

LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA ACTUALIDAD

Dra. Elda Molina
Centro de Investigaciones de Economía Internacional
Universidad de La Habana

Lic. Ernesto Victorero
Facultad de Economía
Universidad de La Habana

RESUMEN

Las fusiones y adquisiciones no constituyen un fenómeno nuevo. Las grandes concentraciones de capital son parte del proceso de acumulación capitalista, que ha venido creciendo desde mediados del siglo XIX hasta nuestros días. Se producen en todos los sectores de la economía y su tendencia ascendente de los últimos años ha estado motivada por la globalización de la economía, el incremento de la competencia, el desarrollo de los mercados financieros y el progreso tecnológico, por solo mencionar algunos factores.

El estudio de las fusiones y adquisiciones resulta de extrema importancia, teniendo en cuenta que, dado el elevado nivel de integración de la economía mundial, las implicaciones que pudieran tener estas operaciones a diferentes instancias podrían afectar a todos los países.

Palabras clave: fusiones y adquisiciones, concentración del capital, consolidación, competencia, monopolios.

MERGERS AND ACQUISITIONS AT THE PRESENT

ABSTRACT

Merger and acquisitions are not new phenomena. Great capital concentrations are a part of the capitalist accumulation process, which has been growing since mid-19th century. They take place in all economic sectors and their growing trend in the last few years have been caused by the globalization of the economy, increasing competition, financial market development and technological progress, just to mention a few factors.

Studying mergers and acquisitions is of extreme importance, considering the world's high level of integration, which implies that these transactions at all layers could affect all countries.

Keywords: mergers and acquisitions, capital concentration, consolidation, competence, monopolies.

INTRODUCCIÓN

Hoy en día s fusiones y adquisiciones aunque estos no son nuevos en su esencia. Los grandes filósofos materialistas ya profetizaban las concentraciones extraordinarias de riquezas como parte de la acumulación capitalista. No obstante, su tiempo histórico les imposibilitó ver y prever, el alcance y las consecuencias de las actuales megafusiones mundiales.

En las últimas décadas estas operaciones han alcanzado magnitudes significativas debido a las profundas transformaciones que han tenido lugar en el escenario económico y financiero internacional. El desarrollo de los mercados de activos, la desintermediación, la desregulación, la globalización, la innovación financiera, la consolidación, el progreso tecnológico, entre otras, constituyen tendencias que impactan directamente en todos los sectores de la economía y han contribuido significativamente a tal cambio.

Las entidades de todos los sectores deben afrontar los retos que imponen estas tendencias y el aumento de las presiones competitivas resultante de ellas. La consolidación empresarial, que tiene lugar fundamentalmente a través de operaciones de fusiones y adquisiciones, ha sido una de las vías que han adoptado las empresas para enfrentarlos y a su vez constituye otra de las tendencias más significativas de la economía global, por sus efectos sobre la concentración y centralización del capital a escala mundial.

Con las fusiones y adquisiciones se pretende consolidar grupos empresariales para lograr efectos estratégicos de crecimiento económico. En particular, una fusión es la combinación de dos o más empresas, jurídicamente independientes, en una sola. Requiere la previa disolución de alguna de ellas o todas para formar una nueva sociedad en la que quedan confundidos sus patrimonios y socios. Adquisición es cuando una compañía toma el control operacional de otra, como resultado de una compra directa o mediante la acumulación de acciones suficientes para lograr dicho fin.

Su estudio resulta de gran interés, tanto por el creciente número de operaciones que tienen lugar a escala mundial y los importantes movimientos de capital que generan, como por el efecto que tienen sobre las compañías implicadas, la economía en general, y los mercados de todo el mundo.

En el artículo se ofrece una panorámica resumida y actualizada de la evolución de estas operaciones desde sus orígenes hasta la actualidad. Próximamente se publicará otro artículo, que puede considerarse una continuación o segunda parte de este, en el que se profundiza en las fusiones y adquisiciones que tienen lugar en el sector financiero, debido a la importancia de este sector.

Para su as
fusiones y adquisiciones en la actualidad. Particularidades y valoración en el sector

I. Orígenes de las fusiones y adquisiciones

Las fusiones y adquisiciones (FyA) son tan antiguas como la existencia misma de las empresas, aunque fue en la segunda mitad del siglo XX que alcanzaron mayor relevancia. Según Lenin (1916), su origen se explica por el aumento de la concentración y centralización del capital y la producción que se produjo a mediados del siglo XIX, estimulado por el desarrollo de las fuerzas productivas y la ley económica fundamental del sistema (Ley de la plusvalía), que propició el surgimiento de una nueva relación de producción: el monopolio. Estos se formaban básicamente a través de fusiones y adquisiciones entre empresas dentro del sector industrial, como vía del capital para consolidarse y lograr su máxima valorización.

A través de estas operaciones las empresas pretenden hacerse más poderosas para enfrentar la competencia, aumentando la concentración del mercado y reduciendo costos; representan además un modo de diversificar actividades y con ello los riesgos de quiebra e insolvencia; de igual manera les permiten extender el rango de productos o servicios que brindan para aumentar su liquidez. Por eso, si bien estas operaciones se iniciaron en el sector productivo de la economía, no tardaron en desarrollarse, incrementar en volumen y expandirse al resto de los sectores.

Las fusiones y adquisiciones no constituían la única forma de crecimiento de las instituciones, estas también podían incrementar su dimensión a través del crecimiento interno, pero este resultaba demasiado lento como para aprovechar, al menos a corto plazo, las economías de escala que se generaban, por lo que estas operaciones, debido a su rapidez, se convirtieron en la principal estrategia seguida por numerosas entidades. Asimismo se vieron estimuladas por el uso creciente de mecanismos financieros como la emisión de acciones, el intercambio de acciones por deuda corporativa, y en general, por el amplio uso de los mercados de valores para acomodar las necesidades e intereses de inversionistas y prestatarios. (Molina, 2004)

II. Las seis oleadas

Las FyA han evolucionado en forma de ciclos, asociados al carácter cíclico de la economía, por lo que se dice que han tenido lugar por oleadas. Davidson (1985) identificó cuatro oleadas que abarcan desde finales del siglo XIX hasta finales del XX. Posteriormente, Mascareñas y González (2013), plantearon la existencia de otras dos desde finales del siglo XX hasta el estallido de la crisis financiera en 2007.

Ocurrió a finales del siglo XIX en los Estados Unidos (EE.UU.), de 1897 a 1904; donde

un grupo de compañías americanas, principalmente de transportes, metales y mineras, dieron inicio a las fusiones horizontales logrando formar empresas consolidadas originadas a partir de grandes empresas que absorbían a pequeñas. El objetivo principal de estas empresas era aumentar su capacidad de fabricación, beneficiándose con la generación de economías de escala¹.

Las nuevas compañías surgidas representarían a los grandes negocios del siglo XX, y una parte muy importante de ellas aseguraron el liderazgo y una posición dominante en el mercado al convertirse en cuasi monopolios.

Este proceso se vio impulsado, sobre todo, por el desarrollo de la competencia y el crédito, que constituyeron las dos palancas más poderosas de la centralización de capitales. Además, se benefició de la legislación de muchos estados, que permitía a las compañías asegurar mejor su capital, adquirir acciones de otras empresas y expandir sus líneas de negocios.

La innovación tecnológica también incidió en el auge de las FyA en esta etapa. En concreto, el desarrollo de la red de ferrocarriles ayudó a convertir los aislados mercados locales en mercados continentales. Las empresas que tenían que competir con rivales que se encontraban muy distantes se fusionaban con competidores locales para mantener su cuota de mercado. Una gran parte de las fusiones de los sectores mineros y metalúrgicos tuvo lugar en las empresas que vieron descender sus costos de transporte en relación al precio de sus productos. (Ralph, 1959)

Esta oleada tuvo efectos importantes en la economía, desde el punto de vista del número de compañías resultantes, la magnitud de sus operaciones y los activos netos involucrados. Dio a conocer al público, además, la existencia y creciente importancia de los mercados de valores.

de los

denominada así, porque como resultado de las concentraciones empresariales se crearon estructuras oligopólicas en determinados sectores industriales. No obstante, esto no significó que no continuara la tendencia horizontal.

El objetivo principal era reducir los costos operativos para mantener los márgenes de beneficios a través del control de toda la cadena productiva. Se produjo entre 1925 y 1930, coincidiendo con un período de gran actividad en el mercado bursátil de los EE.UU.

En esta oleada surgieron nuevas industrias líderes entre las creadas durante la primera oleada. Con ella también se intentó restaurar la concentración industrial lograda con la

¹ Estas economías aparecen cuando empresas que producen a volúmenes más grandes disfrutaban de costos más bajos por unidad, pues pueden distribuir los costos fijos entre más unidades, usar tecnología más eficaz o exigir mejores condiciones de los proveedores.

primera etapa. El período terminó con la caída de la Bolsa en 1929 y el inicio de la gran depresión. (Mascareñas y González, 2013)

1965 y terminó en 1972. Recibe este nombre porque la mayoría de las operaciones de fusión que se produjeron durante el período formaron conglomerados, tanto a partir de la integración horizontal como vertical; fueron además de tipo amistoso y se realizaron fundamentalmente mediante intercambio de acciones. Generalmente implicaban a una empresa grande adquiriendo a una pequeña que operaba en un sector distinto al de aquella; el negocio consistía en adquirir empresas de sectores poco o nada relacionados con el del comprador.

Una de las ventajas que proporcionaba la creación de los conglomerados era la disminución que experimentaban los costos de financiamiento y de transacción. Es decir, cuando una empresa grande y diversificada acudía al mercado de valores, sus costos de capital ajeno y propio, eran menores que los de otra empresa similar pero que no se le podía comparar ni por tamaño ni por diversificación. Lo mismo sucedía con los costos que cobraban los intermediarios por dicha operación, tendían a disminuir debido al tamaño de los recursos solicitados.

Los conglomerados aportaban, al menos en teoría, otra ventaja importante: la diversificación del riesgo. Al estar formados por diversos negocios cuyos flujos de caja estaban muy poco correlacionados entre sí permitían a sus accionistas reducir su riesgo, de esta manera se enfocaba más en la diversificación que en la consolidación. Las empresas pretendían liberarse de la reglamentación *anti-trust* y estabilizar su rendimiento financiero, intentaban comprar empresas con capacidad para contraer mayores deudas y proporcionar suficiente efectivo para llevar adelante nuevas adquisiciones. (Davidson, 1985)

Esta oleada se diferenció de las anteriores por dos particularidades: el crecimiento de las operaciones fue inferior, y no trajo como resultado una clara reorganización de las empresas. También se destacó por una mayor connotación de las fusiones en la banca. En este sector las transacciones involucraron a grandes bancos, a diferencia de la industria, donde las compañías adquiridas fueron en lo fundamental pequeñas a pesar de que a finales de los años sesenta el número de absorciones de firmas medianas y grandes comenzara a crecer.

La oleada terminó cuando los inversionistas comenzaron a dividir los conglomerados por la dificultad percibida para gestionarlos efectivamente. Además, ya en 1968 el Fiscal General de EE.UU. anunció que pretendían limitar la creación de los mismos porque reducían la competencia en el mercado.

Hasta ese momento las FyA estuvieron motivadas fundamentalmente por la creación de riqueza y el crecimiento económico. Sin embargo, en las épocas siguientes

predominaron las de carácter defensivo, con el objetivo principal de preservar la riqueza. (Martynova y Renneboog, 2006)

La cuarta oleada correspondió a la década de los ochenta (1981-1989) y es conocida de la de las Se caracterizó, como su nombre indica, por la transformación industrial, motivando a las empresas a reaccionar ante los rápidos cambios tecnológicos, buscando acceso a nuevas tecnologías que permitieran reducir costos, mejorar la productividad y desarrollar nuevos productos.

El número de operaciones que se realizaron en esta etapa fue menor con respecto a la oleada anterior, pero no por ello tuvo menos importancia. Este período quedó marcado por el uso de una serie de instrumentos financieros y legales que son utilizados hasta nuestros días y que dotan a las operaciones de FyA de una mayor complejidad. (Mascareñas y González, 2013)

Los instrumentos financieros que se diseñaron constituían novedosas estructuras de financiación que tenían el objetivo de satisfacer las nuevas necesidades de financiamiento. Ello impulsó a la banca de inversión como principal artífice de las operaciones de fusiones y adquisiciones, que no sólo esperaba que le encargasen realizar dichas operaciones sino que, incluso, las originaba. Entre las estructuras de financiación que se diseñaron se encontraban, las compras apalancadas (*LBO* por sus siglas en inglés)², los bonos de alto rendimiento (*junk bonds*)³ y la *deuda mezzanine*⁴.

Una característica importante de las FyA de este período es que, impulsadas por la globalización, por primera vez en la historia alcanzaron un carácter predominantemente internacional o transfronterizo; además, la caída del dólar provocó que a las empresas europeas en especial, les resultase más factible adquirir empresas norteamericanas, lo que también les permitía diversificar sus riesgos geográficos y situarse en un mercado más dinámico.

En estos años tomaron auge los apoderamientos hostiles. Antes de 1980, estas tomas de posesión, eran consideradas no éticas y dañaban la reputación de las empresas.

²Leveraged buyout (LBO) es la compra apalancada de empresas, financiada fundamentalmente con deuda.

³ Bonos los bonos de baja calidad crediticia. Se refiere a productos de elevado riesgo en comparación con el resto de los bonos ya sea por su exposición a la suspensión de pagos u otros acontecimientos relacionados con su alta peligrosidad. En compensación a este mayor riesgo ofrecen un tipo de interés más elevado, en ocasiones muy tentador porque suele estar muy por encima de la media del mercado.

⁴La deuda mezzanine es un híbrido entre deudas y acciones. La financiación con deuda mezzanine se utiliza para llenar los vacíos de financiación a medida que crece y evoluciona una empresa. La forma más típica que adopta es la de bono de medio plazo con algún tipo de acción apalancada o bonificada. El bono puede tener una estructura de pago en efectivo o en especie. Por lo general, las empresas que utilizan este tipo de financiación son de tamaño medio, entre 200 mil y 2 billones de dólares de capitalización bursátil.

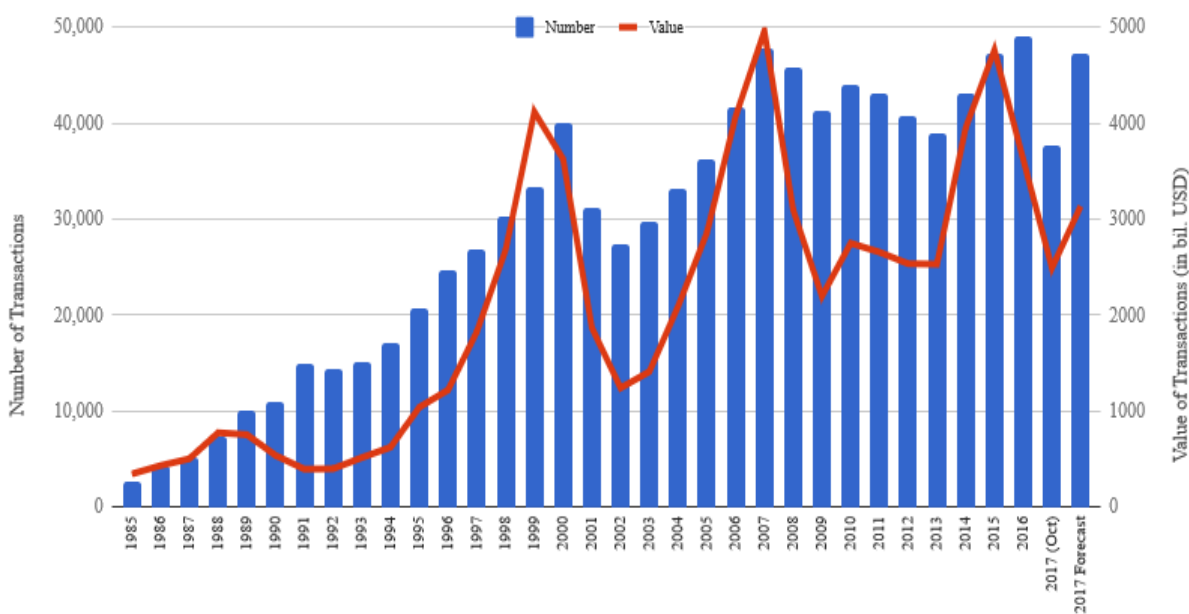
Cuando una oferta era rechazada, el adquiriente buscaba un blanco alternativo o mejoraba la oferta. Por el contrario, la década se caracterizó por el desmantelamiento de grandes conglomerados que eran vendidos en fragmentos, es decir, muchas operaciones de FyA eran iniciadas por especuladores que compraban un negocio, lo segregaban y lo vendían por partes con el único objetivo de enriquecerse rápidamente.

Las adquisiciones hostiles eran financiadas normalmente por compras apalancadas, en gran parte alentadas por inversionistas en bonos con alto riesgo. El período terminó después de varias quiebras muy publicitadas a causa de dichas compras. (Mascareñas y González, 2013)

Las operaciones tenían lugar en casi todas las ramas del sector industrial, pero tomaron auge en el sector financiero, lo que resultó fundamental para financiar las FyA de las décadas siguientes.

La quinta oleada se produjo entre 1992 y 2000 (Ver Gráfico 1). Se conoce como (Telecomunicación, Media y Tecnología). En el gráfico se aprecia la gran magnitud de las operaciones a partir de fines de los 90, respecto a los años precedentes.

Gráfico 1
FyA mundiales. 1985 – 2017^P
Número y Valor (miles de millones de dólares)



Nota: p - pronóstico
Fuente: IMAA, 2017

El período puede dividirse en dos etapas: una que abarca desde 1992 hasta 1997, que buscó no repetir los errores de la anterior, es decir, se evitó el apalancamiento, se pensó más estratégicamente que en el corto plazo, lo que a su vez implicó mayores

operaciones amistosas en lugar de hostiles⁵, y se financiaron las operaciones con acciones en lugar de con endeudamiento.

La segunda (1997-2001), estuvo animada por las operaciones que tienen como base cuando los precios de las empresas de TMT se dispararon. Así la adquisición de estas se pagaba con acciones propias, que también estaban sobrevaloradas.

En el plano sectorial, en la primera etapa la mayor parte de estas operaciones se concentró en industrias que habían estado perdiendo ventajas comparativas, presentando sobrecapacidad o baja demanda, elevados gastos de investigación y desarrollo, cambios en modelos de competencia o sometidas a fuertes procesos de liberalización y desregulación, tales como: la minería y petróleo, química, material eléctrico, electrónica, alimentos, equipos de transporte y metales básicos.

En la segunda, fueron más dinámicas en los servicios, sobre todo informática y telecomunicaciones (Ver Tabla 1) a causa fundamentalmente del impulso que recibió este en esos años que le dan nombre a la etapa, pero también debido a la constante innovación y la exigencia de las economías del conocimiento. También fueron importantes las FyA en los servicios financieros (bancos y seguros), principalmente para brindar apoyo a los primeros. (Fernández-Otheo, 2000),

Tabla 1
Principales FyA ocurridas en los 90.

| Empresasparticipantes | Valor en millones de dólares |
|------------------------------|-------------------------------------|
| Exxon– Mobil | 86,000 |
| SBC Commun – Ameritech | 72,000 |
| Bell Atlantic – GTE | 71,000 |
| AT&T – TELE-COMM | 70,000 |
| British Petroleum – AMOCO | 55,000 |

Fuente: Garzón, 2000

Si la cuarta oleada vio nacer al *LBO*, la quinta produjo el *LBU* (leverage build up)⁶, la variante opuesta a aquél. Se trata de buscar un sector muy segmentado en el que no exista ninguna gran empresa que utilice las economías de escala para conseguir una ventaja competitiva y proceder a crearla mediante la adquisición en cadena de varias

⁵En realidad, muchas operaciones fueron realizadas para salvar de la quiebra a algunas de las empresas adquiridas mediante LBOs en la década anterior y que no pudieron sobrevivir en solitario.

⁶ Es la acumulación de deuda adicional que potencia grandes rendimientos. Una empresa altamente apalancada adquiere a otra empresa apalancada. De este modo la deuda total de la matriz aumenta. El fin es reforzar posiciones estratégicas.

decenas de empresas financiando la operación mediante endeudamiento, que se garantizaba con los activos de la empresa adquiriente.

Las segregaciones de empresas, en especial los *spin-offs*⁷ y los *equity carve-outs*⁸, fueron otro elemento de moda en dicha oleada. Bien los negocios se segregaban de la empresa matriz entregándose a los accionistas de ésta (*spin-off*) o bien se lanzaba a cotizar en bolsa una pequeña parte del capital de la empresa filial (un 20-30%), mientras la matriz mantenía el resto en su poder, con el objetivo de que los inversores pudiesen colocar su dinero en aquellos negocios de moda (Internet, TMT, biotecnología, etc.). Esto permitía aprovechar la nueva financiación y aumentar el valor de la empresa matriz (al incrementarse la cotización de las acciones de dichos negocios). (Mascareñas y González, 2013)

Otro de los aspectos que marcó significativamente el período fue el importante papel que comenzaron a jugar las FyA dentro del valor total de los flujos de inversión extranjera directa (IED) a nivel mundial, tras un comportamiento con altas y bajas en los años anteriores.

En este sentido, en 1999 las fusiones y adquisiciones internacionales representaron más del 80% del total de los flujos de IED. Esta tendencia estuvo presente tanto en países desarrollados como subdesarrollados. En EE.UU. estas operaciones fueron en gran parte responsables de su posición como principal país receptor de IED del mundo, con cerca de 1/3 del total. También jugaron un papel importante en la IED de la Unión Europea, tanto la que realizaron los propios países de la Unión dentro de la misma, como fuera de ella. Incluso en Japón, donde según un estereotipo muy difundido se presupone que las fusiones y adquisiciones no son bien recibidas y enfrentan muchos obstáculos, los flujos de IED se cuadruplicaron en 1999 respecto al año anterior, registrándose un nivel récord, y la mayoría de esos flujos provino de estas operaciones. (Molina, 2004)

En los países subdesarrollados en general, la IED tradicional era todavía dominante, pero el peso de las FyA en ella comenzó a crecer significativamente. De 1/10 del valor total de flujos de IED a fines de los años 80, llegaron a representar 1/3 de este a finales de los años 90. (Molina, 2004)

De manera general, su amplio uso provino en gran parte de las ventajas significativas que ofrece esta modalidad a los inversionistas. La principal virtud era la rapidez y la posibilidad de acceder a activos en propiedad, o sea, era la manera más rápida de

⁷ Un spin-off es un movimiento estructural de una compañía que se está cotizando en el mercado, que cede a otra una parte de su patrimonio para crear otra empresa, sin que se realice una liquidación total de la primera. La empresa inicial continúa funcionando.

⁸ El carve-out generalmente surge de la separación de un negocio, división o venta de activos de la matriz. Esto ocurre, por ejemplo, cuando una empresa quiere concentrarse en el negocio principal, o quiere recaudar fondos o capital para adquisiciones, inversiones o reducir deuda.

adquirir activos en otros países y de construir una posición, ganando poder e incluso dominio de ese mercado.

En cambio, para los países receptores, y sobre todo para los subdesarrollados, el balance suele ser negativo. Las ventajas estarían en lo positivo que ofrecen las FyA, pero respecto a la IED tradicional, esta variante no implica nueva inversión, sino un traspaso de propiedad, en este caso a manos extranjeras, de activos nacionales; no se añade capacidad productiva al país y se corre el peligro de pérdida de control sobre empresas o sobre ciertas actividades, e incluso de la soberanía nacional cuando se trata de industrias estratégicas. Además, no se generan nuevos empleos, por el contrario, suele aumentar el desempleo por el cierre de actividades o despidos en las etapas iniciales; se limita la transferencia de tecnología al país (si lo que ocurre es sólo un cambio de propiedad hacia el extranjero); las corporaciones transnacionales reciben los mayores beneficios en detrimento de las oportunidades de las empresas locales pequeñas y medianas; y la concentración de poder facilita la imposición de precios, el control de mercados y la reducción de la competencia, haciendo más débiles a los que quedan al margen del proceso.

Esta oleada culminó cuando en febrero de 2000 se pinchó la burbuja de Internet, lo que provocó el derrumbe del mercado en muy pocos meses. Las cotizaciones de las empresas cayeron y desaparecieron todas las expectativas sobre sinergias futuras.

Luego de la crisis, con el objetivo de revitalizar la economía, la Reserva Federal de EE.UU. (FED) promovió una política expansiva a través de la reducción de las tasas de interés, lo que redujo el costo del crédito. Por otra parte, se asiste a una aceleración del proceso de globalización de la economía mundial, que resulta en una expansión de la actividad de las transnacionales y una mayor integración de los mercados financieros, lo que unido al desarrollo alcanzado en el campo de la tecnología y la información,

-2007).

En ese contexto, las FyA se caracterizaron por el gran dinamismo de las operaciones de carácter multinacional y transfronterizas.

Otras particularidades fueron: dada la facilidad para conseguir crédito, las adquisiciones se pagaban más en efectivo que en acciones; los fondos de capital privado (más conocidos como *private equity*)⁹ o fondos de inversión en acciones de empresas no cotizadas en bolsa tuvieron un papel protagónico; los LBO volvieron a ponerse de moda alcanzando en muchos casos precios realmente excesivos.

En cuanto a los sectores económicos, el energético fue el más activo, principalmente a causa de la necesidad de las empresas de posicionarse para la búsqueda o ante las

⁹ Se refiere a las instituciones que invierten en otras empresas privadas con un alto potencial de crecimiento a cambio de controlar un porcentaje de la empresa o de sus acciones.

consecuencias del surgimiento de nuevas fuentes de energía, y por el auge en los precios del petróleo.

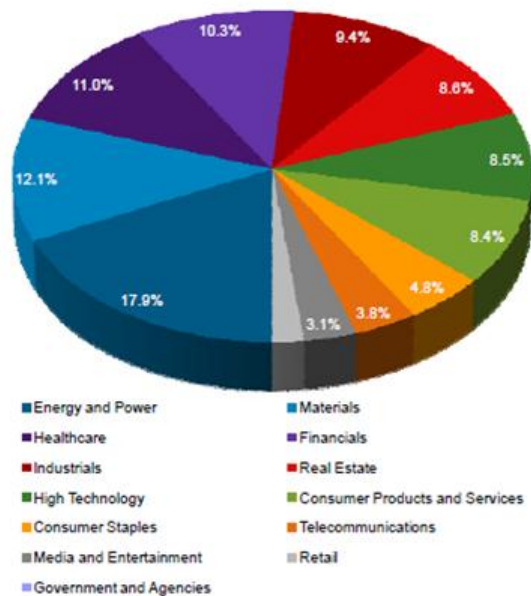
III. Las FyA después de la crisis

Para el año 2008 la situación de bonanza económica y corporativa se desmoronó con el estallido de la gran crisis financiera a fines de 2007, que sacudió los mercados de todo el mundo. El colapso del sistema financiero redujo a niveles próximos a cero la financiación interbancaria, lo que a su vez dejó prácticamente sin crédito a las operaciones de FyA. Ello, unido a la contracción de la demanda y la recesión en el mundo económico occidental, acabó con la oleada.

A pesar de que los tipos de interés se mantuvieron muy bajos en los años siguientes para reactivar la economía, la ola de desconfianza existente no hacía fluir los recursos financieros más que para operaciones muy seguras.

El sector bancario fue el protagonista de muchas operaciones de FyA que se produjeron después de la crisis debido a los millonarios rescates en los que se vieron envueltas muchas de sus instituciones¹⁰. No obstante, el sector energético se mantiene como el más importante. (Ver Gráfico 2)

Gráfico 2
FyA anunciadas en el mundo por sector. 2016
(Por ciento del valor total)



Fuente: Thomson Reuters, 2017

¹⁰ En EE.UU., por ejemplo, se vieron involucradas en operaciones de este tipo entidades financieras muy importantes, como Citigroup, JP Morgan o Bank of America.

A partir de 2010 y hasta el 2013 comenzó a observarse un crecimiento moderado en la actividad de FyA. (Ver Gráfico 1) Este modesto avance se explica por varias razones. Por una parte, hubo un estímulo a estas operaciones por la difícil situación en que todavía se encontraban algunas empresas, que incidió en que su valorización bursátil¹¹ en el mercado fuera inferior al valor real en libros, lo que se tradujo en una oportunidad para algunas empresas de adquirir rivales a un valor inferior. Además, las expectativas generalizadas en el mercado al incremento del costo de la financiación para inversiones influyeron también en que muchas empresas decidieran realizar importantes operaciones antes de que se produjera el esperado aumento de las tasas de interés.

Pero por otro lado, el entorno macroeconómico continuaba siendo riesgoso: los ritmos de crecimiento económico de la mayoría de los países fueron lentos; persistía la volatilidad de los mercados internacionales; el crédito no crecía en las magnitudes esperadas a pesar de las bajas tasas de interés¹²; y muchas empresas endeudadas de no buen desenvolvimiento recurrieron a instituciones paralelas banca en la ¹³, para recibir préstamos a altas tasas de interés dudosos de pago.

Sin embargo, de 2013 a 2015 se apreció un incremento significativo en las operaciones de FyA en el mundo, tendencia que se ha mantenido en 2016, sobre todo por un repunte en los acuerdos de adquisiciones, aunque el valor total de las operaciones cayó un 16% con respecto al máximo registrado en 2015 (Thomson Reuters, 2016). El 2017 comenzó también con buen desempeño (IMAA, 2017), por lo que pudiera hablarse del surgimiento de una nueva ola. (Ver Gráfico 1)

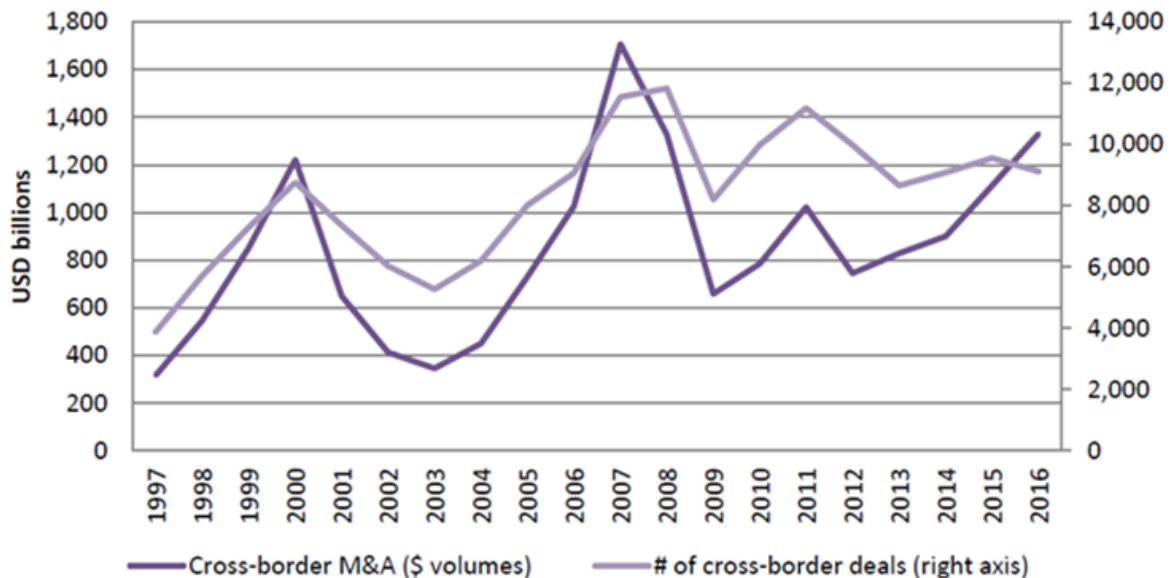
El crecimiento desde 2010 ha sido atribuido en buena medida a la recuperación de la actividad transfronteriza (Ver Gráfico 3), así como al recobro de los flujos de IED. Es de destacar que si bien las FyA transfronterizas han crecido, en general las inversiones nuevas han descendido, aunque el comportamiento no es igual en todos los países. (UNCTAD, 2016)

¹¹ La capitalización bursátil es una medida económica que indica el valor total de las acciones que cotiza en bolsa una empresa, según su precio de mercado. La medida se calcula para un mercado bursátil concreto, ya que hay empresas que cotizan en varios mercados.

¹² Precisamente el largo período de tasas de interés cercanas a cero desestimuló la oferta de créditos por los bajos rendimientos que ofrecían.

¹³ La banca en la sombra es una institución intermediaria entre un inversor que quiere rentabilizar sus fondos y un prestatario que necesita dinero para llevar a cabo una inversión. Su actividad no es necesariamente ilegal, sino se trata de operaciones que no son suficientemente supervisadas. No están sujetas a la regulación bancaria tradicional, los fondos de los depositantes no tienen cobertura de seguro y en una emergencia no pueden tomar préstamos del Banco Central, por lo que se consideran muy riesgosas, sobre todo porque los prestatarios que recurren a ella suelen ser los que no califican para las instituciones formales.

Gráfico 3
FyA transfronterizas mundiales. 1997 - 2016
Valor (miles de millones de dólares) y número de tratos.



Fuente: OECD, 2017

Las empresas objeto de compra más importantes en los últimos años han sido de EE.UU., Reino Unido, Australia y Alemania, pues las que no sufrieron directamente los efectos de la crisis, o lo hicieron en menor medida, muchas de ellas de países emergentes, aprovecharon la situación de las más afectadas con el objetivo de expandir su actividad a esos importantes mercados.

En la región latinoamericana sobresalió Brasil, y en Asia, China. Las empresas del gigante asiático se destacan como compradoras fuera de sus fronteras, en todos los países y en particular en desarrollados. Se dice que los gastos de China en adquisiciones en EE.UU. y Europa en 2016 fueron superiores a los de los tres años previos de conjunto¹⁴. (Benhamou et. al., 2016)

En el gráfico 3 también se observa como en 2016 se produce un crecimiento en el volumen de transacciones transfronterizas, pero el número de tratos se reduce, lo cual indica que hubo un incremento significativo en su valor. Resulta interesante hacer notar que situaciones similares sólo han ocurrido en 2000 y 2007, los años previos a las dos últimas crisis más grandes y a partir de los cuales terminaron las oleadas de esos años.

¿Pudiera esto hacer pensar en la culminación de la actual oleada? De ser así sería la más corta en la evolución de las FyA. La realidad es que la evolución futura, incluso

¹⁴Otros datos que reafirman el incremento de la participación de empresas chinas en operaciones de FyA son: en el segundo trimestre de 2011 las FyA chinas representaron sólo el 1.1% del total global, y en ese mismo período de 2016 representaron el 6%. También en el segundo trimestre de 2016 las empresas chinas realizaron 97 operaciones en el exterior, por un valor de 40 700 millones de dólares, superior en 23% y 132% a las cifras respectivas registradas en el mismo período de 2015. (Diario Abierto, 2016)

para el corto plazo, resulta bastante incierta pues el entorno macroeconómico y político continúa siendo riesgoso.

Los ritmos de crecimiento económico siguen siendo moderados en general y se han reducido en las economías emergentes; se mantiene la volatilidad en todos los segmentos de los mercados internacionales; y existe gran incertidumbre acerca del entorno regulatorio debido a los posibles cambios derivados de elecciones y referendos celebrados o a celebrarse en los últimos años.

En 2016 y 2017 se produjeron inesperados acontecimientos en la escena política internacional que parecían impensables un tiempo atrás: el voto de Reino Unido a favor de abandonar la Unión Europea; la elección de Donald Trump como nuevo presidente de EE.UU. y la incertidumbre que esto ha provocado; la derrota del referéndum sobre la reforma constitucional en Italia; y por último las tendencias secesionistas en Cataluña.

A estos obstáculos hay que sumar las medidas que impusieron algunos gobiernos para impedir las fusiones de empresas extranjeras. Los reguladores estadounidenses bloquearon varios de los grandes acuerdos, en algunos casos por motivos de competencia y, en otros, con cambios drásticos de la política fiscal destinada a frenar la tendencia de algunas empresas a desplazarse fuera de su país para reducir sus obligaciones fiscales.

A pesar de ello, las operaciones de FyA han continuado creciendo como se mencionó, debido a varias razones: muchas empresas se enfrentan a unas escasas perspectivas de crecimiento, lo que les obliga a plantearse la compra de competidores o la expansión a otros países; la abundancia de capital disponible con todavía bajas tasas de interés lo que supone un bajo costo de financiamiento; y el favorable precio de las acciones.

Sin embargo, no puede asegurarse el mantenimiento de esta tendencia. En EE.UU., los planes de Trump de reducir el impuesto de las sociedades pudiera ser un factor que lleve a los empresarios a acelerarlas FyA, pero también podrían posponerlas hasta tener más certeza acerca de cómo se va a materializar la reforma fiscal. En Europa, ha habido un aumento del interés por adquisiciones, sobre todo por parte de empresas asiáticas, debido al abaratamiento de sus divisas frente al repunte del dólar, pero el optimismo es menor respecto al Reino Unido debido a las posibles consecuencias del Brexit.

CONCLUSIONES

1. Las fusiones y adquisiciones empresariales no constituyen un fenómeno nuevo, han existido en las economías capitalistas desde al menos el último tercio del siglo XIX y se han producido en oleadas. En todas la esencia y motivaciones de estas operaciones han sido básicamente las mismas: la maximización de la rentabilidad y la lucha por la supervivencia en un entorno competitivo cada vez más desigual.

2. Las primeras oleadas de FyA se produjeron en el sector productivo y tuvieron un carácter doméstico, pero las últimas se distinguen por su carácter internacional, y por el peso de las que involucran empresas del sector de los servicios, dentro de los que se encuentran los financieros.
3. En las últimas décadas las FyA han alcanzado magnitudes significativas, como resultado de las tendencias de globalización, liberalización, desregulación, progreso tecnológico, y debido a la entrada de nuevos competidores favorecidos por estas tendencias.
4. La crisis financiera iniciada a fines de 2007 tuvo un impacto significativo en las operaciones de FyA. El colapso financiero redujo la disponibilidad de financiamiento para estas operaciones, además de que la incertidumbre y el riesgo unido a la crisis económica que se derivó de la situación desestimuló a muchos inversionistas.
5. Después de la crisis se ha producido un crecimiento en el número y valor de las operaciones de FyA realizadas, alcanzando magnitudes que hacen pensar en una nueva oleada, a pesar de la gran incertidumbre económica y política existente. En ello ha primado la necesidad de las empresas de enfrentar las escasas perspectivas de crecimiento y la oferta de capital disponible a bajo costo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Benhamou, M., Diamond, J.S., Meisler, L., and Whiteaker, C., (2016). *The year in money*, Bloomberg, Dec 22, <https://www.bloomberg.com/graphics/2016-year-in-money/>
- Davidson, K., (1985). *Megafusiones*, www.monografias.com/trabajos10/fusioba/fusioba2.shtml
- Diario Abierto, (2016). Cae un 45% el valor de las fusiones y adquisiciones transfronterizas, Agosto 31, España. <https://www.diarioabierto.es/326595/cae-un-45-el-valor-de-las-fusiones-y-adquisicones-transfronterizas>
- Fernández-Otheo, C., (2000). *Fusiones y Adquisiciones transfronterizas en la era global*. Madrid: Universidad Complutense. www.tematika.com/.../claves_de_la_economia_mundial--131865.htm
- Garzón, M. F., (2000). La valuación de empresas, lujo o necesidad. *Revista de la Contraduría Pública*, No. 338, Octubre.
- IMAA (Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances), (2017). *M&A Statistics - Worldwide, Regions, Industries & Countries*. <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

- Lenin, V. I., (1916). *El Imperialismo, fase superior del capitalismo*, 3ra edición, Ed. Pueblo, Pekín, 1966.
- Martynova, M., y Renneboog, L., (2006). *Mergers and Acquisitions in Europe*, *Tilburg Finance*, Amsterdam: Center Discussion Paper. vol. 2006- 6.
- Mascareñas, J., y González, S., (2013). Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: Análisis retrospectivo comparativo. *Revista Universitaria Europea*, 87-112, Julio-Diciembre.
- Molina, E., (2004). *Las Fusiones y Adquisiciones en el sector financiero*. Compilación *De la Economía Internacional*, Centro de Investigaciones de Economía Internacional, Universidad de la Habana, Febrero.
- OECD, (2017). *Recovery or a warning of another FDI crash?*, OECD Global Forum on International Investment, March 6. <https://www.oecd.org/investment/globalforum/2017-GFII-Background-Note-MA-trends.pdf>
- Pérez Coro, E., (2017). *Las fusiones y adquisiciones en la actualidad. Particularidades y valoración en el sector financiero*, Trabajo de Diploma, Centro de Investigaciones de Economía Internacional.
- Ralph L., N. (1959). *Merger Movements in American Industry*.
- Thomson Reuters, (2016). *Deal Making 2016. Surprises left in store*.
- Thomson Reuters, (2017). *Mergers & Acquisitions Review, Financial Advisors*, First Quarter, www.tfsd.com/marketing/banker_r2/q306_deals.pdf
- UNCTAD, (2016). *World Investment Report*, New York and Geneva. <http://www.unctad.org>