

Las principales olas o ciclos de fusiones y adquisiciones desde finales del siglo XIX hasta la actualidad

Victor Libio de los Ríos

Resumen

Uno de los fenómenos que más destacadamente se ha observado con el advenimiento de la actual globalización, aunque haya existido también desde mucho tiempo atrás de manera importante, es lo relativo a las Fusiones y Adquisiciones (F&A) de empresas. Incluso dentro de la literatura de la empresa ha tenido y tiene un lugar muy preponderante. Aunque las fusiones y adquisiciones se realizan en todo tiempo y lugar generalmente se presentan y en esto parece existir un fuerte consenso entre los estudiosos en ciclos o en olas, de las cuales desde finales del siglo XIX hasta nuestros días han existido cinco grandes movimientos u olas de fusiones y adquisiciones.

El propósito de este trabajo es un acercamiento a esta última temática y tratar de mostrar un panorama de los diversos ciclos, sus características y sus diferencias y sus aspectos en común. Como se señala, las fusiones y adquisiciones se producen en oleadas cíclicas. Existe un consenso general sobre las líneas generales sobre las fechas y los periodos que abarcan las oleadas de fusiones.

Se ha documentado que las olas o movimientos masivos de adquisiciones y fusiones se iniciaron a finales del siglo XIX a la década de 1890 fundamentalmente en Estados Unidos (donde se tiene más documentada), la historia de las olas de adquisiciones y fusiones y ha sido investigada ampliamente, pero también se conocen procesos similares en otras partes como en Europa que recientemente se están estudiando. La segunda ola tiene lugar a principios del siglo XX y concluye con la gran Depresión, la tercera que comienza en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial y finaliza con la crisis del petróleo de principios de los setenta, la cuarta que se desarrolla en los años 80s y por último la quinta que abarca la última década del siglo pasado y los primeros años de este siglo, esta última con un carácter amplio e internacional y que involucra países no sólo desarrollados sino también países en desarrollo y emergentes y grandes movimientos transfronterizos.

JEL Classifications: L1 I, G34

Abstract

One of the most observed phenomena since the advent of actual globalization, although it has existed for a long time, is the one related to corporation merger and acquisitions (M&A). It even has had an important place in corporation literature. Though merger and acquisitions occur at all time and place they are mainly presented in the form of cycles or waves, of which since late XIX century to the day have existed five big movements or merger waves.

The purpose of this work is to show the scenes of these diverse cycles; their characteristics, differences and common aspects. As shown, merger and acquisitions are produced on cyclical waves. There is a general agreement about the dates and periods covered by merger waves.

It is documented that waves or movements of massive merger and acquisitions started on late XIX century mainly in the United States of America (where most documentation exists), history of merger and acquisition have been widely studied, but it is known that similar processes had place in other regions like Europe which are now been studied. The second wave takes place on early XX century and concludes with the great depression period, the third one begins past the world war two and ends with the oil crisis of the early seventies, the fourth one takes place on the eighties, and the last one which covers the last decade of XX century and the first years of the century on course. This last one has a wide and international character that involve, not only developed countries, but also emerging and on development ones and great transboundary movements.

Key words

- Mergers and Acquisitions
- Merger waves

Palabras clave

- Fusiones y Adquisiciones
- Olas de Fusiones

I Introducción

Uno de los fenómenos que más destacadamente se ha observado con el advenimiento de la actual globalización, aunque haya existido también desde mucho tiempo atrás de manera importante, es lo relativo a las fusiones y adquisiciones (F&A) de

empresas. Incluso dentro de la literatura de la empresa ha tenido y tiene un lugar muy preponderante. Aunque las fusiones y adquisiciones se realizan en todo tiempo y lugar generalmente se presentan y en esto parece existir un fuerte consenso entre los estudiosos en ciclos o en olas, de las cuales desde finales del siglo XIX hasta nuestros días han existido cinco grandes movimientos u olas.

El propósito de este trabajo es un acercamiento a esta última temática y tratar de mostrar un panorama de los diversos ciclos, sus características y sus diferencias y sus aspectos en común. Como se señaló, las fusiones y adquisiciones se producen en oleadas cíclicas. Existe un consenso general sobre las líneas generales de las fechas de la oleadas de fusiones. Se ha documentado que las olas o movimientos masivos de adquisiciones y fusiones se iniciaron a finales del siglo XIX. En Estados Unidos (donde se tiene más documentada), la historia de las olas de adquisiciones y fusiones se remonta a la década de 1890 y ha sido investigada ampliamente, pero también se conocen procesos similares en otras partes como en Europa que recientemente se están estudiando. La segunda ola se remonta para principios del siglo XX y concluye con la gran Depresión, la tercera comienza en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial y finaliza con la crisis del petróleo de principios de los setenta, la cuarta se desarrolla en los años ochenta del siglo pasado y, por último, la quinta abarca la última década del siglo pasado y los primeros años de este siglo, esta última con un carácter amplio e internacional y que involucra países no sólo desarrollados sino también en desarrollo y emergentes.

Primera ola de Adquisiciones y Fusiones (1890-1905)

Esta se inicio en 1890 y fue provocada por una importante depresión económica, nuevas legislaciones sobre las incorporaciones y concentraciones, y el desarrollo del mercado de valores especialmente la Bolsa de Nueva York. Esta primera oleada se caracterizó en gran medida, tanto en Estados Unidos como en Europa por la consolidación de la producción industrial. Así como por el fortalecimiento y formación de los monopolios por medio de fusiones y adquisiciones.

Estas fusiones fueron motivadas principalmente por el deseo de las empresas fusionadas y adquiridas para reducir la competencia de precios en lugar de explotar las economías de escala. Una importancia especial tiene en este proceso la expansión por medio de la integración horizontal, que llevo a la creación de muchas grandes empresas que concentraron la mayor parte del poder de mercado en sus respectivas industrias. Esta primera ola de fusiones y adquisiciones llegó a su fin alrededor de 1902-1905, cuando el mercado de valores se cayó.

En este sentido Goergen y Renneboog (2004) en un estudio más reciente y sin sustentación empírica señalan (su trabajo se enfoca preferentemente al periodo de



1993-2000) que la primera ola de fusiones europeas comenzó aproximadamente en 1880 y terminó en 1904, paralelamente a la primera ola estadounidense, aunque indican que la ola en Europa era menor que la de Estados Unidos.

O'Brien (1988) en un estudio para Estados Unidos describe las características de la primera ola, las cuales fueron determinadas por economías de escala que incrementaron el tamaño y la calidad de las empresas, el autor apoya sus afirmaciones con datos empíricos. La integración de los mercados regionales en un todo más grande naturalmente sugiere la posibilidad de que las empresas que trabajan en industrias donde las economías de escala tecnológicas aumentan la producción a gran escala, reducen el costo de operación y la hacen más rentable para suministrar un mayor mercado geográfico.

La primera ola de F&A no se puede explicar sin la existencia de un mercado amplio e integrado, la integración del mercado en el caso norteamericano era sustancialmente completa una década más o menos antes de que la primera ola de fusiones hubiese comenzado en Estados Unidos donde la construcción de ferrocarriles alcanzó su punto máximo en 1887.

Las F&A que conforman la primera ola fueron predominantemente horizontales y en ella participaron muchas empresas. Varios aspectos ayudaron a consolidar este primer ciclo de F&A:

- Las leyes de defensa de la competencia fueron favorables a las F&A;
- La experiencia de negocios adquirida con la dura competencia durante la anterior reciente depresión;
- El desarrollo de un mercado financiero que podría absorber grandes cantidades de valores;
- La imitación por el éxito de los primeros movimientos de F&A, y
- La aparición de promotores y financieros que se beneficiaron con este tipo de operaciones.

Respecto al segundo punto se puede indicar que los empresarios se hicieron más receptivos a la idea de las fusiones y adquisiciones por la feroz competencia de precios que prevalecieron durante la depresión de 1983. En general la idea de la dura competencia fomento la concentración del mercado, ya sea mediante F&A o por otros medios. Consideraciones del mercado de productos estuvieron presentes en la combinación de una intensa competencia y los altos costos fijos como estímulo para la concentración.

Con referencia al punto siguiente, en la práctica, la mayoría de los pagos a las empresas que realizaron F&A implicó una mezcla de dinero en efectivo y de instru-

mentos financieros. La existencia de un mercado financiero organizado también hizo posible que agentes promotores y financieros aparecieran con fuerza.

El surgimiento del moderno mercado de capital es una de las dos innovaciones institucionales que se menciona para explicar la primera ola de F&A. La otra es el papel clave del promotor.

Aunque la característica distintiva de la primera ola de fusiones fueron las grandes fusiones y adquisiciones horizontales, ya que estas fueron las operaciones que facilitaron la consolidación de los monopolios, cabe aclarar que las empresas formadas durante la primera ola de F&A mantuvieron su posición dominante porque estaban integradas también verticalmente. Ya que la integración vertical garantiza el acceso a insumos esenciales y asegura puntos de venta en la distribución que constituyen la base de la producción a gran escala, ya que permite ventajas de eficiencia sobre los rivales que no podían igualar. Fue la realización de las ventajas de costos la clave para un liderazgo del mercado duradero y la consolidación de los monopolios.

Segunda ola de Adquisiciones y Fusiones (1910-1929)

Esta etapa se inició en 1910 se caracteriza por los esfuerzos de reestructuración de la actividad de los monopolios, lo cual se tradujo en avances en las legislaciones antimonopolio, tanto en Estados Unidos como en Europa.

En este sentido Sudarsanam (2003) argumenta que la aplicación de leyes anti-monopolio es la responsable de la aparición de la segunda ola de adquisiciones, que comenzó en la década de 1910, continuó a través de la década de 1920, y se derrumbó en 1929 con la caída de la bolsa y la posterior depresión que se registra en todo el mundo. Como la política estaba dirigida a mermar el poder de los monopolios, se debilitaron las empresas dominantes y muchas de ellas fueron divididas. Posteriormente, las empresas se centraron en la expansión vía F&A a través de integraciones de tipo vertical.¹

La segunda ola de fusiones, al igual que la primera, fue precedida por cambios tecnológicos que permitieron la competencia en un escenario más grande, donde los cambios tecnológicos, fundamentalmente la llegada del automóvil y de la radio comercial (como en la primera ola había sido el ferrocarril) que acompañaron a los consumidores de bienes, además la diferenciación de los productos. El automóvil como nuevo sistema de transporte facilitó el ampliar, en general, los pequeños establecimientos en los mercados de dos maneras: por un lado, proporciono a los vendedores con un nuevo medio para la ampliación de sus áreas de ventas y de abastecimiento a los mercados, y por otro, hizo a los consumidores considerable-

¹ Goergen y Renneboog (2004) coinciden en que en este periodo se dio una mayor integración vertical.

glomerado crearía o reforzaría el poder de mercado. No obstante, la diversificación multi-mercado o conglomerada puede facilitar cierto tipo de colusiones o arreglos que permitan aumentar aunque no sea de manera directa el poder de la empresa.

En este mismo sentido Sudarsanam (2003) señala que las nuevas teorías de la administración como la organización multi-divisiones de empresas proporcionaron en ese periodo una gran inspiración para que los administradores-gerentes se propusieron objetivos de crecimiento a través de diversificaciones conglomeradas. Durante la década de 1960, las empresas estaban en busca de oportunidades de crecimiento en nuevos mercados no relacionados con la actividad principal de las empresas con el fin de aumentar el valor de la empresa y reducir la volatilidad de las ganancias. Además, indica que en la tercera ola de fusiones y adquisiciones el patrón fue diferente en Estados Unidos y en el Reino Unido. Mientras que las F&A, en Estados Unidos se centraron en la diversificación no relacionada y el desarrollo de grandes conglomerados; en el Reino Unido las transacciones hicieron hincapié en la integración horizontal.

Si se considera por ejemplo que la administración de una empresa es como un “activo fijo”, una empresa puede estar sin usar “la capacidad administrativa”. Una adquisición conglomerada podría, en principio, reducir los costos de administración por unidad de ingresos. Por otra parte, la adquisición-fusión podría ser un camino para una administración-gestión más eficiente que permita desplazar a una administración menos eficiente; de esta manera descansa la teoría del control corporativo del mercado.

Existen otras explicaciones al proceso de diversificación que ofrecen visiones alternativas para la diversificación conglomerada observada fundamentalmente en ese periodo en Estados Unidos.

Dos aspectos poco desarrollados del mercado de capitales en esa época y la relativa precariedad de la información sobre las empresas y los mercados. En primer lugar, en la década de los sesenta del siglo pasado, los mercados de capital no estaban preparados para “asignar” recursos a la expansión de las empresas de manera eficiente. En segundo lugar, como lo señalan Hubbard y Palia (1999) quienes puntualizan que a diferencia con la situación actual, el acceso de la gente y las empresas al manejo de la información, a las bases de datos y a informes de calidad sobre las empresas era muy reducida, donde además el tener posibilidades de disponer de fondos externos de financiamiento era muy limitada. Por tanto, las empresas trataron de superar los problemas de obtención de fondos por medio del desarrollo de mercados de capital interno.

De esta manera las estructuras conglomeradas permitían disminuir la variabilidad de las ganancias, tener un menor riesgo a la quiebra y se podían alcanzar mayores niveles de apalancamiento.



En ese sentido los directivos-administradores al diversificar con el fin de disminuir la volatilidad de las ganancias en sus empresas, aumentan la posibilidad de las empresas de sobrevivir y al mismo tiempo protegen sus propias posiciones personales. Además, si el régimen de compensación para los directivos-administradores es sobre la base de parámetros de referencia de crecimiento, los gerentes son incentivos para continuar la diversificación de las adquisiciones (posiblemente a expensas del valor de empresa). En ese sentido Jensen (1986) comenta que la característica común de los modelos de la agencia es que los directores renuncian al objetivo la maximización de valor (riqueza de los accionistas o dueños) y adquieren empresas por motivos propios o independientes, con el fin de perseguir sus intereses personales.

Otra explicación para la diversificación a través de adquisiciones es la ‘Teoría de la sinergia de gestión’ planteada por Matsusaka (citado por Martin, 2007) quien menciona que las sinergias administrativas se obtienen si la experiencia de la gestión administrativa de la empresa objetivo es complementaria a la de las experiencias administrativas de la empresa compradora. Un rasgo distintivo de la actividad de F&A en la década de 1960 fue que el número de adquisiciones en las que la empresa oferente mantiene el *staff* administrativo de la empresa objetivo fue alta. Interpreta esto como evidencia de apoyo a la teoría de la sinergia del “management”, que asume que el mercado de trabajo del “management” en la década de 1960 fue establecido con costosas ineficiencias, suficientes para obligar a las empresas a encontrar el talento directivo a través, incluso, del costoso mecanismo del mercado de adquisición de empresas.

En este sentido, la idea del “control corporativo del mercado” se basa en un motivo de eficiencia sobre la base de diferencias de la información. Las fusiones y adquisiciones pueden estar basadas en diferencias de información que no tienen nada que ver con la eficiencia.

Esta ola de diversificación conglomerada se asoció con una serie de cuestiones adicionales, como búsqueda de ingresos por parte de los administradores divisionales.

Por su parte Martynova y Renneboog (2005) comentan que la evidencia empírica parece contradecir la visión sobre la teoría de la agencia. Los mercados a veces reaccionan conscientemente y positivamente a los anuncios sobre los procesos de diversificación y los mercados veían favorablemente algunas estrategias de diversificación. Por tanto, no había una oposición consciente a las adquisiciones relacionadas con los costos de agencia de elevado potencial.

En suma, los estudios anteriores muestran que no hay una explicación única para la tercera ola de F&A en específico para los procesos de diversificación no vinculada de su patrón peculiar observado en Estados Unidos. Las diversificaciones conglo-

radas en la década de 1960 se atribuyen a las agresivas regulaciones antimonopolio, a los mercados subdesarrollados de capitales externos, la debilidad de los mecanismos de control de los accionistas, y a las ineficiencias en el mercado de trabajo (fundamentalmente gerencial), así como a las nuevas tendencias administrativas y a los todavía “precarios” sistemas de información de las empresas y de los mercados.

Cuarta ola de Adquisiciones y Fusiones (1981-1989)

Se inició en 1981 y terminó en 1989. La ola fue provocada por los cambios en las políticas a favor de la competencia, la desregulación del sector financiero y la creación de nuevos instrumentos financieros y el desarrollo de mercados (por ejemplo, el mercado de bonos-basura), así como los avances tecnológicos en la industria de la electrónica.

El mercado de control de la sociedad se caracterizó por un número sin precedentes de desinversiones, adquisiciones hostiles, y de continuidad de las transacciones privadas (compras apalancadas (LBO) y de compras de la administración (MBO).

Shleifer y Vishny (1991) exponen cómo la cuarta ola surgió como respuesta a las inversiones relacionadas con la expansión de las diversificaciones conglomeradas ineficientes de las olas anteriores, fundamentalmente el ciclo anterior.

Un medio ambiente menos estricto respecto a la defensa de la competencia, mercados de capitales más competitivos, y una mejora en los mecanismos de control de los accionistas de las empresas contribuyeron a estimular los procesos de des-diversificación y reorientar hacia el núcleo de los negocios de las empresas.

Por otra parte, cuando las empresas no reconocen la naturaleza defectuosa de las estrategias de diversificación, o no lo suficientemente rápido para reorientar sus operaciones, los “raiders hostiles” estarían dispuestos a hacer el trabajo de reestructuración por ellas.

La presencia de un mercado ineficiente de capital interno a menudo se considera responsable de la caída y discontinuidad de la ola de conglomerados, asociado con los problemas de negociación dentro de las empresas y las rigideces burocráticas que la conformación de conglomerados puede llevar.

Estas desventajas de los procesos de diversificación conglomerada pudieron haber superado las supuestas ventajas de subvenciones cruzadas internas obligando a las empresas a volver a organizarse en la década de 1980.

Otra razón es presentada por Mitchell y Mulherin (1996) quienes señalan que la estructura de conglomerados se percibía como cada vez más ineficiente y fue su falta de flexibilidad para reaccionar a las crisis industriales lo que implicó cambios dos décadas después.

Quinta ola de Fusiones y Adquisiciones (1993-2001)

Comenzó en 1993, como todas las olas anteriores, se inició con un auge económico y se detuvo como consecuencia de la caída del mercado bursátil en 2001. Se puede afirmar que esta quinta ola muestra aspectos sin comparación, tanto en términos de valor de las adquisiciones como en el número de fusiones y adquisiciones realizadas.

Un primer aspecto a destacar de la quinta ola de adquisición es su amplio carácter internacional. El número de transacciones realizadas en Europa fue tan grande como su contraparte de Estados Unidos, destacando también el incremento en las transacciones de fusiones y adquisiciones realizadas en Asia y en otros países emergentes. Aunque Evenett 2003 comenta que esta ola involucró mas firmas de más países que la ola precedente (cinco veces más grande que su predecesora en los ochenta del siglo pasado), el mayor tamaño de tales F&A aún tuvo lugar entre los países miembros de la OCDE.

Destaca además y esa sería la segunda característica la prevalencia de lo que denomina mega-tratos, cuyas transacciones particulares exceden un billón de dólares americanos. Indicando que el número de tales tratos cercanamente se cuadruplicó de 1996 a 2000 y el valor de las transacciones más que se cuadruplicó, involucrando fundamentalmente sectores como el financiero y de telecomunicaciones con pocas firmas manufactureras involucradas.

Una tercera particularidad fue que en mayor medida en las fusiones y adquisiciones se involucro una proporción cada vez más grande de transacciones transfronterizas, lo que es un reflejo del creciente proceso de globalización de los productos, servicios y de los mercados de capitales.

Un cuarto aspecto que impulso este movimiento fueron también el avance en los procesos de desregulación en importantes sectores económicos y los procesos de privatización que coadyuvaron a disparar las F&A transfronterizas fundamentalmente en los sectores financieros y de telecomunicaciones. Cabe destacar que el proceso de privatización tuvo mayor importancia a principios de los noventa del siglo pasado y su proporción poco a poco disminuyó.

Un quinto elemento, consiste en los incrementos en los costos emanados de la investigación y desarrollo cuyos resultados se resuelven en el largo plazo. Estos costos dieron lugar a que las empresas impulsaran los procesos de fusiones y adquisiciones de carácter internacional fundamentalmente tuvieron lugar en las industrias de alta tecnología, la bioquímica y farmacéutica.

Un sexto aspecto a destacar es que tanto en las fusiones y adquisiciones transfronterizas como en las de carácter doméstico la actividad tendió a ocurrir pre-

ponderantemente entre las empresas en industrias relacionadas (horizontalmente y verticalmente) aunado con la disminución constante en el número relativo de las desinversiones durante este movimiento parecen indicar que el principal motivo de las adquisiciones no fue la especialización o la reestructuración de las empresas (como pudo ser la tónica en la cuarta ola), sino más bien el crecimiento de las empresas y la búsqueda del afianzamiento competitivo por participar ya en los mercados ampliamente globalizados.

Relacionado con este último aspecto comentan Andrade y Stafford (2001) que la actividad de adquisiciones durante la cuarta ola fue principalmente motivada por la reestructuración de la industria en respuesta a los excesos de la capacidad anteriores, mientras que la actividad durante la década de 1990 sobre fusiones y adquisiciones parece implicar con más frecuencia a empresas con alta utilización de sus capacidades.

Un séptimo elemento es el relacionado con el financiamiento de las fusiones y adquisiciones durante la quinta ola en ese sentido están los planteamientos de Shleifer y Vishny (2003) quienes enfatizan la relación existente en la década de 1990 entre el mercado alcista (denominado *bull*) y el uso abrumador de las acciones como un método de pago en los procesos de fusiones y adquisiciones. Posturas sobrevaloradas de acciones que se usa para comprar activos reales de la infravalorada (o de menos sobrevaluación) de las empresas objetivo. Lo cual sugiere que la llamada prima inadecuada de los precios fue una importante fuente de valor en las fusiones y adquisiciones de este período. Además, el mercado de bonos de empresas creció rápidamente en la década de 1990. Las bajas tasas de interés bancarias y una actitud más receptiva hacia el banco de los prestatarios de riesgo también facilitó el acuerdo de toma durante la ola de fusiones.

También Jensen (2004) asocia las actividades de fusiones y adquisiciones de finales de los noventa del siglo pasado con el auge de los mercados financieros. Este auge lo describe cómo la sobrevaloración de las acciones que empuja a los directivos-administradores para hacer ofertas públicas de adquisición, incluso si estos acuerdos no crean beneficios sinérgicos o de otra índole. Cuando en el mercado de valores el precio de las acciones por encima de los resultados futuros esperados por la administración, se le anima a realizar adquisiciones.

Un último aspecto relativo a la quinta ola de Fusiones y Adquisiciones puede ser mencionado y es que el número de ofertas de adquisición hostiles tanto en el Reino Unido como en Estados Unidos se redujo significativamente en el decenio de 1990 en comparación con el *boom* que alcanzaron en la década de 1980. Martynova y Renneboog (2005) señalan dos explicaciones al respecto. La primera tiene que ver con que la disminución de la actividad de adquisiciones hostiles puede atribuirse al

mercado “bull”, ya que en ese periodo como propósito los accionistas son más propensos a aceptar una oferta pública de adquisición cuando son demasiado caras o el precio es elevado de sus acciones. Una segunda razón importante para la reducción de la actividad de ofertas hostiles de adquisición son los cambios reglamentarios que tuvieron lugar a finales de la década de 1980, que impactaron este tipo de movimientos.

Por su parte Holmström y Kaplan (2001) sugieren otra explicación para la disminución que las adquisiciones hostiles y que tiene que ver con el gobierno corporativo, puntualizando que hay un número suficiente de mecanismos de administración alternativos (por opciones de acciones, por el activismo de los accionistas, no vigilancia del director ejecutivo) que fomentan a los directivos-administración de centrarse en el valor de los accionistas y que voluntariamente reestructuren cuando sea necesario.

Es notable que en contraste con el Reino Unido y Estados Unidos, el número de ofertas hostiles en Europa Continental aumento de hecho durante la década de 1990. Curiosamente, la actividad de adquisición hostil surgió incluso en los países donde se hallaba completamente ausente. En general, se cree ampliamente que el proceso de globalización, la innovación tecnológica, la desregulación y la privatización, así como el auge de los mercados financieros impulsaron la quinta ola F&A. La literatura reciente sugiere que las adquisiciones estuvieron principalmente preocupadas con la reducción de costos y la expansión hacia nuevos mercados.

Moeller, *et al.* (2005) como parte de estos estudios indica un aumento en el número de estudios empíricos que proporcionan pruebas de que muchas de las F&A realizadas a finales de 1990 efectivamente destruyen valor. Esto confirma que muchas de esas transacciones han sufrido el problema de agencia inducida por la sobrevaluación de las acciones.

Sexta ola de Fusiones y Adquisiciones (2003- ¿?)

Por otra parte Martynova y Renneboog (2005) sugieren la posibilidad de que desde mediados de 2003 se haya iniciado una nueva ola, que coincidiría con la recuperación gradual de los mercados económicos y financieros después de la recesión que comenzó en 2000, cuyas características estarían dadas por la consolidación de algunos patrones de la quinta ola como el fortalecimiento de las operaciones transfronterizas y la mayor internacionalización del proceso.

Algunos aspectos de la experiencia empírica de las Fusiones y Adquisiciones

Como se ha visto las adquisiciones y fusiones son un aspecto importante del entorno de las empresas y estas fundamentalmente se desarrollan en periodos u olas. Sin

embargo el estudio de los ciclos ha sido estudiado tanto por un gran número de investigadores “teóricos”, como también ha sido acompañada por innumerables trabajos e investigaciones de carácter empírico que han estudiado el comportamiento de las fusiones y adquisiciones tratando de establecer no solo las magnitudes de los movimientos cíclicos, sino también de evaluar las causas de sus movimientos, sus efectos y los motivos que se encuentran detrás.

De esta manera los estudios “empíricos” se han centrado en aspectos relacionados con el desempeño de la empresa adquiriente o fusionante y también en el desempeño de la empresa adquirida o fusionada tanto en el corto plazo como en el largo plazo² y su actuación anterior o posterior a las F&A.

La literatura existente se dirige al funcionamiento de las F&A de dos maneras: por una parte estudios que se centran en el funcionamiento de las fusiones y adquisiciones desde una perspectiva de mediciones “contables o de “desempeño contable” y otros estudios que utilizan aspectos financieros y que privilegia el rendimiento del precio de la acción, de las empresas involucradas en estos fenómenos.

El primer conjunto de estudios que utilizan el desempeño contable usan variables de contabilidad como ventas, utilidades, empleo y activos, fundamentalmente en periodos de largo plazo que abarcan un mínimo de 12 meses después de la adquisición y, en algunos casos, puede llegar a evaluarse el desempeño hasta siete años después.

En el segundo conjunto denominado de eventos, los investigadores utilizan procedimientos o medidas sobre rendimiento del precio de las acciones que permiten el análisis tanto del corto plazo (hasta tres meses antes de la adquisición cuatro meses después de la oferta) y hasta de largo plazo (hasta cinco años después de la adquisición) del evento sobre el funcionamiento fundamentalmente de la empresa adquiriente. El uso de la metodología de estudio de eventos requiere una asunción de la eficiencia del mercado, es decir, que los precios de la acción reaccionan en el tiempo oportunamente (*timing*) y de manera imparcial a la nueva información y que las ganancias reflejan el valor de la empresa en periodos futuros.

Ambas posiciones metodológicas han sido acusadas además de aspectos como el uso de muestras “ad hoc” para presentar sus resultados en algunos trabajos, así como lo indicado por (Tuch y O’Sullivan, 2007) respecto a problemas metodológicos:

En el primer caso para los estudios de tipo contable tenemos:

La suspicacia que representa la información contable debida a la posible manipulación administrativa de las ganancias y a cambios en las políticas de contabilidad. Las medidas de desempeño contable también son más difíciles de comparar

² Los de corto plazo se refieren a días o meses en torno al anuncio de la adquisición, mientras que los de largo plazo se refieren a periodos que abarcan meses o años.

Una dificultad adicional surge al tratar de determinar una combinación válida de medición del funcionamiento para el adquirente y para la empresa adquirida, ya que la empresa adquirida deja de existir o permanece como una subsidiaria independiente de la empresa adquirente.

Por lo que toca a los estudios de eventos o sobre el precio de acciones se tiene:

Pueden correr riesgo de sesgo, desde el anuncio de los rendimientos tienden a reflejar las expectativas de los inversores.

Los resultados de las investigaciones no son tan íntegros, ya que todas las pruebas son esencialmente pruebas de conjunto.

Tienen problemas estadísticos de asimetría y de distribución

La confiabilidad de los estudios de largo plazo también puede ser socavada por transacciones escasas (*trading thin*) y la superposición de eventos en el periodo.³

Muchas de estas investigaciones utilizan (modelos como CAPM⁴) como su medida de “benchmark” para los rendimientos anormales.

También (Tuch y O’Sullivan, 2007) señalan que de lo investigado por ellos sobre estudios empíricos, se tiene que la evidencia sugiere que en el corto plazo las adquisiciones tienen en el mejor de los casos un impacto insignificante en la riqueza del accionista. El análisis de largo plazo revela abrumadoramente rendimientos negativos, mientras que las pruebas sobre el desempeño utilizando medidas contables son de tipo mixtas.

De tal manera se puede indicar que siendo la evidencia relativamente poco concluyente respecto al rendimiento del adquirente. Esto ha animado a los investigadores a estudiar las características de la adquisición en un intento para ver si las notificaciones de los rendimientos son sensibles a diferentes tipos de adquisiciones o fusiones.

³ Las transacciones escasas se refieren a períodos largos donde un *stock* de acciones en particular no se negocia mientras la superposición de eventos es un problema particularmente grave al evaluar el desempeño en el largo plazo de las empresas adquirentes, ya que durante un período de años un amplio rango de eventos específicos de la empresa (incluida posteriores adquisiciones) pueden influir en el rendimiento del precio de las acciones.

⁴ Por sus siglas en inglés sería el Modelo de Precios de Activo de Capital que tiene en cuenta el riesgo de la compañía,

Breve panorama de los ciclos de fusiones y adquisiciones

Eventos	Periodo	Factores Detonantes	Características	Problemas	Universo
Primer Ciclo	1980-1905	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Fuerte depresión económica a finales del siglo XIX 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Consolidación de la producción industrial ▲ Fortalecimiento y formación de los monopolios ▲ Expansión por medio de la integración horizontal ▲ Economías de escala 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Excesivo fortalecimiento del poder del monopolio 	Estados Unidos y Europa (Reino Unido)
Segundo Ciclo	1910-1929	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Avances en las Legislaciones Antimonopolios 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Expansión a través de integraciones de tipo vertical 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ La depresión económica mundial de los 30s y la Segunda Guerra Mundial ▲ Regulaciones antimonopolio dificultaron las F&A relacionadas dentro de la Negociación ▲ Límites a la Negociación dentro de la empresa ▲ Rigidez burocrática 	Estados Unidos y Europa (Reino Unido)
Tercer Ciclo	1950-1973	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Endurecimiento del régimen de defensa de la competencia ▲ Nuevas "teorías de la administración" ▲ Cambios en las políticas de competencia. ▲ Creación de nuevos instrumentos financieros ("junk bond"-bonos basura) ▲ Desregulación de sectores (transporte, telecomunicaciones y financiero) ▲ Crisis industrial (áreas de petróleo y alimentos) 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Creación de grandes conglomerados ▲ Fortalecimiento de las Subvenciones cruzadas ▲ Uso amplio del Mercado de capitales interno ▲ Impulsada en gran medida por los intereses personales de los directivos-administradores 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Avances tecnológicos en bioquímica y la electrónica ▲ Desarrollo de mercados financieros y de nuevos instrumentos (bonos basura) 	Estados Unidos Europa (Reino Unido)
Cuarto Ciclo	1981-1989	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Mayor disponibilidad de financiación de la deuda. ▲ El mercado alcista (bull) y el uso significativo de las acciones como un método de pago de empresas. 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Proceso amplio de Desinversiones ▲ Alta incidencia de Adquisiciones Hostiles ▲ Continuidad de las transacciones privadas ▲ Desarrollo de Mercados de Capital Externo más eficientes ▲ Regreso importante hacia fusiones y adquisiciones relacionadas 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Cambios regulatorios que tuvieron lugar a finales de la década de 1980 ▲ Impugnó las ofertas hostiles de adquisición (OPA) y el surgimiento y utilización de acciones defensivas contra las F&A 	Estados Unidos y Europa
Quinto Ciclo	1993-2001	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Mayor disponibilidad de financiación de la deuda. ▲ El mercado alcista (bull) y el uso significativo de las acciones como un método de pago de empresas. 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Amplio carácter internacional ▲ Preeminencia de los mega-tratos ▲ Mayor número de transacciones transfronterizas ▲ Avance en los procesos de desregulación y los procesos de privatización ▲ Incrementos en costos emanados de la Investigación y Desarrollo en sectores de frontera tecnológica ▲ Fusiones y adquisiciones preponderantemente entre las empresas en industrias relacionadas (horizontal y verticalmente) ▲ Búsqueda del afianzamiento competitivo y supervivencia en la globalización 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ Recesión iniciada en el 2000 	Internacional (Dominado por Estados Unidos y Europa pero con una presencia muy importante de Asia y de otras regiones, fundamentalmente de países emergentes.

Conclusiones

Este trabajo ha pretendido acercarse al estudio de las fusiones y adquisiciones fundamentalmente en lo relativo a su expresión en diferentes momentos o ciclos y que permiten mostrar y dar más elementos para el entendimiento del fenómeno por su contrastación con sus diversos entornos de tiempo.

Este trabajo no ha pretendido ser un estudio muy exhaustivo sobre la problemática sino simplemente es un breve recuento de las diversas olas de fusiones y adquisiciones y que como se ha podido percibir diferentes explicaciones y aspectos característicos que determinan el funcionamiento de cada una de ellas.

Sin embargo, un punto en general parece ser compartido y es que todas se producen en tiempos de recuperación y de auge económicos y terminan con una caída de los mercados bursátiles. También otro aspecto, es que muchas veces los movimientos cíclicos, son como replicas en sentido inverso, como es el caso evidente de la tercera y la cuarta ola donde parece existir un movimiento de tipo pendular de “ajuste de mercados”, donde en la primera se iba hacia el crecimiento conglomerado mientras en la posterior iba en el sentido contrario de la desinversión en ese sentido hacia la “especialización”.

Como se ha señalado no parece haber discusión de que hasta la actualidad solo han existido cinco grandes movimientos de fusiones y adquisiciones, hoy hablar de una posible sexta ola parece no contundente dada la actual problemática económica internacional, pero quizá dos aspectos pueden enseñar las experiencias anteriores y es que algunas de las características anteriores principalmente de la inmediata anterior serán abandonados en el siguiente gran movimiento de fusiones y adquisiciones, posiblemente aspectos financieros que facilitaron la expansión de fines del siglo pasado serán dejados atrás, pero otros como el “surgimiento” y la presencia cada vez mayor de aspectos internacionales principalmente de las empresas de los países emergentes que será uno de los aspectos fundamentales de la próxima ola de fusiones y adquisiciones.

Bibliografía

- Andrade, G., y E. Stafford, 2004, Investigating the economic role of mergers, *Journal of Corporate Finance* 10.
- Andrade, G., M. L. Mitchell, and E. Stafford, 2001, New Evidence and Perspectives on Mergers, *Journal of Economic Perspectives* 15.

- Auster, E., y M. Sirower, 2002, The Dynamics of Merger and Acquisition Waves: A Three-Stage Conceptual Framework With Implications for Practice, *The Journal of Applied Behavioral Science*.
- Evenett, S. J. (2003), "The Cross Border Mergers and Acquisitions Wave of the Late 1990s" NBER Working Papers 9655.
- Goergen, M., y L. Renneboog, 2004, Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids, *European Financial Management* 10.
- Gorton, G., M., Kahl, y R., Rosen, 2000, Eat or be eaten: a theory of mergers and merger waves, Unpublished working paper, University of Pennsylvania, Philadelphia, Pennsylvania.
- Harford, J., 2004. What drives merger waves?, *Journal of Financial Economics*.
- Holmström, B., y S.N. Kaplan, 2001, Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s, *Journal of Economic Perspectives* 15.
- Jensen, M.C 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76.
- Jensen, M. C., 2004, Agency Costs of Overvalued Equity, Harvard NOM Working Paper No. 04-26; ECGI - Finance Working Paper núm. 39/2004.
- Jensen, C, 2010, Merger and acquisitions The standing of Theory in the Quest for Better Institutions an Policy, CASE Network Studies & Analyses núm. 401/2010.
- Martin, S. 2008 Mergers: An Overview., in *The Economics of Corporate Governance and Mergers*, Klaus Gugler and B. Burcin Yurtoglu, editors, 2008.
- Martynova, M., y L. Renneboog, 2006, Mergers and Acquisitions in Europe: The Fifth Takeover Wave, in L. Renneboog and J. Grazell (eds.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Amsterdam: Elsevier, forthcoming.
- Martynova, M, y Renneboog, L (2005), "Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives" TILEC Discussion Papers núm. 2005-107.
- Mitchell, M., and J.H. Mulherin, 1996, The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity, *Journal of Financial Economics* 41.
- Moeller, S.B., F.P. Schlingemann, y R.M. Stulz, 2005, Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave, *Journal of Finance* 60.
- O'Brian, A.O., 1988 "Factory size, economies of scale and the Great Merger Wave of 1898-2902, *Journal of Economic History* 48.
- Schleifer, A. y R. Vishny, 1988, Value Maximization and the Acquisition Process, *Journal of Economic Perspectives* 2.
- Shleifer, A., y R. Vishny, 2003, Stock market driven acquisitions, *Journal of Financial Economics* 70.
- Sudarsanam, S., 2003, *Creating Value From Mergers and Acquisitions: The Challenges*, Prentice Hall/Financial Times.
- Tuch, C y N. O'Sullivan, 2007, The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence., *International Journal of Management Reviews*, 9.