea más barato fusionarse antes que procurar desarrollar el recurso faltante cada uno por su lado. Por ejemplo, una empresa grande podría contar con el acceso a mercados y la organización de la producción y ventas para vender en gran escala cierto buen producto que fabrica una pequeña empresa.

4.1.8. Empleo de fondos excedentes

La fusión puede ser un medio de recolocación del capital en aquellas empresas con un excedente de fondos, que no tienen buenas oportunidades de inversión. Por supuesto, siempre está la posibilidad de invertir el dinero en activos financieros, pero la probabilidad de encontrar una inversión con un VAN mayor a cero es muy baja en un mercado de capitales eficiente. En estos casos, la fusión podría ser motivada por el deseo de utilizar el exceso de caja (*surplus cash*). Siempre dependiendo de la legislación fiscal de cada país, repartir el exceso de caja a través de un dividendo extraordinario podría tener consecuencias fiscales no deseadas para los accionistas. De esta manera, empresas con exceso de caja que no encuentran oportunidades de inversión podrían adquirir otra empresa como una forma de inversión.

4.2. Motivos discutibles

4.2.1. Diversificación

La diversificación es el principal motivo en las fusiones por conglomerados. El argumento a favor de la diversificación es que con ella se reduce la variabilidad de los rendimientos, generando una reducción del riesgo económico de la firma. Si bien la estabilización de los beneficios traería beneficios para los “stakeholders” (empleados, proveedores, clientes y gerentes) esta visión choca contra el viejo y conocido argumento que dice que los inversores pueden diversificar más fácilmente por su cuenta. Si los inversores pueden hacer esto, ¿Por qué iban a pagar una prima si ellos podrían comprar fácilmente las acciones de las dos firmas por separado? La diversificación beneficiaría a los accionistas del comprador sólo en el caso de que éstos no pudiera alcanzar tal diversificación por ellos mismos en forma más barata. Por otra parte, la inestabilidad de los beneficios no necesariamente debe traducirse en un mayor riesgo de mercado.

Cuando los mercados de capitales funcionan en forma eficiente, y los inversores pueden diversificar por su cuenta, los valores actuales de cada empresa se suman cuando se realiza una fusión. Suponga que dos firmas que se encuentran en negocios no relacionados, deciden fusionarse. La firma A posee 1 millón de acciones cuyo precio es \$ 20 cada una, y

la firma B posee 3 millones de acciones a un precio de \$ 10 cada una. La firma B emitirá dos nuevas acciones por cada acción de la firma A. La tabla ... muestra el impacto de la fusión.

	Cantidad de acciones	Valor de mercado	Precio por acción
Firma A	1 millón	\$ 20.000.000	\$ 20
Firma B	3 millones	\$ 30.000.000	\$ 10
A + B	5 millones	\$ 50.000.000	\$ 10

El valor de mercado de las dos firmas combinadas es de 50 millones y como hay 5 millones de acciones, el precio de cada acción de la firma combinada es de \$ 10 (50/5).

El único elemento nuevo creado por la fusión es la diversificación, pero los inversores que quieran poseer activos de A y B habrían comprado acciones de A y B antes de la fusión.

En general la condición necesaria para la aditividad del valor es que el conjunto de oportunidades de los inversores sea independiente de la cartera concreta de activos reales que posee la empresa. La diversificación por sí misma nunca puede aumentar el conjunto de oportunidades en un mercado eficiente, aunque puede reducirla, si los activos reales de las empresas carecen de sustitutos entre los títulos comercializables o las carteras. La empresa sólo puede aumentar el conjunto de oportunidades de inversión cuando encuentra un activo con características de riesgo y rentabilidad únicas, pero en ese caso seguramente establecería ese activo como una empresa independiente.

4.2.2. Sinergias financieras

Cuando una empresa fusionada se endeuda, también puede haber economías de escala sí, mediante la fusión, puede realizar menores emisiones de títulos y más amplias. Esto es cierto; los costos de flotación disminuirían y la empresa obtendría un ahorro en la colocación de sus títulos de deuda. La parte discutible de las sinergias financieras es el argumento que dice que dos empresas fusionadas pueden pedir prestado dinero a un costo menor debido a que garantizan mutuamente sus deudas, de forma tal que si uno de los negocios falla, los acreedores pueden cobrar de la otra parte, con lo cual el riesgo financiero es menor y el interés es más bajo.

La diversificación vía la fusión reduce la probabilidad de quiebra. Basándose en la sinergia financiera conseguida, algunos autores opinan que las fusiones, aumentan la riqueza de los accionistas. Pero otros autores opinan que si bien los accionistas de ambas empresas se ven favorecidos con un interés más bajo, lo hacen sólo a cambio de una mayor protección a los obligacionistas, sin obtener una ganancia neta. A menos que la fusión altere el rendimiento de las dos empresas combinadas, los accionistas estarán peor que antes de la fusión. Este es el referido problema del “claim dilution” .

La fusión incrementa el valor de las obligaciones sólo si reduce el valor de las opciones de insolvencia de los accionistas.

	Optimista	Normal	Pesimista	Valor de mercado (ponderado)
Probabilidad	40 %	50 %	10 %	
<u>Firma A</u>				
Deuda	30	30	20	29
Acciones	20	6	-	11
Total	50	36	20	40
<u>Firma B</u>				
Deuda	-	-	-	-
Acciones	75	54	30	60
Total	75	54	30	60
<u>A + B</u>				
Deuda	30	30	30	30
Acciones	95	60	20	70
Total	125	90	50	100

Tabla 1

Observe en la Tabla 1 como se produce el traslado de riqueza desde los accionistas a los obligacionistas: la riqueza de los obligacionistas de la firma A aumenta en \$ 1 cuando la empresa fusionada reembolsa toda la deuda en comparación con lo que habrían cobrado sin la fusión (30-29). Idéntica pérdida sufren los accionistas de la firma B cuando el valor de las acciones de la fusionada se reduce en \$ 1: el valor de mercado de las acciones de A y B es de \$ 70, cuando por separado valían \$ 71 (60 + 11). La fusión transfiere valor de los accionistas hacia los obligacionistas a través de lo que se conoce como el “coinsurance effect”. Claro que si se tiene en cuenta que aun en los mercados más eficientes subsiste cierto grado de ineficiencia (costos de transacción, impuestos, costos por insolvencia financiera, etc) la fusión podría permitir un aumento de las deudas, y por ende aumentar el valor de los ahorros fiscales, proporcionando un beneficio neto a la fusión.

La fusión puede mejorar la capacidad de financiación cuando una empresa que se encuentra en una fase de crecimiento, tiene dificultades para financiarlo. En este caso podría fusionarse con otra empresa que tenga la liquidez y la estabilidad necesarias para financiar dicho crecimiento. Otra variante ocurre cuando se adquiere una empresa que tiene un bajo coeficiente de endeudamiento y la empresa adquirente podrá solicitar una mayor cantidad de préstamos que serán asegurados con los activos de la nueva compañía.

4.2.3. El juego de la pirámide

Una firma puede incrementar sus ganancias por acción (earnings per share) cuando se fusiona con otra firma cuyas acciones tienen un bajo ratio precio/beneficio. Aunque efectivamente las ganancias por acción aumentan, no existe una ganancia real en este caso. Si suponemos que la fusión no produce beneficios económicos, permaneciendo invariable el resultado de operación, las empresas deberían tener exactamente el mismo valor juntas que por separado. Esta situación se muestra en la Tabla 2, donde se muestran los datos correspondientes a la fusión entre Omega y Titán.

Puesto que las acciones de Omega no tienen buenas perspectivas, se venden a un price earning más bajo que las acciones de Titán, a pesar de tener ambas la misma utilidad neta.

	Omega	Titán	Omega + Titán
Utilidad Neta	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 200.000
Número de acciones	100.000	100.000	150.000
Ganancia por acción	\$ 1	\$ 1	\$ 1,33
Precio de la acción	10	20	20
Valor de mercado	1.000.000	2.000.000	3.000.000
Price earning	10	20	15

Tabla 2

Luego de la fusión, la utilidad neta se duplica y el valor de mercado refleja la suma de los valores por separado. Sin embargo, el número de acciones aumenta sólo en un 50 %. Esto se debe a que como las acciones de Titán se venden al doble de lo que valen las acciones de Omega, Titán puede comprar todas las acciones de Omega con la mitad (\$50.000) de sus propias acciones. Al disminuir la cantidad de acciones en circulación, aumentan las ganancias por acción a 1,33. A esto se le llama el efecto de la pirámide, porque no hay ganancias reales por la fusión ni un aumento en el valor combinado de las dos empresas. El price earning disminuye debido a que el precio de las acciones no cambia (\$ 20) reflejando un promedio de los price earning que tenían las dos firmas por separado.

4.2.4. Control

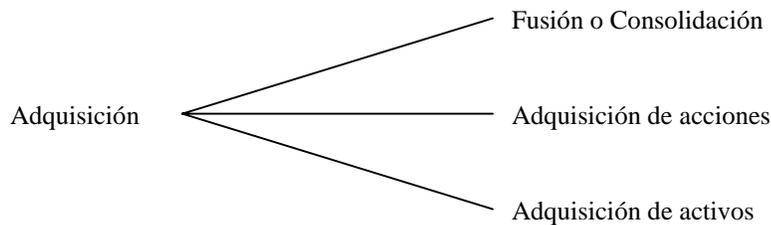
Para mantener una empresa independiente, protegerla de un takeover hostil y proteger sus propios puestos de trabajo, la gerencia cuenta con una serie de estrategias para dificultar la “digestión”.

4.2.5. Compra de activos por debajo de su costo

A veces una firma puede adquirir activos más baratos comprando otra cuando el valor de mercado de éstos es inferior a su costo de reemplazo. Sin embargo, recuerde que el valor de los activos depende del flujo de fondos esperado, no de su costo. En otras palabras, no tendría mucho sentido pagar 1 millón para obtener una fábrica de sombreros que costaría 2 millones construir, si la gente no usa más sombreros.

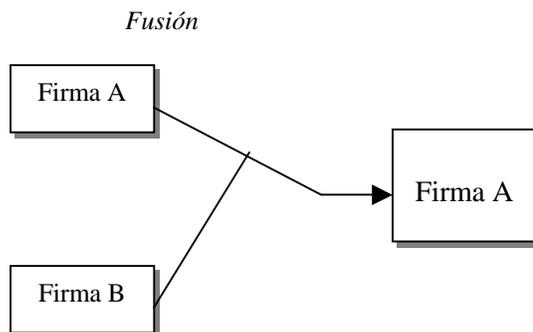
5. La forma de adquisición

Existen numerosas formas de adquisición que son realizadas en un ambiente amistoso. El proceso comienza cuando la gerencia de una empresa contacta a los directivos de una compañía objetivo, a veces a través de los bancos de inversión. La transferencia de control que produce una adquisición puede suceder de tres formas:



5.1. Adquisición por fusión

Una adquisición por fusión tiene lugar cuando los activos y pasivos de la compañía vendedora “B” se transfieren a la compañía compradora “A” y son absorbidos por ésta, desapareciendo la vendedora como entidad independiente. El comprador se hace cargo de todos los activos y pasivos del vendedor.



La principal ventaja de la fusión, desde el punto de vista jurídico, es que no hace falta transferir a la empresa adquirente la propiedad de los activos individuales de la compañía. Esto la hace más sencilla y menos costosa que otras formas de adquisición. Las empresas simplemente acuerdan combinar la totalidad de sus operaciones.

La principal desventaja es que requiere ser aprobada por votación de los accionistas, generalmente una cantidad que pueden ser las dos terceras partes o más de las acciones con

derecho a voto. Esto puede hacer lento y difícil el proceso de la fusión, máxime teniendo en cuenta que la cooperación de la administración actual es siempre necesaria en una fusión.

5.2. Adquisición por compra de acciones y oferta pública

La adquisición por oferta pública consiste en la oferta de comprar las acciones de otra empresa, a un precio fijo por acción. La oferta se realiza a los propietarios de las acciones que lo deseen, y pueden ser compradas con dinero o con acciones de la propia empresa adquirente.

La oferta de adquisición puede ser realizada por niveles, por ejemplo, ofreciendo dinero en efectivo para las acciones que le permitan obtener el control, a un precio y condiciones ventajosas. Por ejemplo, una empresa que tiene el 40 % de las acciones podría ofrecer comprar el 11 % de las mismas, para hacerse del control, ofreciendo un precio atractivo, pero en un segundo nivel, podría ofrecer comprar las acciones que excedan del 51 % con otras condiciones de pago (por ejemplo, pagar con obligaciones y no con dinero líquido). Este tipo de oferta evita el problema de aquellos accionistas que demoran en acudir a la oferta pública especulando que habrá una contraoferta más alta de alguna otra empresa, y por ende conseguirían un mejor trato.

La principal diferencia entre la fusión y la adquisición se ve reflejada en la parte que puede rechazar la operación. Mientras en la fusión el trato se realiza a través de un contrato entre las direcciones de la adquirente y la adquirida, en la adquisición el trato se realiza entre la dirección de la adquirente y los accionistas de la empresa a adquirir. Los accionistas de esta última ejercen, o no, su derecho a vender sus acciones según les parezca la oferta de adquisición de la compradora.

Otra diferencia entre ambas es que en la fusión hay realmente una mezcla de las dos empresas, mientras que en las adquisiciones fundamentalmente, se persigue asegurar el control sobre una determinada empresa por parte de la adquirente, pero sin englobar a aquella dentro de ésta.

5.3. Adquisición de activos

También una adquisición puede realizarse a partir de la compra de los activos del vendedor, efectuándose el pago directamente a la empresa vendedora (no a sus accionistas) con dinero efectivo, títulos de deuda o acciones de la adquirente. La ventaja es que no hay que preocuparse de la existencia de accionistas minoritarios. La desventaja es que toda transacción de activos trae aparejados costos de transacción adicionales (legales, administrativos, etc).

La empresa vendedora podría continuar su explotación si solamente ha vendido los activos que no son indispensables o podría liquidarse repartiendo el dinero entre sus accionistas.

5.4. El Holding

El holding se constituye en una interesante alternativa a la fusión o la adquisición, debido a que es posible que una empresa o fondo de inversión que actúa como empresa tenedora, adquiera únicamente una porción del capital de la empresa objetivo que le permita influir en sus decisiones. El paquete de control no tiene por qué ser mayor del 51 %, ya que en ocasiones sólo basta un porcentaje mucho menor debido a la atomización del accionariado.

La ventaja del holding es que resulta más barato que el de adquirir o fusionarse con la empresa objetivo, pues no necesita hacerse con la totalidad o con la mayoría del capital social. Tampoco hay que pagar una prima por el control, pues no se pretende obtener la mayoría.

Preguntas y cuestiones

1. ¿Qué es una fusión y cuál es la diferencia con una consolidación?
2. ¿Cuáles son las diferencias fundamentales entre la adquisición de una empresa y un proyecto de inversión?
3. Haga una lista con cuatro motivos válidos y con cuatro motivos discutibles para que una fusión tenga lugar
4. Responda verdadero o falso a las siguientes afirmaciones:
 - a. En una sinergia, el valor combinado de A + B debería ser mayor que el valor de A y B por separado
 - b. Cuando dos firmas con resultados muy volátiles se fusionan, el valor de mercado se incrementa porque los beneficios se estabilizarán luego de la fusión
 - c. En una fusión donde no se ha utilizado toda la capacidad de endeudamiento, habrá una transferencia de riqueza de los accionistas hacia los obligacionistas
 - d. La evidencia empírica sugiere que las ganancias por una fusión son sobreestimadas y luego no se concretan en la práctica.
5. La siguiente información corresponde a las empresas A y B, que se financian enteramente con acciones:

	Empresa A	Empresa B
Utilidad neta	100	400
Acciones en circulación	100	80
Precio por acción	80	25

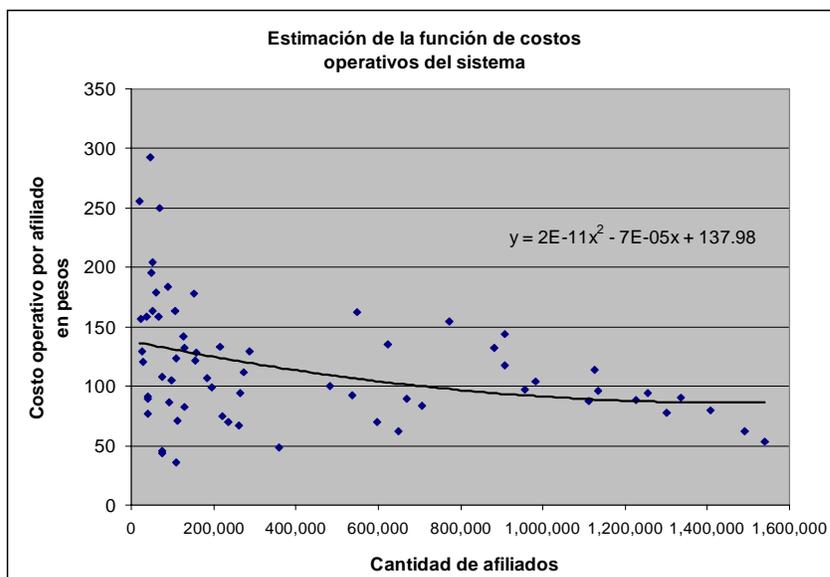
La empresa A está adquiriendo la empresa B al intercambiar 25 de sus acciones por todas las acciones de B. ¿Cuál es el costo de la fusión si la empresa fusionada tiene un valor de \$ 11.000? ¿Qué le ocurrirá a la utilidad por acción de la empresa A y a su price earning?

Apéndice: Las fusiones de las AFJP en la República Argentina¹

Las fusiones de AFJP en la República Argentina

Desde su inicio, la cantidad de AFJP en la República Argentina se redujo en forma constante. Se pasó de 26 administradoras en el año 1994 a 13¹ en el 2000 (una disminución del 50%)

A diciembre de 2000, entre las cuatro mayores administradoras (Consolidar, Orígenes, Máxima y Siembra) reunían el 64 % de afiliados, el 67 % de aportantes y el 66 % del fondo acumulado. Las cuatro menores (Generar, Futura, Profesión + Auge y Unidos) alcanzaban el 25 %. En 1994, las cuatro administradoras más grandes, a diciembre de 1994 (Consolidar, Máxima, Siembra y Nación) reunían el 50 % aproximadamente en estos mismos ítems, indicando que se produjo un incremento importante en el tamaño de las administradoras líderes. La concentración se motorizó a través de las fusiones y adquisiciones que se fueron produciendo a lo largo de estos años de funcionamiento del sistema. Las AFJP grandes pasaron de administrar el 66 % del fondo del sistema al 81 % en estos seis años. En un intento por justificar la tendencia del sistema hacia la concentración se buscó estudiar las economías de escala de la industria. Se tomaron los costos operativos semestrales de cada administradora desde el inicio del sistema y se los vinculó con el número de afiliados al final de cada semestre. La relación observada entre costos operativos por afiliado y el número de afiliados se presenta a continuación:



Fuente: Néstor H. Fernández en base a la información suministrada por la SAFJP.

Hacia 1998 la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) realizó una investigación sobre los costos del sistema previsional argentino. En ese trabajo se concluyó que el número de administradoras "óptimo" oscilaría entre 10 y 12. La información disponible hasta ese momento sólo permitió incluir datos a diciembre de 1997, pero el resultado fue contundente, la cantidad de administradoras debía reducirse a prácticamente la mitad.

¹ Deseo agradecer a Néstor Fernández por la información suministrada.

E. Firms generally become more profitable after mergers, relative to other firms in the industry.

Question 1

A. True. Synergy should increase the combined firm value.

B. False. Earnings volatility is generally firm specific. Even if it is not, investors can do this themselves at a much lower cost.

C. True. The combined firm will be safer making existing bonds more valuable.

D. True.

E. False.