

Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas:
Análisis retrospectivo comparado

*The waves of Mergers & Acquisitions:
A retrospective comparative analysis*

Juan Mascareñas Pérez-Íñigo
Universidad Complutense de Madrid (España)
jmascare@ucm.es

Sara González Fernández
Universidad Complutense de Madrid (España)
saragon@ccee.ucm.es

Recepción: Septiembre 2013
Aceptación: Noviembre 2013

RESUMEN

El artículo describe el proceso histórico de las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas analizando los motivos por los que sucedieron, por qué finalizaron y qué impacto tuvieron en el conocimiento y la innovación financieros desde fines del siglo XIX hasta nuestros días. Los cambios regulatorios, la innovación tecnológica y financiera, el auge del mercado de valores y la globalización son variables explicativas de los motivos por los que se desataron las seis oleadas descritas en este trabajo. Por otra parte estas oleadas por adquirir empresas también aportaron ideas como que los monopolios no eran buenos para la sociedad, que la diversificación del riesgo podría ser aconsejable, que los LBO eran un buen método de financiación y gestión de determinadas empresas, que los LBU utilizan las economías de escala para crear valor, o la importancia de un buen gobierno corporativo.

Palabras clave: Fusiones, Adquisiciones, Monopolio, LBO, Desregulación, Globalización.

Clasificación JEL: N20, G34.

ABSTRACT

The paper describes the historical process of the waves of mergers and acquisitions (M&A) analyzing why they happened, why they ended and what impact they had on the knowledge and financial innovation since the late nineteenth century to today. Regulatory changes, technological and financial innovation, the rise of the stock market and globalization are explanatory variables of the reasons why the six described waves in this paper were unleashed. Furthermore these waves also gave ideas like monopolies were not good for society, risk diversification may be advisable, that the LBO was a good method of financing and management of certain companies, that LBU uses economies of scale to create value, or the importance of good corporate governance.

Keywords: Mergers, Acquisitions, Monopoly, LBO, Deregulation, Globalization.

JEL Classification: N20, G34.



1. INTRODUCCIÓN

Los especialistas de las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas siempre han sabido que éstas suelen venir en grandes oleadas. Por supuesto, que en todo momento se producen operaciones de concentración de empresas pero hay épocas en las que el número de éstas es claramente superior al normal. Esto ha hecho que exista un interés por conocer qué motivos hay detrás de estos grandes movimientos de agrupación de empresas, por qué se inician y por qué suelen acabar de forma abrupta, si crean o no valor para los propietarios de dichas empresas, y qué impacto tienen en el conocimiento tanto económico como empresarial.

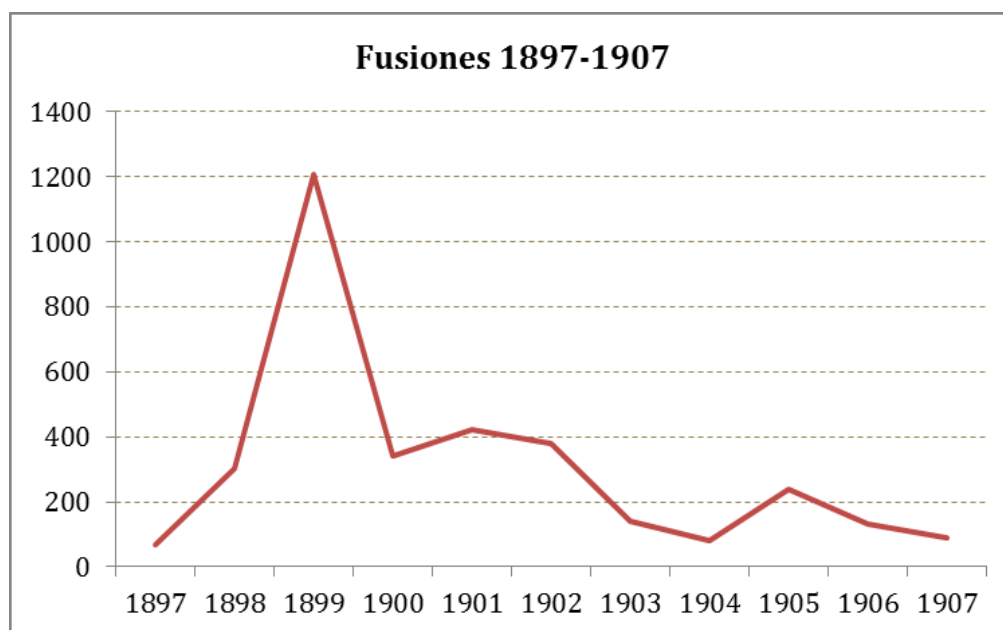
Este trabajo busca responder a dichas cuestiones mediante un análisis individualizado de las seis oleadas de fusiones existentes de fines del siglo XIX hasta comienzos del siglo XXI. Para ello se estudia cada oleada mostrando los principales motivos de su existencia, por qué finalizó y cuál fue el impacto que produjo. El objetivo final es, por un lado, averiguar si hay motivos que aparezcan recurrentemente en casi todas ellas y, por otro, qué tipo de impacto ha dejado cada una de ellas en el conocimiento económico o empresarial.

2. PRIMERA OLEADA (1897-1904): “LA OLEADA DE LA MONOPOLIZACIÓN”

La considerada primera oleada de fusiones y adquisiciones tuvo lugar en los Estados Unidos entre los años 1897 a 1904 con un máximo alrededor de 1899 (figura 1). Algunos la denominan la “oleada de la monopolización”¹ por los motivos que más adelante veremos. Una quincena de años antes había tenido lugar una fuerte depresión económica (la denominada “Depresión de 1883”) y, sin embargo, a fines de siglo los sectores industriales de metales primarios, alimentación, productos del petróleo, química, equipos de transporte, metalurgia, maquinaria y carbón bituminoso, iban a sufrir una fiebre de fusiones, absorciones, adquisiciones y concentraciones sin parangón hasta ese momento (serían responsables de más del 67% de este tipo de operaciones).

Esta oleada puso de moda las concentraciones de tipo horizontal², es decir, aquellas en las que sus protagonistas son empresas del mismo sector industrial que, por tanto, se conocen perfectamente y cuyo objetivo principal es el aumento de su poder de mercado mediante la búsqueda de sinergias operativas basadas principalmente en la reducción de costes (es decir, la búsqueda y el aprovechamiento de las economías de escala) y, de forma secundaria, en el incremento de ingresos a través de nuevos productos. De esta época³ trata la macrofusión de la US Steel, perteneciente a John Pierpont Morgan, con la Carnegie Steel, de Andrew Carnegie, y otras 785 empresas menores del sector del acero, lo que acabó dando lugar a un monopolio que controlaba alrededor del 75% de la producción de acero de los Estados Unidos.

Figura 1. Número de operaciones de fusiones en los Estados Unidos entre 1897 y 1907



Fuente: Merrill Lynch, *Mergerstat Review*, 1989

Motivos

Mucho se ha discutido sobre las razones que impulsaron a las empresas americanas de fin de siglo a lanzarse a esta fiebre concentradora. Parece demostrado⁴ que la combinación de un mercado de valores en pleno crecimiento y desarrollo junto a los fallos en la aplicación de la Sherman Antitrust Act (1890) fueron dos de los responsables de que dicha oleada fuera posible.

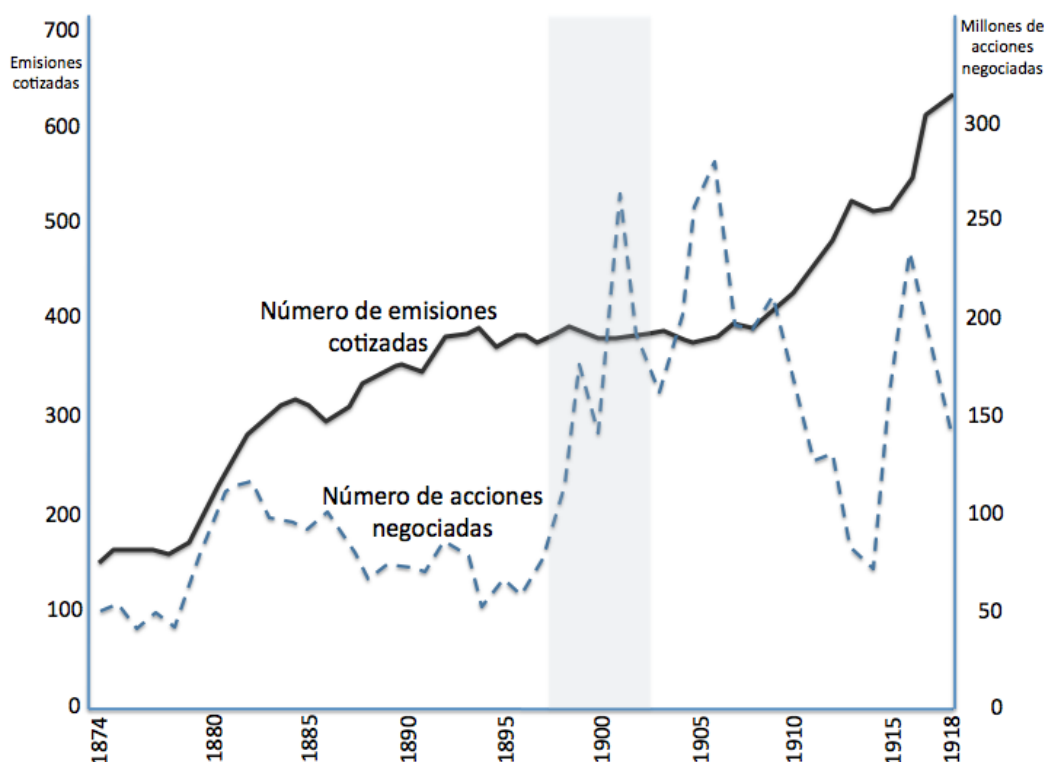
La Sherman Act tenía por objeto prohibir cualquier contrato que limitase el comercio entre los diferentes estados y países, pero cuyo diseño, o bien no estaba preparado para hacer frente a la creciente actividad de fusiones y adquisiciones o, siguiendo a Gaughan⁵, fue mal interpretado por todos los responsables de su aplicación. Por ejemplo, el Departamento de Justicia tenía una alarmante escasez de efectivos para analizar la cantidad de fusiones existentes y, por otra parte, los tribunales de justicia centraron sus esfuerzos en combatir las sindicaciones de acciones pero no la concentración empresarial como tal. En el momento en que las empresas de los sectores antes mencionados fueron conscientes de los fallos en la regulación, o en su aplicación, se dispusieron a aprovecharlos en cuanto las condiciones económico-financieras lo permitiesen. El resultado fue que durante los años de la primera oleada desaparecieron unas 3.000 empresas⁶ y alrededor de 70 sectores industriales, anteriormente competitivos, pasaron a convertirse virtualmente en monopolios. Por ejemplo, para una muestra de 93



fusiones de la época, 72 controlaban el 40% de su sector y 42 de ellas alcanzaban el 70% del mismo⁷.

Simultáneamente a lo anterior, la legislación de muchos estados permitió a las compañías asegurar mejor su capital, adquirir acciones de otras empresas y expandir sus líneas de negocios. Todo ello abonaba el terreno para la concentración empresarial porque el mayor acceso al mercado de capitales permitía disponer de la financiación necesaria para ello lo que, unido al relajamiento de la normativa sobre compra de acciones de otras empresas, facilitaba la realización de fusiones y absorciones de compañías. Esta facilidad de acceso al mercado de capitales también revertía en él mismo haciéndolo más profundo y eficiente⁸ lo que a su vez posibilitaba un mayor financiamiento de las adquisiciones. Este bucle de retroalimentación fue estudiado desde aspectos opuestos por Stigler⁹ (un mercado profundo podía financiar las operaciones de fusión y, por tanto, era una de sus causas) y por Navin y Sears¹⁰ (gracias a las fusiones el mercado de valores se ampliaba y profundizaba).

Figura 2. Número de emisiones cotizadas y negociadas en la NYSE entre 1874 y 1918



Fuente: Nelson, 1959, pp. 90

Como se observa en la figura 2 el número de acciones emitidas admitidas a cotización no paró de aumentar desde 1874 hasta 1894, sin embargo, el número de acciones negociadas descendió fuertemente entre 1883 y 1896 (la mayoría de las operaciones im-

plicaba a compañías de ferrocarriles). Al llegar la ola de fusiones (zona sombreada) el número de emisiones cotizadas se mantuvo estancado mientras que la negociación aumentó fuertemente dando más profundidad al mercado (el índice Dow Jones se mantuvo oscilante durante la duración de la ola de fusiones en la banda de los 50-78 puntos).

Otra posible explicación para el auge de las fusiones es que éstas representaban los intentos de una parte de los hombres de negocios¹¹ y financieros de conseguir un control del mercado. Nelson¹² comenta que la presión a la baja sobre los precios, que fue causada por la creencia de que la demanda de los productos caería y que se agravó por el exceso de capacidad productiva instalada, fue lo que impulsó este deseo por el control del mercado. De hecho, una parte muy importante de las fusiones de la ola aseguraron el liderazgo y una posición dominante en el mercado de las empresas absorbentes, lo que las convirtió en cuasi monopolios. Dicho autor piensa que el énfasis en el control del mercado era mucho más importante que los costes a la hora de determinar el tamaño de la empresa.

La innovación tecnológica también tuvo su parte de culpa en esta oleada, 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 mercado¹³. Siguiendo a Nelson¹⁴, una gran parte de las fusiones de los sectores mineros y metalúrgicos tuvo lugar en las empresas que vieron descender¹⁵ sus costes de transporte en relación al precio de sus productos.

Dicha competencia fue otra variable a favor de la integración de negocios en el que los empresarios de la época se habían hecho más receptivos a la idea de la fusión por la feroz competencia de precios que había existido durante la depresión de 1893. A raíz de esta oleada existe la idea de que la fuerte competencia fomenta la concentración del mercado¹⁶.

Otra variable que ayudó en cierta manera (O'Brien¹⁷ no está de acuerdo) a impulsar la ola de fusiones horizontales fue la búsqueda de las economías de escala en producción y distribución lo que, a su vez, requería unos directivos más especializados y profesionales; tendencia que se ampliaría a partir de ese instante. La gran mayoría de las operaciones eran fusiones horizontales y sólo un 12% fueron puramente verticales¹⁸ (generalmente en el sector de metales primarios).

El final

Los monopolios creados durante esta oleada acabaron provocando una violenta reacción por parte de las autoridades. El Presidente Theodore Roosevelt, cuyo mandato abarcó desde 1901 a 1909, estaba tan enconadamente en contra de ellos que fue conocido como



“revienta trusts”, aunque realmente fue su sucesor William H Taft quien logró segregar alguno de los principales trusts¹⁹. El Departamento de Justicia acusó a muchos de ellos de violar la Sherman Antitrust Act de 1890. Al final la presión contra los monopolios, a la que se sumó el Tribunal Supremo, acabó con la primera oleada de reestructuración empresarial.

Pero los factores financieros jugaron un papel muy importante en el final de esta ola de fusiones. El primer aviso vino con la quiebra del trust de los constructores de barcos a comienzos de la primera década del siglo XX, que mostró los problemas derivados de la financiación fraudulenta. Luego, en el segundo semestre de 1903 se produjo un *crash* bursátil que hizo caer al índice Dow Jones²⁰ desde los 67,70 puntos hasta los 42,15 (un 37,7% de caída) esto debilitó seriamente al sistema bancario y, por tanto, a la financiación de las fusiones. Por si fuera poco, después de una reacción al alza del mercado (y un leve aumento del número de fusiones) llegó el pánico de 1907 donde el índice que, a penas tocaba los 96 puntos a comienzos del año se situaba en los 53 al final del mismo (una caída del 44,8%)²¹, pero en esa fecha la primera ola de las fusiones era ya historia.

Impacto

Esta primera oleada puso de manifiesto la importancia de las fusiones de tipo horizontal con las economías de escala que producían y la obtención del poder de mercado por parte de las nuevas empresas resultantes. Claro que, al mismo tiempo, puso de manifiesto lo peligroso que resultaba para el sistema en su conjunto la existencia de monopolios lo que ayudó a desarrollar una extensa legislación con el objeto de eliminar los existentes y prevenir la formación de nuevos.

Por otra parte, empezó a dar a conocer al público la existencia y la creciente importancia de los mercados de valores (aún muy oscurantistas y en los que sólo operaban los inversores bien informados) y la inversión en acciones a través de ellos. Aunque aún habrá que esperar a la siguiente ola de fusiones para que el público en general participe en dichos mercados.

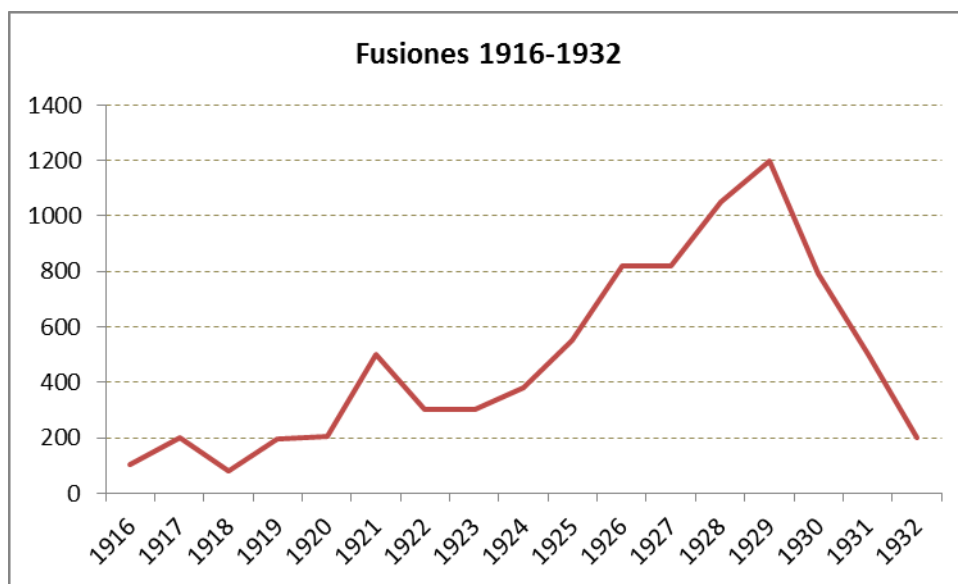
3. SEGUNDA OLEADA (1916-1929): “LA OLEADA DE LOS OLIGOPOLIOS”

Esta nueva ola de fusiones comenzó durante la I Guerra Mundial y terminaría oficialmente con la crisis de 1929 aunque, como se puede apreciar en la figura 3, el nivel de operaciones no alcanzaría el valor anterior a la ola hasta 1932. Stigler²² la denominó la “oleada de los oligopolios” porque el resultado de tales concentraciones empresariales acabó creando estructuras oligopolísticas en determinados sectores industriales. Según él²³, el resultado no derivó en monopolios gracias a la política antimonopolio existente en el momento de producirse esta nueva oleada.

Motivos

De hecho, la Clayton Act de 1914, que se puso en marcha específicamente para corregir las deficiencias de la legislación anterior, acabó animando a las empresas a formar oligopolios en lugar de los monopolios²⁴; de tal manera que en cuanto detectaron el cambio regulatorio se animaron a beneficiarse del mismo dando lugar a una nueva ola de fusiones y adquisiciones²⁵. Éstas fueron principalmente de tipo vertical en contraposición con las de la oleada anterior que lo habían sido de tipo horizontal; aunque también tuvieron lugar de forma transversal entre varios sectores dando lugar a los primeros conglomerados.

Figura 3. Número de operaciones de fusiones en los Estados Unidos entre 1916 y 1932



Fuente: *Boston Consulting Group*

La coincidencia además de dichos cambios regulatorios con la utilización masiva de diversos avances tecnológicos (el automóvil y la radio, entre otros) que permitían, por un lado, competir a mayor escala y, por otro, realizar una mejor diferenciación de productos, ayudaron a un más a la fiebre por fusionarse.

Pero hubo otro que prácticamente se bastó sólo para ello: el mercado de valores. Puesto que muchas operaciones de fusión implicaron la necesidad de emitir nuevas acciones en un momento (años 1928 y 1929) en el que los inversores compraban todo lo que aparecía en el mercado²⁶.

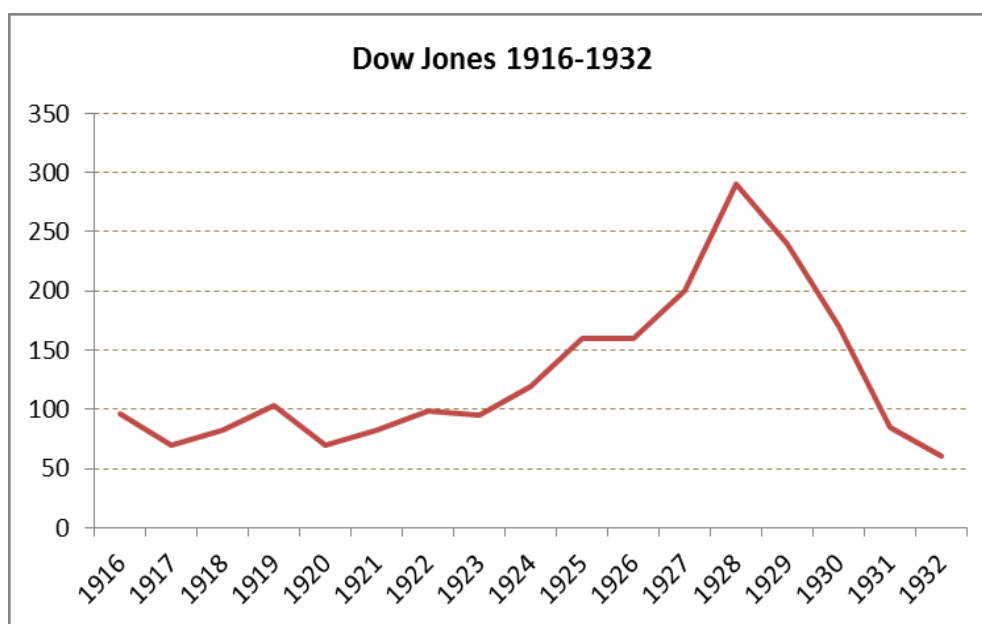
El final

El final llegó con el derrumbe de la bolsa en el último trimestre de 1929 que, anunciaba, el comienzo de la Gran Depresión. En la figura 4 se puede ver el valor del índice Dow Jones a finales de cada uno de los años mostrados en la figura 3. El parecido de ambas gráficas es



elocuyente. En cuanto el pánico se apoderó de la inversión en acciones la financiación para las fusiones se secó, incluso a través del mero intercambio de acciones porque lo que ahora se ponía en duda era el valor intrínseco de éstas, no sólo porque la gran inestabilidad del mercado hacía diferir los precios de los títulos de su valor teórico sino porque en cuanto los inversores fueron conscientes de que el problema no era bursátil sino económico les llevó a replantear también el valor intrínseco de dichos títulos y de ahí a poner en duda las bondades de las fusiones sólo había un paso.

Figura 4. Valor índice Dow Jones al final de cada año en el periodo 1916 -1932



Fuente: <http://stockcharts.com/>

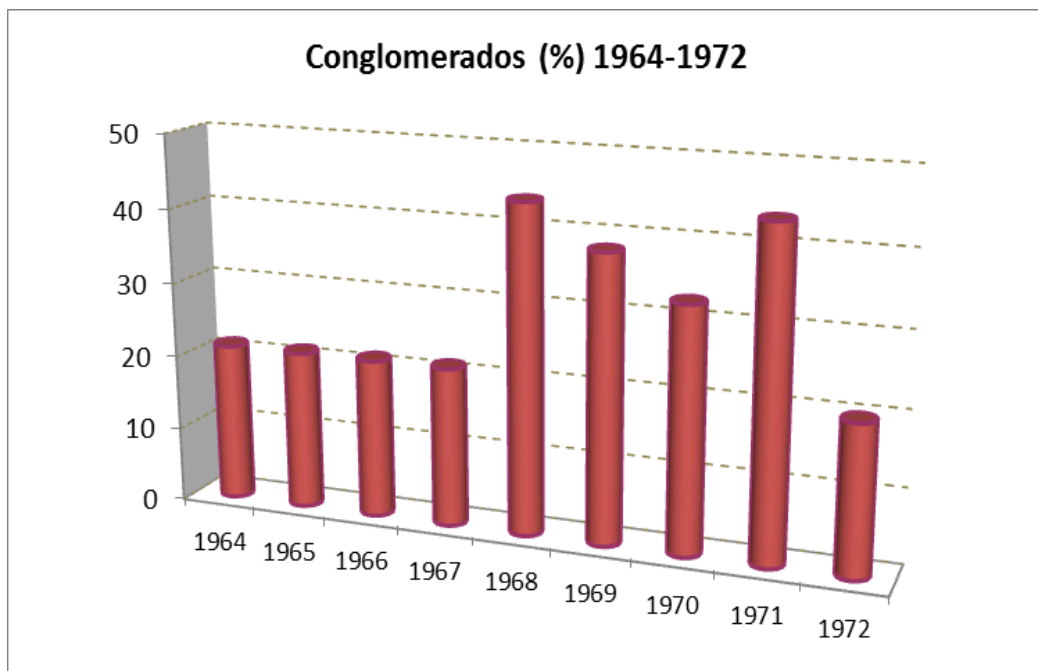
Impacto

Esta segunda oleada de fusiones, a pesar de ser tan importante como la primera, pasó a un segundo plano debida al *crack* bursátil y a la depresión económica que éste anunciaba. Sin embargo, merece destacarse el énfasis que dedicó a las integraciones de tipo vertical y a las mejoras en eficiencia que producían. Sin embargo, los reguladores tuvieron que centrarse en los oligopolios, que se crearon como resultado, y que perjudicaban la libre competencia y por ello al consumidor. Un nuevo tipo de integración surgió de esta ola, el conglomerado, que defendía la economía administrativa de un solo centro gestor que controlaba una gran cartera de negocios dispares sin ninguna relación entre ellos lo que permitía, además, la máxima diversificación del riesgo; aunque aquí estaba en su juventud inicial sería la gran protagonista de la siguiente ola de fusiones.

4. TERCERA OLEADA (1965-1972): “LA OLEADA DE LOS CONGLOMERADOS”

La oleada de los conglomerados, recibe este nombre porque el 80% de las operaciones de fusión²⁷ que se produjeron durante el periodo 1965-1972 lo fueron en dicha forma. La mayoría de las operaciones implicaba a una empresa grande adquiriendo a una empresa pequeña que operaba en un sector distinto al de aquella²⁸; el negocio consistía en adquirir empresas de sectores poco o nada relacionados con el del comprador (ver figura 5). La gran mayoría de las operaciones fue de tipo amistoso y se realizaban fundamentalmente mediante intercambio de acciones. A pesar del gran número de operaciones (véase la figura 6) y de que desaparecieron unas 25.000 empresas²⁹ la competencia no se vio prácticamente mermada a diferencia de lo que había ocurrido en las oleadas precedentes.

Figura 5. Porcentaje de conglomerados desde 1964 a 1972 en los Estados Unidos



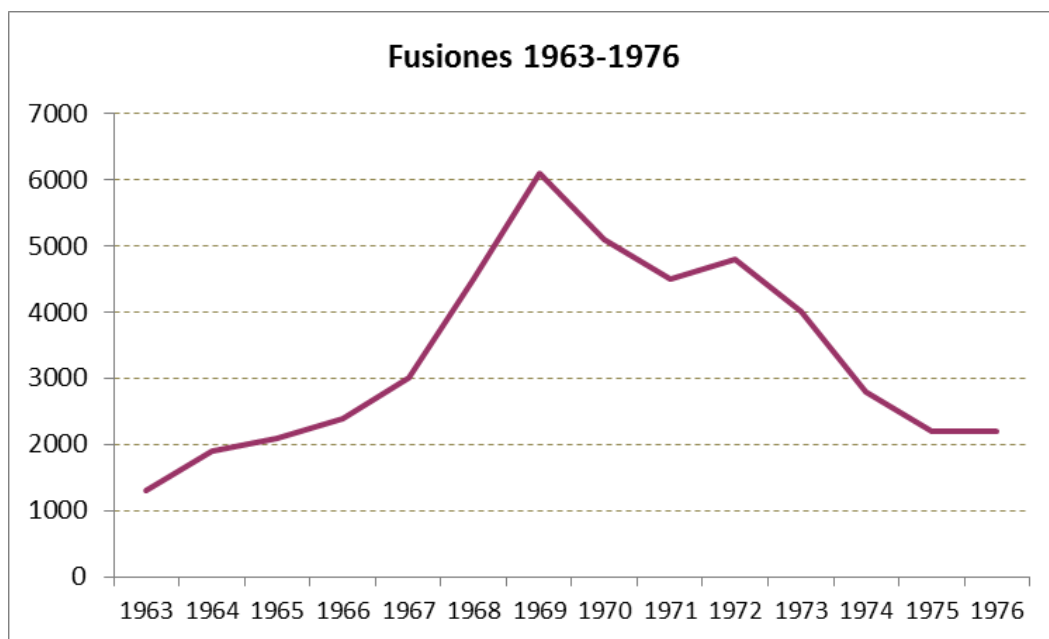
Fuente: Steiner, 1975, tabla 1-4

Motivos

Una de las razones del por qué de esta moda de formar conglomerados descansa en la Celler-Kefauver Act de 1950 cuyo objetivo era mejorar la regulación antimonopolio de la Clayton Act de 1914. Ésta consideraba ilegal la adquisición de acciones de otra compañía cuando la fusión resultante restringía fuertemente la competencia dentro de un sector económico, pero no lidiaba con el problema de que una empresa adquiriese sólo los activos de otra y con ello redujese el grado de competencia.



Figura 6. Número de operaciones de fusiones en los Estados Unidos
entre 1963 y 1976



Fuente: Mergerstat Review 1989

La primera de las leyes mencionadas se encargó de enmendar este fallo, marcando el primer paso hacia la moderna reglamentación de las fusiones, que se centra en el mantenimiento de la capacidad de elección del consumidor en el mercado³⁰. Por tanto, la única salida para aquellos que deseaban ser crecer externamente mediante fusiones o adquisiciones era formar conglomerados. Los conglomerados aportaban, al menos en teoría, otra ventaja: 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. Los directivos de esos años, mejor preparados que los anteriores al poseer sus MBA,³¹ estaban seguros de poder gestionar negocios totalmente dispares y obtener unas economías de escala administrativas y de gestión. Sin embargo, con el tiempo se vio que eso no sólo no era cierto sino que producían una reducción media del 14% en el valor de las nuevas empresas³². Claro que al principio el mercado valoraba positivamente estas operaciones y más aún si el adquirente mantenía en sus puestos a los buenos gestores de las empresas adquiridas³³.

En otro orden de cosas, los conglomerados parecen tener de positivo que al diversificar el negocio de la empresa matriz y al dotar a ésta de un tamaño importante puede reducir sus costes de financiación y de transacción. Es decir, cuando una empresa grande y diversificada acude al mercado de valores sus costes del capital, ajeno y propio, son menores que los de otra empresa similar pero que ni por tamaño ni por diversificación se le pueda comparar; además, los costes que cobran los intermediarios por dicha operación suelen ser menores (debido al tamaño de los recursos solicitados)³⁴. Sin embargo, si la diversificación se hace a costa de aumentar los costes financieros del endeudamiento verá como los beneficios de la reducción del riesgo serán contrarrestados por dicha desventaja³⁵.

Durante esta oleada se observó que el mercado solía premiar las adquisiciones asignando un ratio precio-beneficios (P/E) a la empresa resultante similar al de la compañía adquirente. Los directivos que detectaron esto se lanzaron a comprar empresas cuyos P/E fueran inferiores a los de su propia empresa y si, además, tenían unos beneficios por acción superiores a los suyos el resultado era un aumento del valor de mercado del conglomerado cuando realmente no había ningún motivo para ello³⁶. Al ver que el juego financiero funcionaba, los directivos lo repetían una y otra vez hasta que el mercado fue consciente de que se había autoengañado y realmente no había una creación de valor; claro que esto ocurrió ya en los años setenta cuando la oleada comenzó su decadencia.

El final

En 1968 el Fiscal General anunció que pretendía limitar los conglomerados porque reducían la competencia en el mercado. Simultáneamente el Congreso norteamericano comenzó a estudiar en serio el impacto negativo que causaban aquellos. Además en 1969 la Tax Reform Act eliminaba una serie de prácticas contables que permitía el alza de las cotizaciones basada en unos beneficios por acción irreales³⁷. Todo ello provocó una caída del mercado de valores (a comienzos de 1969 el Dow Jones estaba alrededor de los 975 puntos y a mediados de 1970 estaba en 710 puntos; un 27% de descenso) que acabó frenando las operaciones de fusión y adquisición (tal y como se apreciaba en la figura 6) y el juego del múltiplo precio/beneficio. Cuando llegó la crisis del petróleo de 1973 el número de fusiones era ya claramente decreciente.

Impacto

Aunque surgido antes de esta oleada la preocupación por el análisis de la concentración del mercado lanzó a la fama un índice desarrollado de forma separada por Albert Hirschman y Orris Herfindhal y que se conoce como el Índice Herfindhal Hirschman³⁸. Se obtiene al sumar los cuadrados de las cuotas de mercado de las empresas componentes de un sector industrial; así, por ejemplo, si el mercado está repartido entre cinco empresas a partes iguales el índice alcanza un valor de $20^2 + 20^2 + 20^2 + 20^2 + 20^2 = 2.000$ puntos; el máximo sería $100^2 = 10.000$ puntos. La creencia general de las autoridades antimonopolio se puede resumir de la siguiente forma³⁹:

- a) $HH < 1.000 \rightarrow$ *Mercado no concentrado*. La cuota de mercado de las cuatro principales empresas del sector sería inferior al 40%. No es probable que las fusiones o adquisiciones fuesen bloqueadas.
- b) $1000 < HH < 1.800 \rightarrow$ *Sector moderadamente concentrado* en el que las cuatro primeras empresas controlarían entre el 40-70% del mercado. Las fusiones o adquisiciones que produzcan cambios inferiores a 100 puntos no parece probable que sean bloqueadas.
- c) $HH > 1.800 \rightarrow$ *Mercado concentrado*. Sólo las fusiones o adquisiciones que produzcan variaciones menores de 50 puntos podrían ser autorizadas.

En relación con lo anterior, las autoridades de la competencia de los Estados Unidos, a partir de la década de los setenta, comenzaron a contemplar el mercado a un nivel internacional en lugar de nacional. De tal manera que aunque una fusión pareciese monopolística a nivel regional si tenía una cuota de mercado internacionalmente muy baja se permitía la operación.

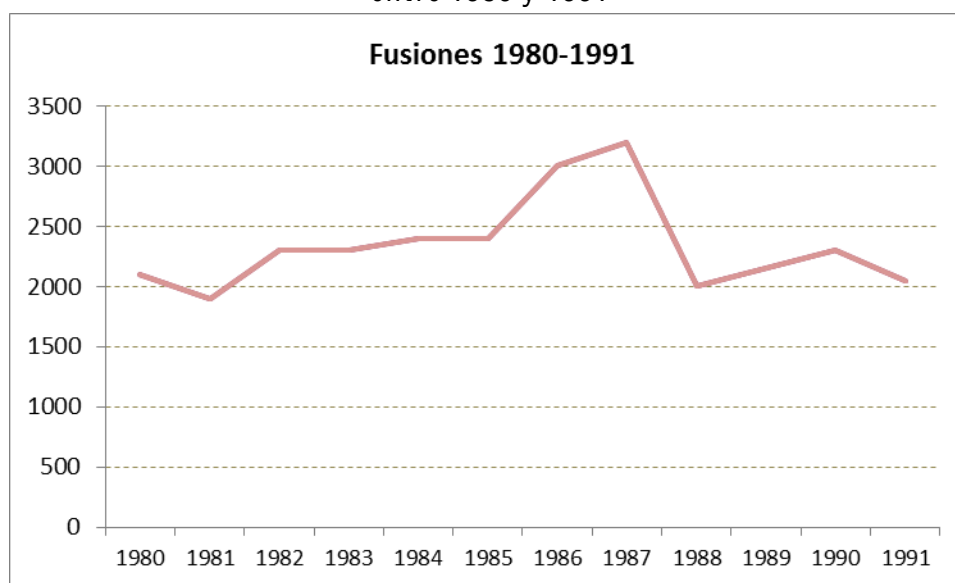


5. CUARTA OLEADA (1982-1989): “LA OLEADA DE LAS MEGAFUSIONES”

Durante la década de los ochenta del siglo pasado se produjo en los Estados Unidos un movimiento comprador de empresas sin precedentes. La fiebre compradora no miraba el tamaño, no había compañía por grande que fuera que no pudiera ser objeto de una adquisición, de ahí el nombre de “oleada de las megafusiones” aunque podrían tener otros dos, relacionados entre sí, como el de “oleada de los tiburones financieros” u “oleada de la avaricia” porque gran parte de la fama de las operaciones de esta oleada se deben a que fueron iniciadas por una serie de inversores-especuladores llamados literalmente en inglés “incursores corporativos” (*corporate raider*) cuyo principal objetivo era enriquecerse rápidamente con este tipo de operaciones.

En la figura 7 se puede observar el número de operaciones de esta época. Es más bajo que el mostrado en la oleada anterior (figura 6) y muy pequeño en relación al de la oleada inmediatamente posterior y, sin embargo, esta oleada va a marcar de una forma indeleble el mundo de las fusiones y adquisiciones dotándole de una serie de instrumentos financieros y legales que van a convertir a las M&A (como se las conoce habitualmente) en un tópico con entidad propia que, incluso, va a proporcionar nuevas herramientas de gestión y de pensamiento a la dirección de las empresas⁴⁰.

Figura 7. Número de operaciones de fusiones en los Estados Unidos entre 1980 y 1991



Fuente: *Thomson Securities Financial Data*

Motivos

Si la oleada precedente había sido la de la formación de grandes conglomerados, ésta va a alimentarse de su destrucción⁴¹, lo que provocará grandes ganancias a sus artífices: los *tiburones financieros*. Éstos observan cómo los conglomerados valen más despiezados que unidos⁴², es decir, poseen una sinergia negativa; luego el negocio consiste en adquirirlos por lo que valen en el mercado de valores, segregarlos, y vender cada una de sus piezas, lo que implica un

beneficio. Ahora bien, su adquisición implica dos problemas de no fácil solución: la más que posible oposición de sus actuales directivos y cómo financiar la compra de tales monstruos.

La adquisición de tales compañías implica el lanzamiento de una oferta pública de adquisición u OPA por parte del potencial comprador. Si esta oferta es rechazada por el equipo directivo de la empresa objetivo de la misma, se dice que la OPA es *hostil*. En este caso, se producirá una batalla entre ambas directivas por hacerse con el control de las acciones que llevará al precio de éstas a unas cotas, a veces increíbles, haciendo ganar mucho dinero a los accionistas de la empresa objetivo pero no tanto a los contendientes (el ganador corre el riesgo de hacerse con el premio a un precio muy superior a su valor intrínseco). Por supuesto, si ambas directivas están de acuerdo, la OPA es *amistosa*. Las OPA hostiles nunca superaron en número a las amistosas (entre un 20-40% eran hostiles) pero fueron las que más concitaron la atención del público, porque por primera vez en la historia las M&A saltaron a la prensa generalista, al cine, a las novelas, etc.

En esta oleada, a diferencia de la anterior, un número importante de objetivos valía más de mil millones de dólares lo que implicaba conseguir una financiación adecuada. Para ello hubo que diseñar nuevas estructuras de financiación como, por ejemplo, las compras apalancadas de empresa o LBO, y los bonos de alto rendimiento (más conocidos, como *bonos basura* o *junk bonds* - ver figura 8) por citar a dos ellos. A su vez, esto impulsó a la banca de inversión como principal artífice de las operaciones de M&A, que no sólo esperaba que le encargasen realizar dichas operaciones sino que, incluso, las originaba. Es importante señalar que estas operaciones financieras se basaban fundamentalmente, desde el punto teórico, en los trabajos de dos académicos Franco Modigliani y Merton Miller⁴³ quienes sostenían que el valor de las empresas descansaba únicamente en sus activos y no en la manera de financiarlos; esto implicaba que el uso de la deuda podía ser más beneficioso para los accionistas de lo que se pensaba lo que facilitó su uso como palanca de compra de las empresas (los LBO) y su estructuración de una manera que fuera digerible para los inversores en la misma (la emisión de financiación intermedia conocida como “deuda de entresuelo” o *mezzanine* cuya mayor parte estaba soportada por los bonos basura, por ejemplo).

Pero estos motivos no fueron los únicos que desataron la fiebre compradora de los años ochenta. Así, por ejemplo, la ineficiencia del gobierno corporativo que, junto a los equivocados incentivos, llevó a una mala gestión de las empresas provocó la aparición de un mercado por el control corporativo que buscaba corregir las malas valoraciones de aquellas expulsando a los malos directivos a través de la compra de las empresas infravaloradas por parte de otros que se consideraban mejores⁴⁴. Esto hizo aumentar el nivel de complejidad de las estrategias de ataque y defensa hasta unos extremos nunca vistos anteriormente lo que, a su vez, llevó a un conflicto entre los legisladores federales y los estatales (éstos últimos buscando proteger a las empresas radicadas en sus territorios, mientras que aquellos buscaban aumentar la libre competencia). Las operaciones, por primera vez en la historia de las oleadas de fusiones, fueron internacionales, de hecho, la caída del dólar provocó que a las empresas europeas, en especial, les resultase interesante adquirir empresas norteamericanas lo que además les permitía diversificar sus riesgos geográficos y situarse en un mercado más dinámico. El impacto de los cambios tecnológicos de la década así como los producidos por el aumento del coste de los factores



pueden haber impulsado este tipo de operaciones como la forma más eficiente de reestructurar un sector industrial⁴⁵.

Entre los sectores industriales que protagonizaron la mayoría de las operaciones podemos destacar al del petróleo y gas al comienzo de la oleada sustituido al final de la misma por el farmacéutico y el de equipamiento médico. La desregulación, otro motivo más de esta oleada, impulsó las operaciones en sectores como el aeronáutico, la banca y el ya citado del petróleo.

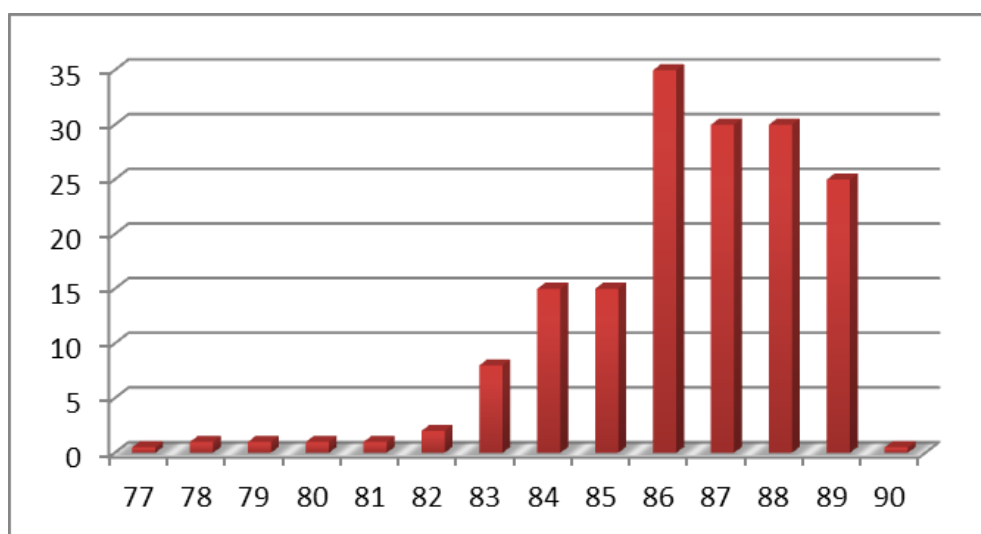
El final

La recesión económica que comenzó en 1990 iba a poner un punto y final a esta oleada. Tal vez y de manera sintomática, la quiebra del banco de inversión Drexel, Burnham, Lambert –el rey de los bonos basura- en febrero de ese año arrastró al mercado de este tipo de bonos a un mínimo (véase la figura 8) que prácticamente lo dejó sin operaciones, lo que a su vez secó la financiación para los cada vez más escasos LBO. Por otra parte, cada vez había menos conglomerados que segregar e, incluso, las empresas europeas de este tipo estaban en proceso de escisión voluntaria deshaciendo sus conglomerados para permitir un mejor acceso al mercado de valores y, por ende, una mejor valoración (eso que los anglosajones denominan “*pure play*”).

Impacto

De todas las oleadas esta es la que más ha impactado tanto en el mundo académico como en el empresarial. Además, y aún cuando su territorio habitual de actuación fueron los Estados Unidos, esta vez Europa occidental también se vio afectada por los LBO y las operaciones hostiles⁴⁶ (incluso nació un mercado de bonos basura europeos aunque mucho más pequeño que el americano). A partir de ella términos como LBO, deuda de entresuelo y bonos basura, OPA hostiles y amistosas, estrategias de ataque y defensa, tiburón financiero (*corporate raider*) banca de inversión, y decenas de ellos más⁴⁷ van a estar a la orden del día entre los legisladores, directivos, financieros, académicos, etc.

Figura 8. Evolución del mercado de bonos de alto rendimiento (“bonos basura”) entre 1977 y 1990.
Datos en miles de millones de dólares



Fuente: Gaughan, Thomson Financial y Mascareñas, 2011, p.231

En lo tocante a estos últimos, una multitud de trabajos sobre si las M&A crean o no valor, sobre si se pagan excesivas primas en la OPA, sobre si las provisiones anti-tiburón aumentan o perjudican el valor de las empresas, etc., van a surgir y a no cesar en las décadas posteriores. La creación del mercado de bonos de alto rendimiento, a pesar de su crisis de 1990, va a resultar fundamental para financiar las operaciones de las décadas siguientes.

6. QUINTA OLEADA (1992-2001): “LA OLEADA DE LAS TMT”

La cuarta oleada terminó al comenzar una recesión económica que duró sólo un par de años. Al término de ésta comenzó⁴⁸, inmediatamente, la quinta oleada que se iba a extender a lo largo de diez años e iba a alcanzar unas cifras inimaginables con relación a las oleadas precedentes sobre todo en lo referente al valor de mercado de las empresas participantes (bien es cierto que los mercados de valores sufrieron un ascenso increíble en esa década; por ejemplo, el índice Dow Jones pasó de estar en unos 3.000 puntos al comienzo a unos 10.000 al final de la misma, lo que implicaba un ascenso del 13% anual medio, algo nunca visto en la historia de la Bolsa de Nueva York). La economía norteamericana tuvo una bonanza como no había tenido en las cinco décadas anteriores y las empresas se lanzaron a aprovecharla de la manera más rápida posible, es decir, mediante un crecimiento externo (fusiones y adquisiciones). Ahora bien, una característica de esta oleada es que se produce no sólo en los Estados Unidos sino también en Europa e incluso en algunos países asiáticos.

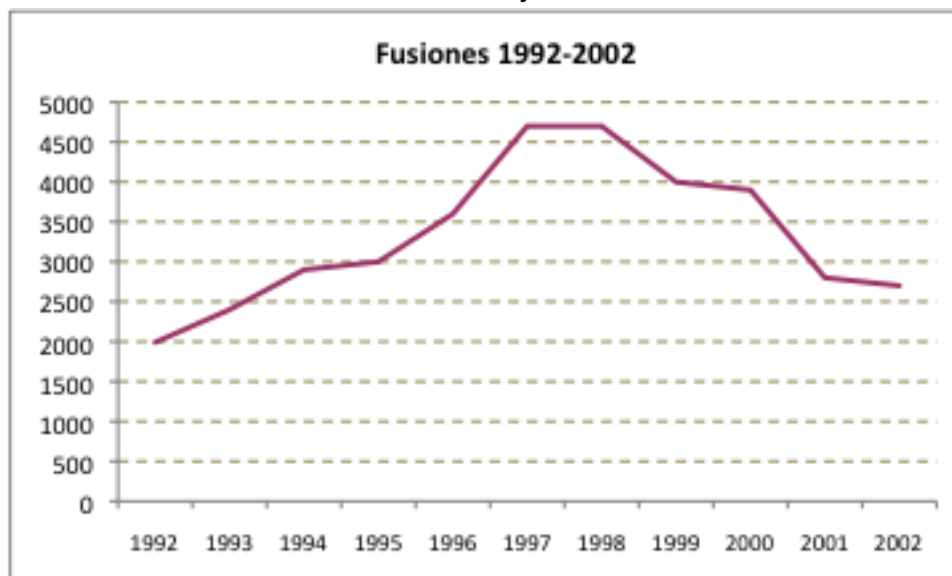
Motivos

La oleada puede dividirse en dos partes, la primera que abarca desde 1992 hasta 1997 busca no repetir los errores de la anterior, es decir, se realizan más fusiones que adquisiciones, se evita el apalancamiento, se piensa más estratégicamente que en el corto plazo lo que, a su vez, implica operaciones amistosas en lugar de hostiles⁴⁹, y se financian las operaciones con acciones en lugar de con endeudamiento⁵⁰. La segunda etapa 1997-2001 está animada por las operaciones que tienen como base Internet. Los precios se disparan y para poder adquirir empresas de TMT (Telecomunicación, Media y Tecnología) se pagan con acciones propias, que también estaban sobrevaloradas, gracias a la burbuja⁵¹ que se produjo en esos sectores (“burbuja de Internet” o “punto com”). Como es lógico, el pinchazo de la burbuja en Febrero de 2000 acarrió el final de la oleada.

Los sectores más afectados fueron el financiero y telecomunicaciones (al final de la oleada representaban el 41,9% de las operaciones). Las causas de ello fueron la desregulación del sector financiero y bancario, por un lado, y el terremoto que la aparición de Internet representó para las telecomunicaciones y sectores afines. Ambos fueron los culpables de llevar no sólo a los índices de bolsa a cotas nunca vistas sino también al precio pagado por las compañías adquiridas. Sin embargo, estos altos precios de adquisición hicieron perder, en los últimos cuatro años de la oleada, unos 240.000 millones de dólares a los compradores⁵² (30 veces más que todas las pérdidas de la cuarta oleada).



Figura 9. Número de operaciones de fusiones en los Estados Unidos entre 1992 y 2002



Fuente: *Mergerstat Review* and *Thomson Securities Financial Data*

Si la cuarta oleada vio nacer al LBO la quinta produjo el LBU (*leverage build up*)⁵³, es decir, la variante opuesta a aquél. Se trata de buscar un sector muy atomizado 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 decenas de empresas financiando la operación mediante endeudamiento, que se garantizaba con los activos de la empresa adquirente (llamada “plataforma” cuando comenzaba su andadura compradora). Sectores del tipo: funerarias, cines, grupos hospitalarios, cadenas de floristerías, etc., se vieron afectados por este innovador uso de las economías de escala.

Las segregaciones de empresas, en especial los *spin-offs* y los *equity carve-outs*, 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 matriz (al incrementarse la cotización de las acciones de dichos negocios). Por supuesto, al término de la oleada cuando la burbuja de Internet estalló, las empresas matrices procedieron a recomprar las acciones de sus filiales que, consiguientemente, dejaron de cotizar en Bolsa.

El final

En Febrero de 2000 se pinchó la burbuja de Internet y el mercado se derrumbó en pocos meses. La fuerte caída de las cotizaciones echó al traste las operaciones de fusión y adquisición y todas las expectativas sobre sinergias futuras desaparecieron. Todos los sectores relacionados directa o indirectamente con la tecnología, Internet y las telecomunicaciones se desplomaron (el índice Dow Jones valía a comienzos del año 11.700 puntos y en sólo tres meses perdió dos mil puntos⁵⁴).

Impacto

La segunda parte de esta oleada se confunde con la burbuja de Internet, de la que se alimentó, lo que puso de moda no sólo nuevos procedimientos de valoración de acciones de las empresas de la denominada “Nueva Economía”⁵⁵ y que sirvieron de base para su financiación y para las operaciones de fusiones y adquisiciones en las que se vieron implicadas; es verdad que estos nuevos métodos no sobrevivieron a la burbuja de Internet, sin embargo su importancia radica en demostrar hasta dónde se puede llegar para estimar el valor de las empresas cuyo negocio se desconoce. Operaciones como los LBU y las segregaciones de empresas (en sus diversas modalidades: *spin-off*, *equity carve-out*, etc.) se desarrollaron en su grado máximo. Por otro lado, se mejoró mucho el gobierno corporativo lo que implicó que los gestores se pensarán muy mucho el realizar operaciones de alto riesgo o de tipo hostil. So pena de ser sustituidos⁵⁶.

7. SEXTA OLEADA (2004-2007): “LA OLEADA DE LA GLOBALIZACIÓN”

Motivos

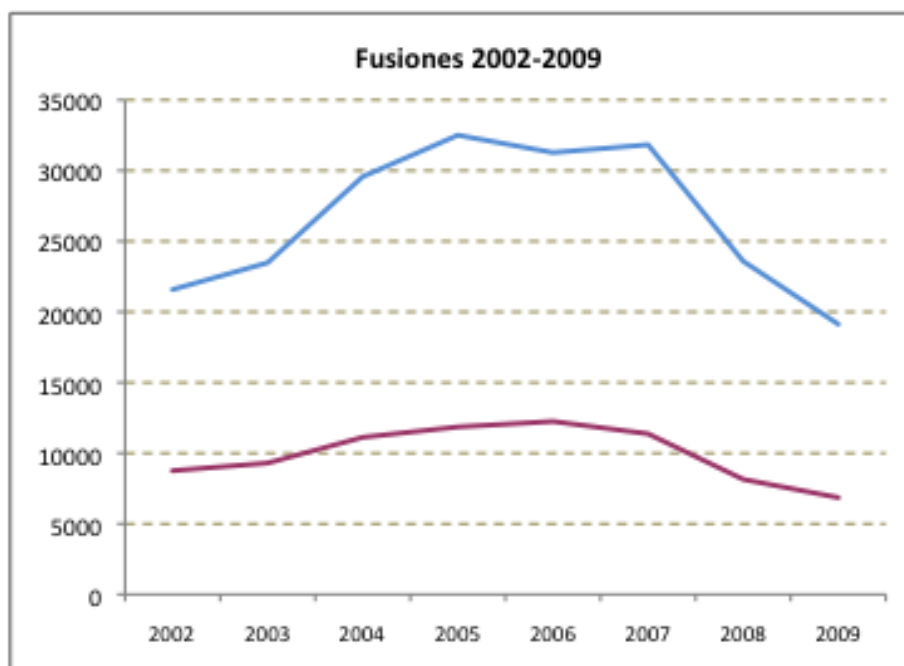
Por si no fuera poco el frenazo económico debido al abrupto final de la burbuja de Internet, el atentado terrorista en Nueva York el 11 de septiembre de 2001 agravó la situación económica norteamericana hasta tal punto que la Reserva Federal bajó los tipos de interés prácticamente a cero con objeto de revitalizar la economía lo que produjo un aumento de los recursos financieros disponibles que financiaron no sólo la creación de una burbuja inmobiliaria sino una nueva oleada de fusiones y adquisiciones. Realmente el exceso de liquidez era de una magnitud desconocida tanto que el conseguir dinero para financiar casi cualquier operación era muy fácil por ello no es de extrañar que una de las características de las operaciones de esta oleada sea el pago en efectivo en las adquisiciones y no tanto el pago en acciones.

Y además estaba la globalización; las empresas buscaban un alcance mundial tanto para sus productos como para la fabricación de los mismos, y las fusiones y adquisiciones eran un instrumento adecuado para lograrlo. Por eso, como se aprecia en la figura 10 el número de operaciones a nivel mundial representó unas tres veces el valor de las operaciones en los Estados Unidos (algo que nunca había sucedido en las cinco oleadas anteriores).

A pesar de que la globalización impulsó determinadas características comunes en todas las zonas económicas como, por ejemplo, la forma preferida de pago, la manera en la que se desarrolló la oleada fue distinta en cada una de ellas⁵⁷. En los Estados Unidos las operaciones, amistosas por lo general, fueron impulsadas por grandes compañías adquirentes que las financiaban acudiendo a financiación externa. Sin embargo, en Europa se recurría a la financiación interna para realizar las fusiones. En Asia, esta oleada se centró en el desarrollo de la competencia básica siendo cada vez más hostiles y cada vez más caras. El aumento de la hostilidad y de las primas pagadas en Asia contrasta con la experiencia de Europa y Estados Unidos, al igual que la creciente popularidad de una estrategia de diversificación en las empresas de estos últimos contrasta con las estrategias empleadas en Europa y Asia.



Figura 10. Número de operaciones de fusiones y adquisiciones en el mundo y en los Estados Unidos entre 2002 y 2009



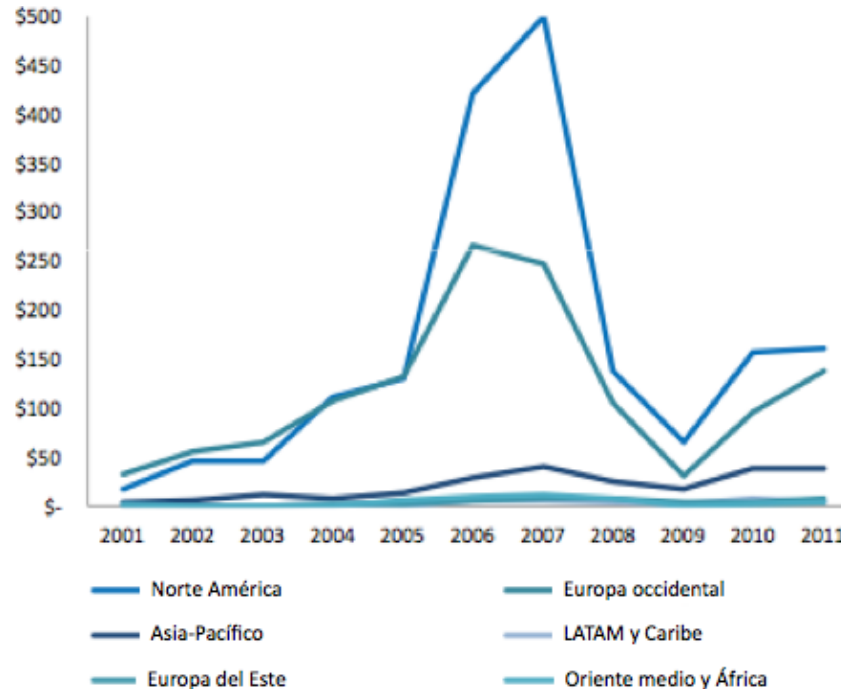
Fuente: *Wilmer Hale 2011 M&A Report*

Esta oleada estuvo protagonizada por los *private equity* (ver figura 11) o fondos de inversión en acciones de empresas no cotizadas en bolsa que, gracias a lo barato del endeudamiento, pasaron a adquirir acciones de empresas cotizadas mediante compras apalancadas -LBO-. En muchos casos estos fondos se beneficiaban de las ofertas públicas de adquisición (OPA) competitivas entre varios potenciales adquirentes de una empresa de tal manera que adquirirían sus acciones elevando su cotización por encima del precio de la OPA (es decir, el precio del riesgo⁵⁸ era negativo) obligando, de esta forma, a que el siguiente postor ofreciera un precio superior lo que les permitía obtener una ganancia (ejemplos en España fueron las OPA sobre Aldeasa en 2005 y Telepizza en 2006). Los LBO volvieron a ponerse de moda alcanzando en muchos casos precios realmente excesivos que, ya en el mismo momento de realizarse la operación, hacían dudar mucho de su viabilidad.

El final

En 2007 se produjo la crisis financiera y en 2008 el colapso financiero (caída de Lehman Brothers, incluida) que redujo a cero, literalmente, la financiación interbancaria lo que, a su vez, dejó prácticamente sin financiación a las operaciones de fusiones y adquisiciones. Además, la crisis económica subsiguiente con 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 para reactivar la economía, la ola de desconfianza existente no hacía fluir los recursos financieros más que para operaciones muy seguras. Muchas de las malas adquisiciones realizadas en la oleada tampoco podían deshacerse al no encontrarse compradores siendo necesario bajar los precios al máximo para poder liquidar los activos.

Figura 11. Volumen de operaciones del *private equity* entre 2001 y 2011. Datos en 10⁹ USD



Fuente: Bloomberg 2012 M&A Outlook p.9

Por otra parte el mercado del control corporativo fue menos competitivo que en la oleada precedente, entre otras cosas porque la habilidad de los directivos de las empresas adquirentes para crear valor con la operación estaba en entredicho. Como resultado las primas de control pagadas durante esta oleada fueron significativamente menores que en la pasada, lo que implicaba decisiones de adquisición más racionales y prometedoras. Sin embargo, los compradores todavía destruyeron al menos tanto valor para sus accionistas como en la quinta oleada de fusiones⁵⁹.

Impacto

El impacto y las lecciones de esta oleada han sido opacados por la profundidad de la crisis económico-financiera que acabó con ella. Tal vez, una de las lecciones sea que por primera vez las oleadas se producen con unos volúmenes mucho mayores fuera de Estados Unidos mostrando la evolución de la economía mundial aunque con las mismas motivaciones que hemos ido analizando en este trabajo.

8. CONCLUSIONES

A la vista de lo anteriormente comentado podemos concluir mostrando las causas que parecen estar presentes en la mayoría de las oleadas de las fusiones y adquisiciones.



- a) *La eliminación de las barreras regulatorias*. Siempre que se han levantado determinadas prohibiciones a determinados aspectos regulatorios de los negocios ello ha provocado su reestructuración mediante fusiones y adquisiciones.
- b) *La innovación*. Tanto en su vertiente tecnológica como en la financiera. Porque si las novedades en la operativa de las transacciones y en la producción de bienes y servicios animaron las fusiones, los nuevos sistemas de financiación también contribuyeron a posibilitar operaciones que de otro modo nunca hubieran existido.
- c) *Un mercado de valores alcista*. Fundamental para financiar las fusiones y adquisiciones. A veces la disponibilidad de liquidez puede ser la causa del alza del mercado de valores y simultáneamente financiar las operaciones de concentración.
- d) *La globalización*. La necesidad de desarrollar un mercado de ámbito mundial lo más rápidamente posible ha alimentado el proceso de fusiones.

Por otro lado, las diversas oleadas han ampliado el conocimiento sobre la gestión empresarial, sobre su impacto en la economía en general, sobre los modelos de financiación empresarial, sobre los métodos adecuados de valoración de empresas, sobre el impacto que los cambios regulatorios han tenido en el comportamiento de los negocios, etc.

BIBLIOGRAFÍA

- ALEXANDRIDIS, G, MAVIS, C.P Y TRAVLOS, N.G (2012): "How Have M&As Changed? Evidence from the Sixth Merger Wave". *European Journal of Finance*, 18, 663-688
- ANDRADE, G. MITCHELL, M. AND STAFFORD, E. (2001): "New Evidence and Perspectives on Mergers," *Journal of Economic Perspectives*, 15, 103-120
- BERGER, P. Y OFEK, E. (1995): "Diversification's Effect on Firm Value". *Journal of Financial Economics* 37 (1), 39-65.
- CHANDLER, A.D. (1977): *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.
- COMMENT, R Y JARRELL, G. (1995): "Corporate Focus and Stock Returns". *Journal of Financial Economics* 37 (1), 67-87
- COOK, P. L. Y COHEN, R. (1958): *Effects of Mergers*. Londres.: George Allen & Unwin Ltd.
- FLIGSTEIN, N. (1990): *The Transformation of Corporate Control*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.
- GÄRTNER, D. Y HALBHEER, D. (2004): Are There Waves in Merger Activity After All?. *Working Papers* 0414. University of Zurich, Socioeconomic Institute, Zürich.
- GAUGHAN, P. (2011): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken (NJ): John Wiley.

- GRAHAM, J.; LEMMON, M. Y WOLF, J. (2003): "Does corporate diversification destroy value?" *Journal of Finance* 57 (2), 695-720.
- HOGAN, S. D. Y HUIE, M.C. (1992): "Bigness, junk and bust-ups: end of the fourth merger wave?" *Antitrust Bulletin* 37(4), 881-956.
- LAMOREAUX, N.R. (1985): *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904*. Nueva York: Cambridge University Press.
- MALKIEL, B. (2007): *Un Paseo Aleatorio por Wall Street*. Madrid: Alianza Editorial. 9ª ed.
- MARTIN, S. (2007): "Mergers: An Overview". *Working Paper* 2007-003, Center for International Business Education and Research, Krannert School of Management, Purdue University, July. (www.krannert.purdue.edu/faculty/smartin/vita/MCsm1007.pdf).
- MASCAREÑAS, J. (1999): *Innovación Financiera*. Madrid: McGraw Hill.
- MASCAREÑAS, J. (2000): "Métodos de Valoración de Empresas de la Nueva Economía". *Bolsa* 88, 6-12.
- MASCAREÑAS, J. (2011): *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Madrid: Ecobook. (5ª ed.).
- MATSUSAKA, J.G. (1993): "Takeovers Motives During the Conglomerate Merger Wave". *RAND Journal of Economics* 24 (3), 357-379.
- MCCARTHY, K.J. (2011): *Understanding success and failure in mergers and acquisitions : questing for the Holy Grail of economics, finance, and strategic management*. Gröningen. Thesis dissertation. University of Groningen, Groningen, the Netherlands. Recuperable en: <http://irs.ub.rug.nl/ppn/333585119>.
- MITCHELL, M. L. Y MULHERIN, J. H. (1996): "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity", *Journal of Financial Economics* 41,193-229.
- MOELLER, S., SCHLINGEMANN, F., Y STULZ, R. (2005): "Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave". *Journal of Finance* 60 (2), 757-783.
- MUELLER, D. C. (1977): "The effects of conglomerate mergers", *Journal of Banking and Finance* 1, 315-347.
- NELSON, R. (1959): *Merger Movements in American Industry: 1895-1956*. Princeton (NJ): Princeton University Press.
- O'BRIEN, A. P. (1988): "Factory size, economies of scale and the Great Merger Wave of 1898-1902" *Journal of Economic History* 48(3), 639-649.
- OWEN, S. (2006): "The history and mystery of merger waves: A UK and US perspective". Working Paper Number 2006-02 *School of Banking and Finance*, The University of New South Wales. http://wwwdocs.fce.unsw.edu.au/banking/workpap/wp_02_2006.pdf



- NAVIN, T.R., Y SEARS, M.V. (1955): "The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902". *The Business History Review* 29 (2), 105-138.
- SCHERER, F.M. (1988): "Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments" *Journal of Economic Perspectives* 2 (1), 69-82.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1991): "Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications" *Strategic Management Journal* 12, 51-59.
- SMITH, B.M. (2001): *Hacia una Abundancia Racional. Historia de la Bolsa de Nueva York*. Madrid: Turner Publicaciones.
- STEINER, P. O. (1975): *Mergers: Motives, Effects, Policies*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- STIGLER, G.J. (1950): "Monopoly and Oligopoly by Merger". *Papers and Proceedings of the American Economic Association*. 40, 23-34.
- SYMEONIDIS, G. (1998): "The evolution of UK cartel policy and its impact on conduct and structure" En Stephen Martin (Ed.): *Competition Policies in Europe*. Amsterdam. North-Holland. s.p.
- THORP, W. L (1931): "The persistence of the merger movement". *American Economic Review* 21(1), 77-89.
- UTTON, M. A (1972): "Some features of the early merger movements in British manufacturing history". *Business History* 14(1), 51-60.

REFERENCIAS

- ¹ Véase (Mascareñas, 2011, p. 15).
- ² El 78,3% de las operaciones eran puramente fusiones horizontales y un 9,7% eran una mezcla entre horizontal y vertical (Fligstein, 1990, p. 72).
- ³ De esta oleada surgieron DuPont, Standard Oil (controlaba el 85% del mercado), General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco (controlaba el 90% del mercado) entre otras.
- ⁴ Véase (Owen, 2006, p.5).
- ⁵ Ver (Gaughan, 2011, p. 39).
- ⁶ 2515 empresas pertenecían a los once principales sectores implicados de un total de 3012. Véase (Nelson, 1959, p. 75 y 84).
- ⁷ Véase (Lamoreaux, 1985, p.2).
- ⁸ Más eficiente pero en modo alguno eficiente tal y como se entiende en Finanzas en la actualidad. Precisamente los mercados de valores de la época eran financieramente ineficientes simplemente

porque no había ninguna transparencia de información, ningún organismo obligaba a su difusión e, incluso, se consideraba de mal gusto solicitar incluso un simple balance o cuenta de resultados. Por ejemplo, véase (Smith, 2001, p. 55).

⁹ Véase (Stigler, 1950).

¹⁰ Véase (Navin y Sears, 1955).

¹¹ Hay mucha literatura destacando el importante papel de los promotores de las fusiones monopolísticas en la primera ola. Véase (Martin, 2007, p. 9-10).

¹² Véase (Nelson, 1959, p. 101).

¹³ Ver (Gaughan, 2011, p. 40).

¹⁴ Véase (Nelson, 1959, p. 88).

¹⁵ Este es un ejemplo de economía de escala externa. Curiosamente fue Alfred Marshall quien, en la misma época que dio lugar a la primera ola de fusiones, distinguió los conceptos de economía de escala interna (la producida dentro de la empresa) y la externa (la que beneficia a todo un sector industrial porque se produce fuera del ámbito empresarial).

¹⁶ Ver (Symeonidis, 1998, p. 2002). Por otro lado, (Cook and Cohen, 1958) y (Utton, 1972) llegan a la misma conclusión para el caso británico.

¹⁷ O'Brien opina que casi las dos terceras partes del aumento en el tamaño de las fábricas se había producido en 1889 mucho antes del comienzo de la ola de fusiones por lo que la ola no se puede explicar por las economías de escala. Véase (O'Brien, 1988, p. 645-646).

¹⁸ Las empresas formadas durante la primera ola de fusiones que posteriormente lograron mantener sus posiciones dominantes habían sido integradas verticalmente. La integración vertical, que garantiza el acceso a factores esenciales y puntos de venta con garantía de distribución, crea la base para la producción a gran escala lo que permite ventajas en eficiencia que los rivales no pudieron igualar. Véase (Chandler, 1977, p. 339 y 364-365).

¹⁹ En 1911 el Tribunal Supremo ordenó la escisión total de la Standard Oil creada por John D. Rockefeller en 34 empresas invocando la Sherman Antitrust Act de 1890. Esta fue el éxito más llamativo del gabinete Taft en su lucha contra los trusts.

²⁰ Datos tomados de la página web: <http://stockcharts.com/freecharts/historical/djia19001920.html>

²¹ Este *crash* del 1907 fue mucho más importante desde el punto de vista macroeconómico que el de 1904 aunque desde el punto de vista bursátil son parecidos. La caída del PNB de los Estados Unidos entre 1907 y 1908 fue de un 11% mientras que la caída entre 1903 y 1904 fue de sólo el 1%. Véase: <http://www.measuringworth.com/usgdp/>

²² Véase (Gaughan, 2011, p. 42).

²³ Véase (Stigler, 1950, p. 32).

²⁴ Véase (Owen, 2006, p. 6).

²⁵ De esta oleada surgieron la General Motors, IBM, John Deere y Union Carbide, entre otras. Ver (Gaughan, 2011, p. 44).



- 26 Véase (Thorp, 1931, p. 85).
- 27 Federal Trade Commission (1977): *Statistical Report on Mergers and Acquisitions*. Washington, DC.
- 28 (Shleifer y Vishny, 1991, p. 51) citando a Rumelt, R.P. (1974): *Strategic, Structure and Economic Performance*. Boston. Harvard Business School Press. La fuerza de esta tendencia queda ilustrada por el hecho de que el número de conglomerados aumentó de 8,3% de las empresas que aparecían en *Fortune 500* en 1959 al 18,7% en 1969.
- 29 (Gaughan, 2011, p. 46).
- 30 Véase (Owen, 2006, p.7).
- 31 Véase (Gaughan, 2011, p. 46).
- 32 Véase (Mascareñas, 2011, p. 56), (Berger y Ofek, 1995), (Comment y Jarrell, 1995) y (Graham, Lemmon, Michael y Wolf, 2003).
- 33 Véase (Matsusaka, 1993).
- 34 Véase (Mascareñas, 2011, p.66).
- 35 Véase (Mueller, 1977, p. 322).
- 36 Véase (Malkiel, 2007, p. 58-62).
- 37 En concreto imponía el tratamiento contable de las obligaciones convertibles como si fuesen acciones a la hora de calcular el beneficio por acción –BPA- en lugar de considerarlos como deuda como se hacía hasta ese momento. Esto hacía descender fuertemente el beneficio por acción y, por tanto, el precio de las acciones (éste se calcula multiplicando el ratio precio/beneficio por el BPA). Sobre la consideración del cálculo del BPA cuando hay obligaciones convertibles puede verse (Mascareñas, 1999, p. 194-195) y sobre el juego del ratio precio/beneficio puede verse (Mascareñas, 2011, p. 62-63).
- 38 El índice fue desarrollado inicialmente por Hirschman pero la fama se la llevó Herfindhal quien lo propuso en 1950, años después que el primero. Véase Hirschman, A (1964): “The Paternity of an Index”. *The American Economic Review* vol 54 nº 5, p. 761.
- 39 Véase (Mascareñas, 2011, p. 45).
- 40 “Esta oleada de fusiones es la que ha generado el mayor volumen de análisis académico” (Owen, 2006, p.8).
- 41 “... lo que es generalmente considerado como el aspecto único de la cuarta oleada de fusiones, es la prevalencia de la lucha por las tomas de control destinadas a la reestructuración de empresas, venta de activos, y a deshacer las conglomerados” (Hogan y Huie, 1992).
- 42 Una discusión interesante sobre la bondad de los conglomerados para la tercera oleada y la maldad de los mismos para la cuarta, puede verse en (Martin, 2007, p.18-20).
- 43 Ambos obtuvieron el premio Nobel. Modigliani en 1995 y Miller en 1990. Su artículo seminal es: MODIGLIANI, Franco y MILLER, Merton (1958): “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review* 48 (Junio), p.261-297.

- 44 Véase (Scherer, 1988).
- 45 Véase (Mitchell y Mulherin, 1996).
- 46 Gran Bretaña, Francia y España tuvieron sonadas operaciones de este tipo.
- 47 Véase (Mascareñas, 2011, cap. 5).
- 48 No todos los expertos están de acuerdo; mediante un análisis de cadenas de Markov, (Gärtner y Halbheer, 2004) concluyen que la cuarta y quinta oleadas son en realidad la misma.
- 49 Sólo un 4% de las adquisiciones en los Estados Unidos fue hostil. Véase (Andrade, Mitchell, Stafford, 2001).
- 50 De hecho 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.
- 51 Sirva de ejemplo que a fines de 1999 Yahoo.com valía 80.000 millones de dólares y un año más tarde sólo 20.000 millones. O Terra, la filial de Telefónica, llegó a valer 135 euros por acción la primera semana de Febrero de 2000 mientras que a final de año rondaba los 7 euros.
- 52 Moeller, Schlingemann y Stulz, 2005.
- 53 Véase (Mascareñas, 2011, p. 243-246).
- 54 Es verdad que luego se recuperó pero fue a causa de otros sectores no relacionados con la burbuja que ahora pudieron disfrutar de la financiación que antes se les negaba por dirigirse en exclusiva a las TMT.
- 55 Como muestra de la incapacidad de los analistas de saber valorar las empresas agrupadas bajo ese nombre. Véase Mascareñas; J. (2000): "Métodos de Valoración de Empresas de la Nueva Economía". *Bolsa*. nº 88. Mayo. Pp.: 6-12.
- 56 Véase (Owen, 2006, 10).
- 57 (McCarthy, 2011, 185).
- 58 Se denomina *precio del riesgo* en este contexto a la diferencia entre el precio públicamente ofertado en la OPA y el precio de mercado de la acción. Cuanto mayor sea la diferencia menor será probabilidad de que la OPA triunfe.
- 59 Véase (Alexandridis, Mavrovitis y Travlos, 2012).

