Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Creación de valor en las adquisiciones cross border de firmas latinoamericanas.

Autor: Marcelo Benitez

DNI: 34.749.441

Director de trabajo de graduación: Ignacio Warnes

Lugar y fecha: Buenos Aires, 28 de septiembre de 2018

Abstract

Este estudio apunta a explorar la creación de valor que pueden otorgar las firmas latinoamericanas para con las empresas estadounidenses que las adquieren. Para eso se estudiará una muestra de acuerdos, comprendidos entre los años 2010 y 2015. En adición a la creación de valor, también se estudiará el impacto de la relación de industrias entre las empresas adquiridas y las adquirentes. Para testear las hipótesis propuestas se utilizará la metodología implementada en trabajos previos relacionados a adquisiciones, los cuales se basan en el modelo de mercado y el estudio de eventos.

Introducción

Las fusiones y adquisiciones han sido el punto de atracción para muchos estudiosos de las finanzas, administración gerencial y otras ramas de las ciencias económicas. Es sabido que, dado los costos elevados que puede demandar el desarrollo de un nuevo mercado, sobre todo si se trata de un mercado extranjero en el cual no se posee participación alguna, las adquisiciones de firmas ya establecidas allí resulta menos riesgoso dada la experiencia que las mismas han sabido ganar. Además de la posibilidad de ingresar a un nuevo mercado con un nivel de ventas y participación ya establecidos (Datta y Puia 1995).

También, gracias a investigaciones realizadas en este campo, se ha descubierto que los beneficios que una adquisición puede otorgar son limitados a menos que haya un esfuerzo ingente apuntado hacia la correcta combinación de los recursos de la organización adquirida y la adquirente (Wiklund y Shepherd 2009).

Por otra parte, algunos estudios realizados sobre la temática de adquisiciones foráneas se centraron en el análisis del aporte que genera el asesoramiento profesional al momento de planificar una adquisición, llegando a la conclusión que en la mayoría de los casos los costos que se deben afrontar por el asesoramiento suelen ser mayores que los beneficios que el mismo podría generar (Lowinski, F., Schiereck, D., y Thomas, T. W., 2004).

Además, otros trabajos se han centrado en el resultado de las adquisiciones haciendo hincapié en el país de origen de la compañía objetivo. Como es el caso de Danbolt, J. (1995), quien se propuso estudiar las ganancias y pérdidas obtenidas por las compañías compradoras de empresas oriundas del Reino Unido. En su trabajo, Danbolt, estudió el caso de 71 compañías de Reino Unido adquiridas por empresas extranjeras en el período 1986-1991. Luego de analizar los 71 casos arribó a la conclusión que el promedio de retornos anormales que se dieron en el mes del anuncio de cada adquisición fue negativo. Producto de un análisis más profundo pudo descubrir que aquellas compañías provenientes del continente europeo tuvieron peores resultados que las compañías compradoras provenientes de Estados Unidos. En adición a esto, las grandes compañías que compraban a otras compañías grandes obtuvieron mejores resultados que el resto de los compradores.

Por su parte, Markides, C. C., & Ittner, C. D. (1994) estudiaron adquisiciones extranjeras realizadas por empresas de origen estadounidenses durante 1975-1988, considerando una muestra de 276 adquisiciones. En ese trabajo Markides e Ittner muestran

que, en promedio, las adquisiciones internacionales crean valor para las firmas adquisidoras. El trabajo también señala que el valor creado es una función de la naturaleza de la adquisición (industrias relacionadas), la naturaleza de la industria de la empresa adquirente (por ejemplo, su nivel de concentración y la intensidad de la publicidad), la naturaleza de la firma adquiridora (por ejemplo, su experiencia internacional previa y su actual rentabilidad) y la naturaleza del ambiente macroeconómico (por ejemplo, regulaciones impositivas y la fortaleza relativa del dólar norteamericano).

Unos años después Markides, C., & Oyon, D. (1998), también se encargaron de probar empíricamente si las adquisiciones internacionales en promedio crean valor, en contraste con las adquisiciones domésticas. Ellos encontraron que mientras las adquisiciones internacionales de compañías de Estados Unidos por sobre empresas de Gran Bretaña y Canadá no crean valor, las adquisiciones de las compañías de Estados Unidos sobre compañías del continente europeo en su conjunto crean significante valor. Markides y Oyon buscaron explicar estos resultados por medio de examinar: 1- las características del gobierno corporativo de las compañías adquirentes, 2- la competitividad de los mercados en los diferentes países y 3- las características propias de cada adquisición y las firmas adquirentes. Sus conclusiones sugieren que en general, los inversores no consideran una expansión internacional a través de las adquisiciones foráneas como una inversión que vale la pena a menos que la firma adquiridora posea un activo intangible para explotar en el extranjero.

Resulta de particular interés las adquisiciones que se concretan a través de las fronteras, también conocidas como adquisiciones cross-border. Este tipo de operaciones son motivadas por los mismos beneficios potenciales que podría generar cualquier otra decisión de inversión en terreno extranjero: la disponibilidad de nuevos mercados, la posibilidad de dar con recursos humanos que se especialicen en algún conocimiento o mercado en particular, la oportunidad de lograr eficiencia en la producción o bien como medio para reducir el riesgo político (Cooke 1989). Asimismo, estudios han demostrado que las adquisiciones permiten a las firmas explotar mercados extranjeros más rápidamente que otras estrategias de inversión directas (Root 1994).

Los hallazgos relacionados a las adquisiciones foráneas indican que en promedio las mismas no crean valor para los accionistas, otorgándole un importante peso a la distancia cultural existente entre las empresas, esto es, a mayor distancia cultural menor serán los efectos relacionados a la creación de valor para los accionistas de la empresa adquirente (Datta y Puia 1995).

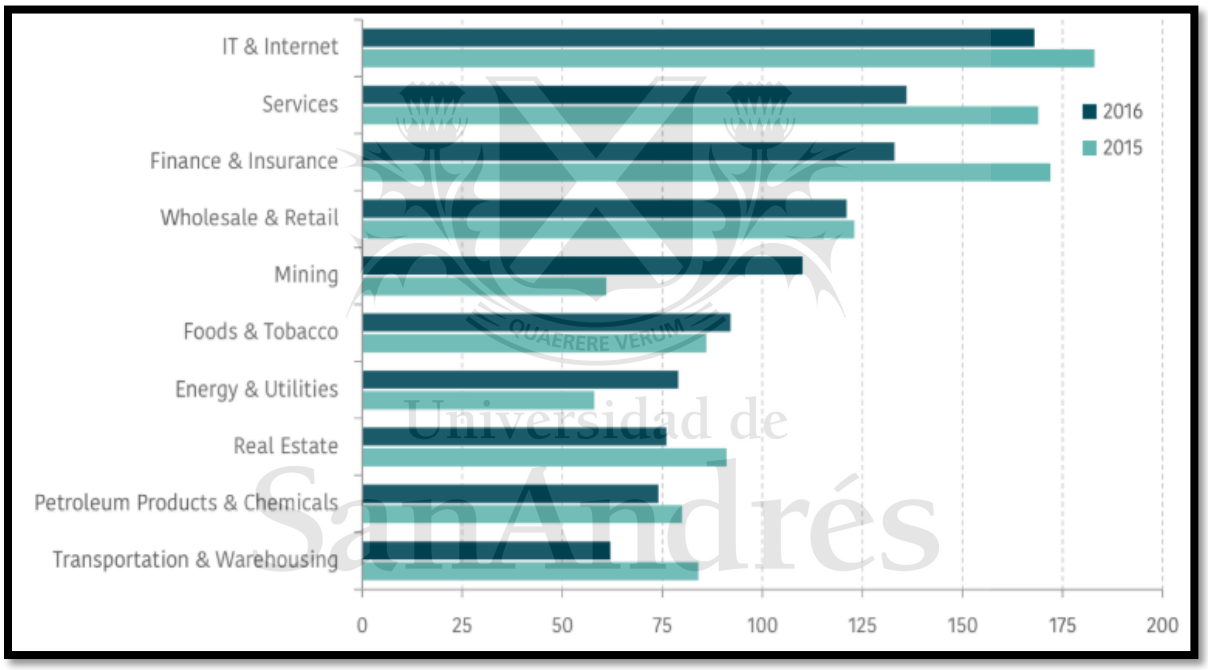
Mientras que la mayoría de los trabajos relacionados a adquisiciones hacen foco en la compañía adquiridora, Danbolt, J. (2004) se enfocó en estudiar las repercusiones de la adquisición en la empresa adquirida tomando como referencia compañías de origen británico. Danbolt analizó los retornos anormales que obtuvieron los accionistas de las empresas objetivo, tanto para el caso de acuerdos internacionales como para los acuerdos realizados entre compañías del Reino Unido. Señala que el efecto encontrado en el mes de la adquisición es pequeño (0.84%), aunque las compañías adquiridas por empresas extranjeras ganan significativamente más que las compañías adquiridas de forma doméstica durante los meses alrededor de la compra. En su trabajo, Danbolt, no encontró evidencia de que los retornos anormales de las adquisiciones cross-border estuvieran asociados con

el ingreso a los nuevos mercados o los efectos del tipo de cambio, y un débil respaldo empírico al efecto de la diversificación internacional. Sin embargo, el efecto cross-border parece estar asociado con efectos significativos de pago.

El presente trabajo se enfoca en el estudio de la creación de valor en las adquisiciones de compañías latinoamericanas hacia las compañías adquirentes norteamericanas. Dado que son varios los estudios que se han inclinado al estudio de adquisiciones cross-border los mismos servirán como puntapié inicial, tomando de ellos las conclusiones a las que hayan podido arribar.

Además, se estudiará cómo impacta la relación de las industrias entre las empresas adquiridas y adquirentes.

A continuación, se muestran gráficos que contienen información sobre los acuerdos de adquisición de compañías latinoamericanas en los años recientes:



Fuente: EMIS

Gráfico 1. Volumen de adquisiciones por sector en 2015 y 2016.

Universidad de San Andrés

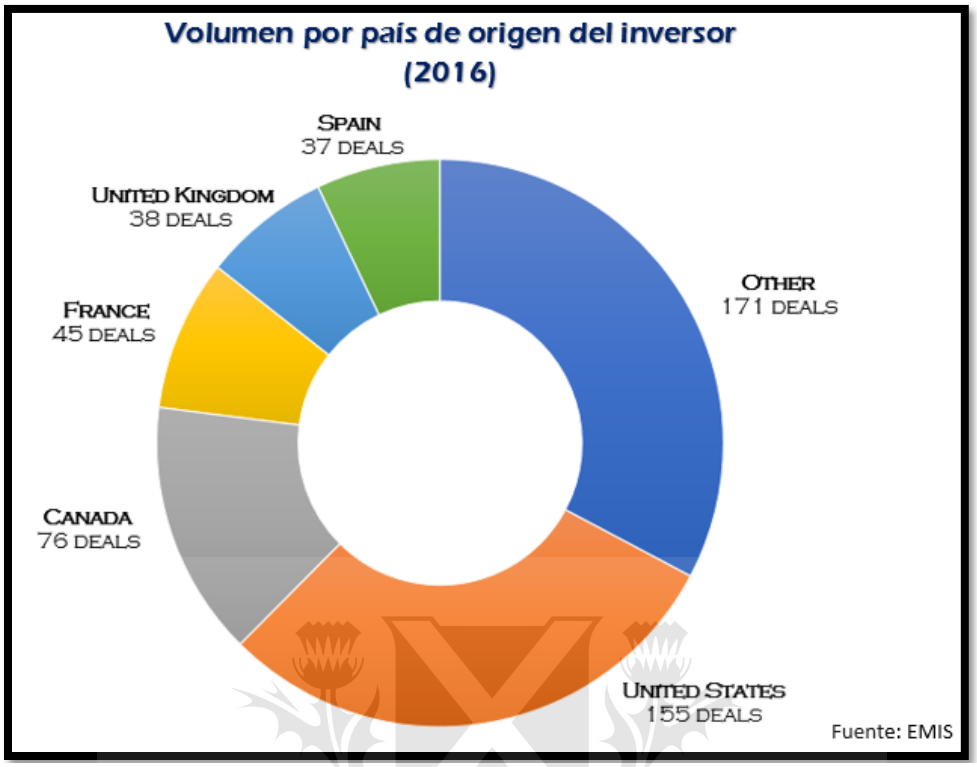


Gráfico 2. Volumen de adquisiciones por país de origen de la empresa adquirente.

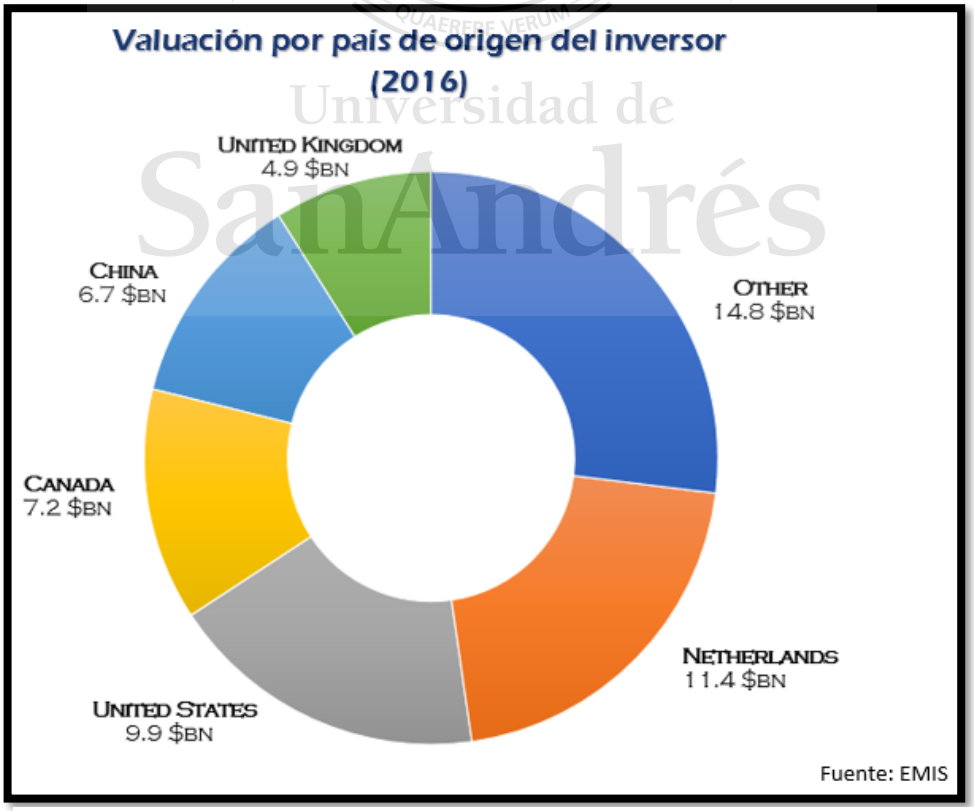


Gráfico 3. Valuación de las adquisiciones por país de origen de la empresa

Universidad de San Andrés

Hipótesis

- Se tendrá por hipótesis central la siguiente: Las adquisiciones realizadas por empresas estadounidenses sobre empresas que provienen de la región de Latinoamérica (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Cuba, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela) crean valor para los accionistas, tomando como muestra las adquisiciones que cumplan con esas características entre los años 2010 y 2015.

- La hipótesis secundaria será la siguiente: La creación de valor para los accionistas de empresas estadounidenses que adquieran compañías latinoamericanas será mayor cuando las empresas se encuentren en industrias relacionadas que cuando estén en distintas industrias, para esto se trabajará sobre una muestra que comprende las adquisiciones cross-border de empresas estadounidenses sobre empresas latinoamericanas entre 2010 y 2015.

Metodología

La muestra para este estudio se conforma por las adquisiciones realizadas por compañías estadounidenses por sobre compañías latinoamericanas. Se tomó como ejemplo de metodología del trabajo de Datta y Puia de 1995 con las pertinentes adaptaciones. En su trabajo Datta y Puia se dedicaron a analizar el impacto de las adquisiciones de compañías estadounidenses sobre compañías extranjeras, independientemente del origen de éstas últimas. Para ser incluida en la muestra una adquisición debía cumplir ciertos criterios. Primero, las adquisiciones debían ser reportadas en el Wall Street Journal. Segundo, los retornos de la firma estadounidense debían estar disponibles en el CRSP (Center of Research on Security Prices) con sus respectivos registros diarios. Tercero, sólo se incluyeron en la muestra aquellas adquisiciones en donde las ventas de las empresas adquiridas superaran los 10 millones de dólares. Finalmente, adquisiciones minoritarias fueron excluidas de la muestra.

En el presente trabajo se tendrán en cuenta las adquisiciones que cumplan con los siguientes criterios, los cuales se basan en trabajos pasados dedicados al estudio del mismo fenómeno: - La fecha del anuncio de la adquisición debe enmarcarse en el período comprendido entre el año 2010 y el año 2015,

- La empresa adquirida debe tener como origen alguno de los países latinoamericanos (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Cuba, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela),

- La empresa adquirente debe provenir de los Estados Unidos de América,

- La organización adquirente debe cotizar sus acciones de manera pública,

- Los retornos diarios de la acción de la empresa adquirente deberán estar disponibles en el portal de Thompson Reuters o en portales financieros de similares características,

- Sólo se tendrán en consideración las adquisiciones que comprendan más del 50% del capital accionario de la empresa a adquirir.

- El valor de la compañía adquirida debe ser equivalente al menos al 2% / 10% / 20% del valor de la empresa adquirente. Se establecieron esos tres niveles de corte con el fin de poder comparar los resultados de cada nivel.

Para los fines de este trabajo se entiende por creación de valor a la generación de riqueza en favor de los accionistas que se traduce a través de retornos positivos provenientes de la cotización de la acción.

De la muestra de adquisiciones que cumplan con las pautas más arriba explicitadas se clasificarán como relacionadas a aquellas que, tanto la adquirida como la adquirente, participen en la misma industria. Este dato se verificará en el detalle provisto por las bases de datos que se utilizarán (Reuters y EMIS).

A fin de poder testear las hipótesis planteadas lo primero que se realizará es el cálculo de los excesos de retornos provenientes de las acciones de las compañías norteamericanas involucradas en cada adquisición contenida en la muestra a estudiar. Esto se llevará a cabo mediante la metodología del estudio de eventos y el modelo de mercado, esta metodología ha sido utilizada en un amplio número de trabajos relacionados a adquisiciones. La misma se basa en el supuesto de que el mercado forma expectativas imparciales de la creación de valor que las adquisiciones podrían generar (Brown and Warner 1985, Fama, Fisher, Jensen, and Roll 1969). El estudio de eventos se enfoca en los excesos de retornos para los accionistas alrededor del día en que la adquisición se convierte en pública. El modelo de mercado es representado por:

$$\tilde{R}_{jt} = \alpha_j + \beta_j \tilde{R}_{mt} + \tilde{\varepsilon}_{jt}$$

Donde:

$\tilde{R}_{jt}$ **.= retornos observados de la empresa adquirente j**

$\tilde{R}_{mt}$ **.= Tasa de rendimiento de la cartera ponderada del mercado**

α_j & β_j **.= Coeficiente del modelo de mercado para la firma adquirente j**

$\tilde{\varepsilon}_{jt}$ **.= retorno residual de la firma j en el período t**

El día de anuncio de la adquisición será tomado de la base de EMIS o bien de Thompson Reuters. Luego el exceso de retorno (ER) se computará de la siguiente forma:

$$ER_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$$

Donde $\hat{\alpha}_j$ y $\hat{\beta}_j$ son estimadores del intercepto y la pendiente del modelo de mercado. Estos parámetros son estimados usando un período de estimación de retornos de 150 días comenzando con el día t= -180 y finalizando con el día t= -31 (31 días antes del anuncio de la adquisición). El exceso de retornos representa la desviación entre los retornos realizados en el día "t" y los retornos esperados según el modelo, estos últimos representan la evaluación de los mercados acerca del impacto de la adquisición extranjera. La muestra de los excesos de retornos acumulados (ERA) para los distintos períodos de eventos se calcularán de la siguiente forma:

$$ERA = \sum_{t_1}^{t_2} \overline{ER}_{jt} \quad \text{donde} \quad \overline{ER}_{jt} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^{N} ER_{jt}$$

y "N" es el número de observaciones.

La elección del período de tiempo a utilizar para examinar la significancia de los excesos de retornos o ganancias anormales está basada en la literatura pasada dedicada al estudio de la creación de valor de las adquisiciones. Estas consideran los retornos de los accionistas de las firmas adquirentes alrededor del lapso de tiempo del evento, es decir, el anuncio de la adquisición. La idea apunta a ver si los retornos son anormales o diferentes de los que se esperarían de otro modo, basado en el supuesto que en un mercado eficiente los retornos se deberían ajustar (positiva o negativamente) a fin de reflejar la nueva información, en el presente trabajo representado por el anuncio de la adquisición foránea. El proceso de ajuste de precio debería ser bastante rápido si la información no es ambigua y se encuentra libremente disponible.

Universidad de SanAndrés

Datos

Los datos serán obtenidos de la base del portal de Thompson Reuters. Asimismo, se utilizarán datos e informes relevantes de la base de EMIS. Ambas bases cuentan con el dato de la fecha del anuncio de las adquisiciones, como así también los importes de los acuerdos, las industrias de la firma adquirida y adquirente y demás detalles propios de cada acuerdo.

Se consideró al índice S&P equal weight (EWI) como referencia del rendimiento del mercado en el período de análisis. Este índice incluye los mismos componentes que el S&P 500 ponderado por capitalización, pero a cada compañía en el S&P 500 EWI se le asigna una ponderación fija o un 0,2% del total del índice en cada rebalanceo trimestral.

Resultados

Si se consideran las compañías adquiridas cuyo valor representa al menos el 2% del valor de la empresa adquirente, el total de acuerdos a considerar es de 61. Mientras que, si esa relación se establece en el orden del 10% como mínimo, 16 adquisiciones deberían ser las consideradas. En cambio, si se tuviera en cuenta sólo las compañías adquiridas que representan al menos un 20% del valor de la adquirente, sólo 5 adquisiciones serían las que se deberían tener en cuenta.

El siguiente gráfico muestra la distribución de los países de origen de las compañías adquiridas, en el caso de la relación de al menos 2% entre la valuación de la empresa adquirida y la adquirente:

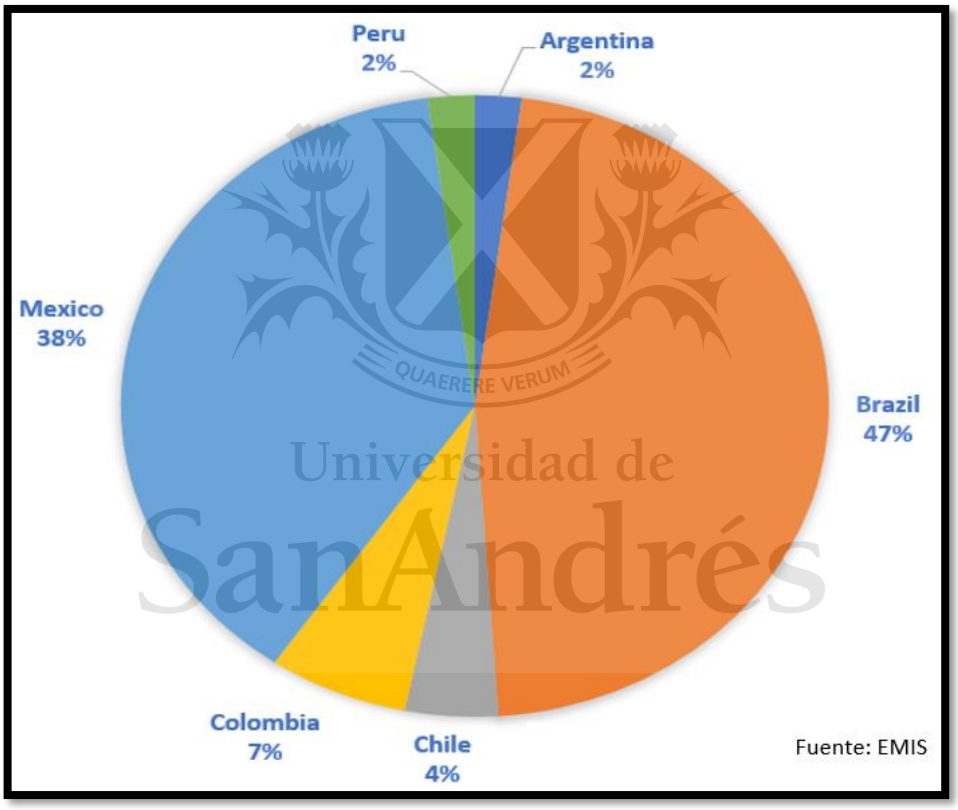


Gráfico 4. Distribución de las adquisiciones incluidas en la muestra según el país de origen de la empresa adquirida.

Para dichos acuerdos se calculó el exceso de retorno acumulado para los distintos períodos. Los porcentajes que se muestran por encima de las tablas 1a, 1b y 1c indican la relación mínima entre el valor de la empresa adquirida y el valor de la adquirente, estableciéndose 3 niveles: 2%, 10% y 20%. Por ejemplo, en el período de 20 días previos y 20 días posteriores al día del anuncio de la adquisición, para las compañías que adquirieron otra compañía cuyo valor es equivalente al menos al 2% de la adquirente, en promedio esas

compañías obtuvieron un 0.6% más de retorno que lo que habrían obtenido si no se hubiese realizado la adquisición, según el modelo de mercado aplicado.

Nivel de corte: 2%	
Período	ERA (%)
(-1,0)	1.8%
(-5,+5)	1.1%
(-10,+10)	0.8%
(-15,+15)	-0.7%
(-20,+20)	0.6%
(-30,+30)	-0.3%

Tabla 1a. Exceso de retornos acumulados (ERA).

Nivel de corte: 10%	
Período	ERA (%)
(-1,0)	0.7%
(-5,+5)	-1.6%
(-10,+10)	-2.1%
(-15,+15)	-2.3%
(-20,+20)	-5.2%
(-30,+30)	-7.3%

Tabla 1b. Exceso de retornos acumulados (ERA).

Nivel de corte: 20%	
Período	ERA (%)
(-1,0)	0.5%
(-5,+5)	-2.3%
(-10,+10)	-1.1%
(-15,+15)	-6.5%
(-20,+20)	-7.7%
(-30,+30)	-12.1%

Tabla 1c. Exceso de retornos acumulados (ERA).

Por otro lado, como puede verse en las tablas 2a, 2b y 2c, se analizó la misma muestra de acuerdos, pero distinguiendo si las industrias de la compañía adquiridora y adquirida se encuentran relacionadas o no. Se obtuvieron los siguientes resultados para los mismos períodos alrededor de la fecha de anuncio de la adquisición:

Nivel de corte: 2%		
Período	ERA (%)	ERA (%)
(-1,0)	2.9%	0.1%
(-5,+5)	1.7%	-0.2%
(-10,+10)	0.4%	0.8%
(-15,+15)	-1.4%	-0.1%
(-20,+20)	2.7%	-2.7%
(-30,+30)	1.3%	-2.6%

Tabla 2a. ERA diferenciado entre industria relacionada y no relacionada.

Nivel de corte: 10%		
Período	ERA (%)	ERA (%)
(-1,0)	0.7%	1.1%
(-5,+5)	-2.2%	-2.2%
(-10,+10)	-4.7%	2.4%
(-15,+15)	-4.4%	1.3%
(-20,+20)	-6.2%	-2.0%
(-30,+30)	-5.6%	-12.6%

Tabla 2b. ERA diferenciado entre industria relacionada y no relacionada.

Nivel de corte: 20%		
Período	ERA (%)	ERA (%)
(-1,0)	0.3%	0.9%
(-5,+5)	-2.4%	-0.2%
(-10,+10)	-4.8%	5.4%
(-15,+15)	-9.1%	-3.0%
(-20,+20)	-9.6%	-5.8%
(-30,+30)	-6.1%	-21.3%

Tabla 2c. ERA diferenciado entre industria relacionada y no relacionada.

Relacionadas
No relacionadas

Nivel de corte: 2%		
Período	Factor	Diferencia (ERA %)
(-1,0)	No Relacionadas < Relacionadas	2.8%
(-5,+5)	No Relacionadas < Relacionadas	1.9%
(-10,+10)	No Relacionadas > Relacionadas	0.4%
(-15,+15)	No Relacionadas > Relacionadas	1.3%
(-20,+20)	No Relacionadas < Relacionadas	5.3%
(-30,+30)	No Relacionadas < Relacionadas	3.9%

Tabla 3a. Diferencia en ERA sobre el factor de industrias relacionadas y no relacionadas para los distintos períodos para el nivel de corte de 2%.

Nivel de corte: 10%		
Período	Factor	Diferencia (ERA %)
(-1,0)	No Relacionadas > Relacionadas	0.4%
(-5,+5)	Sin diferencia significativa	0.0%
(-10,+10)	No Relacionadas > Relacionadas	7.1%
(-15,+15)	No Relacionadas > Relacionadas	5.7%
(-20,+20)	No Relacionadas > Relacionadas	4.1%
(-30,+30)	No Relacionadas < Relacionadas	7.1%

Tabla 3b. Diferencia en ERA sobre el factor de industrias relacionadas y no relacionadas para los distintos períodos para el nivel de corte de 10%.

Nivel de corte: 20%		
Período	Factor	Diferencia (ERA %)
(-1,0)	No Relacionadas > Relacionadas	0.6%
(-5,+5)	No Relacionadas > Relacionadas	2.2%
(-10,+10)	No Relacionadas > Relacionadas	10.3%
(-15,+15)	No Relacionadas > Relacionadas	6.2%
(-20,+20)	No Relacionadas > Relacionadas	3.8%
(-30,+30)	No Relacionadas < Relacionadas	15.2%

Tabla 3c. Diferencia en ERA sobre el factor de industrias relacionadas y no relacionadas para los distintos períodos para el nivel de corte de 20%.

Análisis de hipótesis

Las hipótesis planteadas en el presente trabajo fueron dos:

Hipótesis 1: Las adquisiciones realizadas por empresas estadounidenses sobre empresas que provienen de Latinoamérica crean valor para los accionistas de la adquirente.

Hipótesis 2: La creación de valor para los accionistas de empresas estadounidenses que adquieran compañías latinoamericanas será mayor cuando las empresas se encuentren en industrias relacionadas que cuando estén en distintas industrias.

A nivel general, no hay suficiente evidencia, surgida a partir del análisis de la muestra estudiada, como para aceptar ambas hipótesis. Más bien, las Tablas 1a, 1b y 1c indican que las adquisiciones de compañías latinoamericanas por parte de empresas estadounidenses destruyen valor para los accionistas de la adquirente. De la misma forma, las Tablas 2a, 2b y 2c indican que aquellos acuerdos que comprendieron compañías de industrias relacionadas no crearon más valor que aquellos que involucraron empresas de distintas industrias. Analizaremos a continuación ambas hipótesis para cada uno de los tres niveles establecidos entre el valor de la empresa adquirente y la adquirida.

En el primer nivel, donde se incluyeron acuerdos en los que el valor de la compañía adquirida representaba al menos el 2% del valor de la adquirente, en los períodos (-15, +15) y (-30, +30) se ve destrucción de valor para los accionistas, en promedio. Mientras que para el resto de los períodos la creación de valor por encima del promedio no es significativa como para atribuirle mérito a la propia adquisición, sobre todo teniendo en cuenta que el tamaño de la empresa adquirida no resulta concluyente para definir el rendimiento de la empresa adquirente. Con respecto al impacto del relacionamiento de las industrias entre las adquiridoras y las adquiridas, en este nivel de corte los acuerdos que involucraron compañías de la misma industria tuvieron mejores resultados, dado que sólo en el período (-15, +15) mostraron destrucción valor, mientras que las adquisiciones de empresas de distinta industria sólo tuvieron resultados positivos, en promedio, para los accionistas de la adquirente en los períodos (-1, 0) y (-10, +10).

El segundo nivel de corte aplicado para la muestra analizada comprendió 16 acuerdos donde el valor de la adquirida era de al menos un 10% del valor de la empresa que la adquirió. Aquí la falta de creación de valor para los accionistas adquirentes se hizo más notoria que en el nivel de corte anterior. Tal como indica la Tabla 1b, sólo el período (-1, 0) presentó un valor positivo. Con respecto a la segunda hipótesis, en este nivel de corte no pudo ser verificada dado que en aquellos acuerdos que involucraron empresas de la misma industria primó la destrucción de valor en promedio en los distintos períodos, como puede verse en la Tabla 2b.

Por otro lado, en el tercer nivel de corte constituido por 5 acuerdos de adquisición, también la destrucción de valor para los accionistas de la compañía adquiridora tuvo preponderancia. Sólo en el período (-1, 0) hubo una tenue creación de valor, tal como

Universidad de San Andrés

puede verse en la Tabla 1c. De igual forma que en el nivel de corte anterior, los acuerdos que involucraron empresas de la misma industria destruyeron valor para los accionistas de la adquiridora, a excepción del período (-1, 0).

Por todo lo recién expuesto, parecería que las inversiones de compañías estadounidenses adquiriendo empresas latinoamericanas resultan ser una mala inversión.

Entre las razones por las que ambas hipótesis planteadas en el presente trabajo no se pudieron verificar, Roll (1986) adujo como una posible razón al hecho que los compradores sobre ofertan y sobre pagan por las compañías a adquirir. Esas sobreofertas ocurrirán siempre que los gerentes de las compañías adquirentes sobreestimen sus propias habilidades para administrar las compañías adquiridas debido a la arrogancia, y de ese modo sobreestiman los potenciales beneficios de tales adquisiciones. Asimismo, el hecho de pagar de más puede estar relacionado también con la dificultad que encuentran las empresas con intenciones de adquirir a otra para valuar a esa compañía por las diferencias de convenciones contables en los distintos países, creando esto dificultades para interpretar la información. Es por eso que, muchas veces, las compañías oferentes invierten un tiempo considerable y recursos en la selección de la empresa objetivo por la cual ofertarán y esa situación genera que la operación se termine concretando dado que la potencial adquirente teme perder el tiempo y los recursos invertidos si la adquisición no se concreta. También es importante mencionar que la disparidad en el tamaño de las compañías latinoamericanas en comparación con las estadounidenses consideradas en la muestra hace que sea difícil favorecer la creación de valor mediante la expectativa de que la adquisición pueda potenciar el incremento de las ganancias de la compañía adquirente.

Dado que la hipótesis 2ª depende de la 1ª, ya que primero debe verificarse la creación de valor para luego constatar si la relación de las industrias de ambas compañías potencia la creación de valor, al no poder verificarse la primera de las hipótesis la segunda queda también rechazada. No obstante, las Tablas 3a, 3b y 3c muestran para cada período alrededor del día del anuncio de la adquisición y para cada nivel de corte, si los acuerdos de empresas de la misma industria prevalecieron o si lo hicieron aquellos acuerdos que involucraron empresas de distintas industrias, teniendo como parámetro el exceso de retornos acumulados para cada período. Viéndose que en el nivel de corte de 2%, para la mayoría de los períodos, las adquisiciones realizadas en industrias homogéneas tuvieron mejores resultados, pero en los niveles de corte superiores se dio lo opuesto teniendo mejores resultados los acuerdos entre firmas de distintas industrias, lo que sustenta aún más el rechazo de la segunda hipótesis.

Conclusión

Mientras que los resultados negativos en la creación de valor ciertamente pueden generar cuestionamientos acerca de si las adquisiciones significan un vehículo deseable de inversión, debe discutirse si estos resultados necesariamente pueden mostrarnos el cuadro completo. La creación de valor, medido en el presente estudio como el incremento del precio de la acción de la empresa adquirente, refleja las expectativas de los inversores en el corto plazo, las cuales en un mercado eficiente se deben reflejar por completo en el precio de las acciones. Sin embargo, las adquisiciones son llevadas a cabo por los administradores de la empresa quienes podrían llegar a tener información más precisa que la que poseen los inversores en el mercado, por ejemplo, conocer en detalle potenciales beneficios que surgirían de la combinación de ambas compañías, ya sea que se encuentren o no en la misma industria. Este tipo de beneficios no siempre son perceptibles para los inversores al momento de conocerse la adquisición y quizás una vez que los mismos sean conocidos por el público inversor el precio de la acción ajuste de forma más precisa esos beneficios potenciales reflejando el verdadero valor de la adquisición a través del precio de la acción de la adquirente.

La escasa cantidad de acuerdos para los niveles de corte superiores establecidos en 10% y 20% en la relación de valor entre las compañías adquirentes y adquiridas resultó ser un limitante para poder obtener conclusiones más amplias y abarcativas en el presente estudio, por lo que sería interesante lograr una muestra más numerosa ya sea ampliando el período de tiempo estudiado o bien seleccionando otros mercados que contengan mayor volumen de transacciones.

Los resultados obtenidos en el presente trabajo indican que no existe creación de valor en las adquisiciones de compañías latinoamericanas por parte de empresas estadounidenses, esto puede ser una alerta para los administradores de compañías con aspiraciones de adquirir compañías latinas. Deberán prestar especial cuidado a los distintos factores que influencian en la valuación de la compañía a adquirir y asimismo tener el coraje necesario para desistir de una operación si el precio se torna demasiado elevado, por más que se hayan invertido recursos y tiempo en la valuación e investigación de potenciales beneficios.

La creación de valor para las firmas adquiridas podría ser el tema central de futuros trabajos de estudio con el fin de tener un panorama completo respecto a la generación de valor en el proceso completo de una adquisición. Asimismo, para futuros estudios sería interesante poder analizar como factor adicional, la experiencia en acuerdos de adquisiciones que posea la compañía oferente ya que en este tipo de transacciones podría resultar un factor clave para determinar el éxito de dicha operación y, por el contrario, la falta de experiencia en este tipo de operaciones podría generar que se termine sobrevaluando o seleccionando de forma equívoca la empresa a adquirir.

Universidad de San Andrés

Bibliografía

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of financial economics*, *14*(1), 3-31.

Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns?. *Strategic Management Journal*, *23*(9), 781-794.

Cooke, T. E. (1989). *International mergers and acquisitions*. Blackwell.

Danbolt, J. (1995). An analysis of gains and losses to shareholders of foreign bidding companies engaged in cross-border acquisitions into the United Kingdom, 1986–1991. *The European Journal of Finance*, *1*(3), 279-309.

Danbolt, J. (2004). Target Company Cross-border Effects in Acquisitions into the UK. *European Financial Management*, *10*(1), 83-108.

Datta, D. K., & Puia, G. (1995). Cross-border acquisitions: An examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in US acquiring firms. *MIR: Management International Review*, 337-359.

Dickerson, A. P., Gibson, H. D., & Tsakalotos, E. (1997). The impact of acquisitions on company performance: Evidence from a large panel of UK firms. *Oxford Economic Papers*, *49*(3), 344-361.

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review*, *10*(1), 1-21.

Lowinski, F., Schiereck, D., & Thomas, T. W. (2004). The effect of cross-border acquisitions on shareholder wealth—evidence from Switzerland. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *22*(4), 315-330.

Markides, C. C., & Ittner, C. D. (1994). Shareholder benefits from corporate international diversification: Evidence from US international acquisitions. *Journal of international business studies*, 343-366.

Universidad de San Andrés

Markides, C., & Oyon, D. (1998). International acquisitions:: Do they create value for shareholders?. *European Management Journal*, *16*(2), 125-135.

Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197-216.

Root, F. R. (1994). *Entry strategies for international markets*. Jossey-Bass.

Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. R. (2002). Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of US firms. *Strategic management journal*, *23*(10), 921-940.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, *70*(3), 295-311.

Wiklund, J., & Shepherd, D. A. (2009). The effectiveness of alliances and acquisitions: The role of resource combination activities. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *33*(1), 193-212.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés