

NUEVA OLEADA DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

NEW WAVE OF MERGERS AND ACQUISITIONS

Gloria de la Luz Juárez*

Alfredo Sánchez Daza**

Germán Sánchez Daza***

(Recibido: mayo, 2016/Aceptado: octubre, 2016)

Resumen

Se pretende mostrar que el proceso de fusiones y adquisiciones (M&A, por sus siglas en inglés) registrado en los años recientes, contraviene una de las conclusiones de la literatura sobre el tema, en el sentido de que ese tipo de proceso, se dice, históricamente ocurre en momentos de bonanza y auge en el crecimiento. En siete apartados se estudian: las distintas y principales opciones de financiamiento de las empresas; los conceptos básicos de M&A y motivos por los que suceden; las características y el entorno macroeconómico bajo los cuales comúnmente ocurren; un recuento histórico; algunas variables del entorno macroeconómico y el proceso de M&A desde la crisis de 2008; casos específicos más importantes en décadas recientes y, algunas interpretaciones. Se concluye que el entorno macroeconómico, de estancamiento, no ha sido obstáculo para una nueva oleada de M&A.

Palabras clave: inversión extranjera directa (IED), multinacionales, fusiones y adquisiciones, globalización, competencia imperfecta.

Clasificación JEL: F230, E320, E440.

* Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Azcapotzalco, México. <gdlj@correo.azc.uam.mx>, <jasd@correo.azc.uam.mx>.

** Benemérita Universidad Autónoma de Puebla, México. <german_sanchez@correo.buap.mx>.

Abstract

The aim is to show that the mergers and acquisitions (M&A) process undergoing for the last years, has been opposite to the literature which states that such process during bonanza and boom growth periods. Through seven parts, we study the different and main financing options for the firms, basic M&A concepts and why they take place, their characteristics and macroeconomic environment where they mainly happen, an historical review, some macroeconomic environment variables and the M&A process since the 2008 crisis, the most relevant cases in the recent years, and some interpretations. We conclude that the stagnation macroeconomic environment has not been an obstacle for a new M&A wave.

Keywords: foreign direct investment (FDI), multinationals, merges & acquisitions, globalization, imperfect competition.

JEL classification: F230, E320, E440.

1. Introducción

Las investigaciones y literatura sobre el tema argumentan que las M&A son procesos que tienden a concentrarse en determinados momentos de la historia y tienen un carácter cíclico, esos ciclos de M&A tienen más relación con los tipos de interés que con otras variables macroeconómicas, como por ejemplo el PIB. Ocurren en entornos de tipos de interés bajos o en descenso, en momentos de crecimiento bursátil y en periodos de bonanzas económicas. En situaciones contrarias se dice que no ocurren o acontecen muy poco porque es difícil encontrar financiamiento. La situación actual no es de bonanza, sino de estancamiento durante esta década (si se consideran los pronósticos para 2018 por los organismos internacionales) pero con intereses bajos y/o negativos; sin embargo, no se han detenido u obstaculizado megafusiones a nivel mundial.

El propósito de este trabajo consiste en mostrar que el proceso de fusiones y adquisiciones registrado inmediatamente después de la crisis de 2008, especialmente en los años recientes, contraviene una de las conclusiones de la literatura sobre el tema. Para tal efecto la investigación se presenta en siete apartados. Inicialmente, se revisan brevemente las distintas y principales opciones

de financiamiento que generalmente tienen las empresas para crecer; en seguida se retoman los conceptos básicos que definen una M&A y los distintos motivos por los cuales suceden estos procesos; se continúa con una exposición de las características generales y el entorno macroeconómico bajo los cuales comúnmente ocurren los procesos de M&A; luego de ello se realiza un recuento histórico sintético de los mismos; se examina inmediatamente un par de variables del entorno macroeconómico y el proceso de M&A registrado desde la crisis de 2008 hasta los años recientes; se revisa un conjunto de M&A específicos más importantes registrados en las décadas recientes y, finalmente, se exponen algunas interpretaciones alternativas sobre el tema. Las reflexiones finales destacan que pese a la situación de estancamiento de la economía mundial desde la crisis de 2008, el entorno macroeconómico no ha sido obstáculo para que vuelva ocurrir una nueva oleada de M&A, al contrario, las han favorecido, y en ello han jugado un papel importante las condiciones de liquidez acumulada por las empresas durante un largo periodo, los mercados financieros globales, así como las políticas explícitamente puestas en marcha, especialmente por los bancos centrales de los países desarrollados. Se agregan algunas razones asociadas a la competencia y a los procesos de concentración y centralización del capital que de ella se derivan, en determinadas circunstancias.

2. Empresa, crecimiento y financiamiento

En toda empresa privada la prioridad es obtener el máximo de utilidad, y para ello necesita crecer. Por las fuentes de financiamiento, este crecimiento puede apoyarse en distintas opciones, individualmente o a través de combinaciones de ellas. Algunas de las más importantes opciones de financiamiento con las que cuenta y puede hacer uso la empresa son las siguientes:¹

- a) Recursos propios. Los propietarios del capital social de una empresa, en caso de poseer recursos propios adicionales suficientes para incrementar la inversión en la corporación, constituyen una primera fuente idónea de financiamiento, pues no generan deuda con terceros y se mantienen sin cambios la composición del grupo de accionistas.

¹ Marín y Gonzalo (2011).

- b) Emisión de acciones. La ampliación del capital de una empresa también puede lograrse a través de la emisión de nuevos paquetes accionarios en el mercado de capitales. La ventaja de esta vía consiste, como en el caso anterior, en que tampoco se genera deuda y amplía el conjunto de poseedores del patrimonio de la empresa, compartiendo con ello tanto beneficios como los riesgos a que haya lugar. Consecuentemente, la dinámica y desarrollo de los mercados de capital son esenciales, a su vez, para la adquisición de paquetes accionarios de las empresas, y en su caso, para las operaciones de M&A.
- c) Crédito, apalancamientos. Éste es otro mecanismo de financiamiento muy común del cual echa mano la empresa, pero al ser generador de deuda y riesgo, el espectro de empresas que hace uso del mismo es más acotado, pues no toda corporación tiene la capacidad de pago, por lo que aquella o aquellas empresas que carezcan de esta capacidad e hicieran uso de este recurso (y el sistema financiero se los permite), entrarían en una situación de riesgo moral y de selección adversa. Ambiente propicio para el uso de esta fuente de financiamiento es naturalmente una situación de bajas tasas de interés.
- d) Emisión de títulos de deuda. Esta fuente de financiamiento también constituye una muy buena opción para la empresa. La emisión de estos títulos se realiza en los mercados de renta fija, son valores con un precio y un rendimiento (cupón) definido al vencimiento, a mediano y largo plazo, característica que ya es una ventaja para la empresa pues los recursos obtenidos por este medio le brindan la oportunidad de realizar inversiones de largo aliento. No obstante es una deuda que se tiene que cubrir en el plazo, montos de capital y rendimiento preestablecidos (todo inversionista que se atiene al calendario correspondiente, la volatilidad del mercado le es irrelevante). A diferencia de la emisión de acciones, los títulos de deuda no proporcionan derechos patrimoniales sobre la empresa, los poseedores de esos títulos son acreedores, como en el caso de los bancos otorgantes de créditos. Es prácticamente obvio que toda empresa que usa este mecanismo de financiamiento necesita poseer una sólida y clara imagen de su situación actual y futura para que sus emisiones puedan acceder al mercado y ser aceptadas por los inversionistas. Si bien las corporaciones privadas participan en los mercados de renta fija, la mayor participación generalmente corresponde a la deuda pública, a diferencia de los mercados accionarios.

- e) Crédito con proveedores. Es otra fuente de financiamiento de las empresas, que ocurre bajo determinadas circunstancias, especialmente cuando existen dificultades en los mercados de crédito. Stiglitz y Weiss² destacaron que sucede cuando se agravan los problemas de asimetría de la información en los mercados de crédito, entonces es cuando las empresas buscan financiamiento allí donde menos se encuentre este tipo de problema, y uno de ellos es el crédito con los proveedores.
- f) Las fusiones y adquisiciones. Son procesos precisamente importantes para crecer. Son acuerdos y operaciones entre empresas que por periodos en la historia (desde que hay constancia de su presencia desde finales del siglo XIX, lo que se abordará más adelante) han cobrado relevancia económica en los mercados, tanto locales como a nivel internacional.

3. Conceptos básicos y motivos por los que ocurren las M&A³

Una fusión se considera un acuerdo entre dos o más empresas, legalmente independientes, por medio de los cuales establece el compromiso de juntar sus patrimonios, para que sólo una de ellas sobreviva o para formar una nueva sociedad.

La adquisición se define cuando una empresa absorbe a otra, denominándose esta operación como absorción, término que con mucha frecuencia es utilizado para referirse a una situación hostil, que se realiza a través de una oferta pública de adquisición (OPA).

Son distintos los motivos por los cuales suceden procesos de M&A. A continuación se describen los más recurrentes.

El crecimiento es un principio básico microeconómico por el cual surge y se guía toda empresa privada, así como una operación de M&A, es la búsqueda de la máxima creación de valor posible, la maximización de utilidades. Bajo la misma lógica, la empresa emprende un proceso de M&A con la finalidad de crecer, en un sentido horizontal y/o vertical, es decir, ampliando su cuota de mercado ante su competencia o adquiriendo empresas que le son proveedoras a su proceso de producción, distribución y comercialización.

² Stiglitz y Weiss (1981).

³ En este apartado y los siguientes que describen las generalidades de las M&A nos apoyamos en García y López (2012), Gaughan (2006), Mascareñas (2015) y Brown y Domínguez (2012).

Sinergias. La búsqueda de beneficios a través de sinergias es muy frecuente entre las empresas que realizan operaciones de M&A. Este concepto hace referencia a una fusión en donde un grupo de empresarios encuentra que su actividad combinada puede ser más rentable que realizarla de forma individual. Sólo si se cumple que el valor neto de la adquisición es favorable, es decir, formalmente que su valor logre ser positivo en la operación, esto es:

Donde:

$$VNA = VAB - (VA + VB) - P - G$$

$$VNA = [VAB - (VA + VB)] - (P + G) = \text{sinergia} - (P + G)$$

VNA: valor neto de la adquisición

VAB: valor combinado de las dos empresas

VA: valor de A por su propio valor

VB: valor de B por si sola

P: prima a pagar, aumento del valor de las acciones al momento de que se hace la propuesta de adquisición de la empresa, en su caso

G: gastos del proceso a adquisición

Razones fiscales. Generalmente la magnitud de las empresas que pagan impuestos constituyen un obstáculo para la maximización de utilidades, por lo que buscan vías que puedan reducirlo; agotadas las posibilidades de alguna negociación con las autoridades fiscales o con los órganos institucionales que aprueban las cargas fiscales correspondientes, las razones fiscales las inducen a buscar alguna opción más que pueda ser efectiva. Una de ellas es realizar operaciones de M&A, para así lograr un domicilio fiscal donde se paguen menos impuestos, lo que puede llegar a ser posible dentro de un mismo país o en el extranjero, como por ejemplo Irlanda y que tendrán que justificar fehacientemente para alcanzarlo.

Diversificación de riesgos. Toda empresa por su naturaleza está, generalmente, sujeta a riesgos. Una fusión o adquisición de una u otras empresas, del mismo sector o de uno distinto puede contribuir a atenuar y/o diversifica riesgos.

Exceso de confianza. Ésta es otra motivación que menciona la literatura especializada que ha llevado a las empresas a aventurarse en procesos de M&A. La sensación de que la empresa, ante sus competidores, ha alcanzado un grado de solidez tal que posibilita su expansión en el mercado. Desde

el punto de vista de la ciencia de la economía, de sobra está decir que este motivo no es el más acertado para tomar una decisión de inversión de la magnitud y naturaleza que nos atiende.

Modas, oleadas por lo que otros hacen. Este incentivo es un tanto similar al anterior. Realizar una inversión, en este caso de fusión o adquisición, guiada esencialmente por el movimiento del mercado, es un comportamiento característico de los participantes en los mercados financieros que se dejan atraer por la fantasía de los momentos de bonanza, o se ven deslumbrados por los resultados de las operaciones exitosas de otros, y que por estas inercias deciden realizar inversiones en la misma dirección, sin valorar correctamente las condiciones ni las implicaciones de riesgo que conllevan.⁴

Problemas de agencia. El descenso en el valor de las acciones de una empresa puede obedecer a distintos motivos, bien pueden ser por razones derivadas de la situación interna a la misma empresa, o bien, por acontecimientos en su sector, en el mercado de valores y/o por otros motivos externos, económicos incluso políticos. Un motivo interno puede ser la confrontación por desacuerdos entre directivos y accionistas de la misma empresa, este hecho, incluso una ruptura y, consecuentemente, la salida de cualesquiera de éstos, y a veces sin conocerse las razones de fondo de tal incidente, puede hacer bajar el valor de las acciones de la empresa y dar oportunidad para que otras consideren y finalmente decidan su adquisición.

Monopolios. Toda empresa siempre tiene como objetivo crecer, ganar posiciones competitivas, así como mayores cuotas de mercado. Este propósito por la vía de M&A aparece ya como una característica desde finales del siglo XIX, que por las magnitudes logradas en los grados de concentración de la producción y el mercado estas operaciones hicieron posible que determinadas corporaciones se convirtieran en megaempresas monopólicas.

Shocks en la industria. Distintos cambios alrededor de una industria también pueden ser motivos de impulso a procesos de M&A, como han sido las políticas de desregulación en un país, el crecimiento en ciertos sectores, la reducción de concentración industrial en pro de la dispersión y la creación y divulgación de nuevas tecnologías, entre otros. Es importante destacar que, generalmente, las empresas en los sectores tecnológicos son las más activas en los procesos de M&A.

⁴ Distintos economistas en la historia han examinado y puesto de manifiesto este tipo de comportamiento irracional, como Keynes (1981) y Kindleberger (1991).

4. Características generales y entorno macroeconómico de los procesos de M&A

La literatura especializada tiene detectadas determinadas características generales y el entorno macroeconómico en el que con frecuencia, históricamente, se presentan los procesos de M&A.⁵ Entre las más relevantes que se citan están las que a continuación se describen.

Una de ellas es el afán de control de otras empresas, ganar cuotas mayores de mercado y eliminar competencia, para lo cual se utiliza un mecanismo efectivo como es un proceso de M&A. Lo que es característico en la vida de las empresas, desde su existencia.

Asimismo, tienen un carácter cíclico. Esos ciclos de M&A tienen más relación con los tipos de interés que con otras variables macroeconómicas (PIB, por ejemplo).

Otra característica general es la liberalización de las economías que acompañan los procesos de M&A, que en décadas recientes se ha constituido en un entorno esencial favorable a este tipo de transacciones.

Las M&A que fracasan son bastante habituales, con errores muy similares y ocurren en cualquier periodo.

Se registran en algunos periodos altos niveles de operaciones apalancadas (caso de la década de los ochenta).

Ocurren en entornos de tipo de interés bajo o en descenso, con crecimiento bursátil y de bonanza económica. Se dice que en situaciones contrarias no suceden o muy poco porque es difícil encontrar financiamiento.

Habiendo descrito estas características generales y el entorno macroeconómico en el que con frecuencia se presentan los procesos de M&A, de momento, lo que podemos adelantar es que la situación actual de la economía mundial, después de la crisis de 2008, no es de bonanza, sino de estancamiento por una década (si se consideran los pronósticos que hasta 2018 han realizado distintos organismos internacionales).

Además, como se argumentará estadísticamente más adelante, una de las coincidencias con las afirmaciones generales de la literatura sobre M&A es la presencia de intereses bajos y hasta negativos en el periodo poscrisis de 2008.

⁵ García y López (2012) y Mascareñas y González (2013).

5. Breve recuento histórico de oleadas de M&A

García y López⁶ presentan la siguiente periodización de M&A.

- a) 1895-1904. Las M&A ocurren principalmente en Estados Unidos en un contexto de auge económico. Las empresas buscan crecer con mayores cuotas de mercado, comprando otras entidades del mismo sector. Las operaciones son de tipo horizontal en su mayoría. Las empresas se consolidan así en los sectores obteniendo un alto poder de mercado. Es un periodo de auge de los monopolios y de las grandes corporaciones. Se consideran como motivos de esta oleada al mercado de valores en crecimiento y desarrollo, los equívocos en la aplicación de la legislación dirigida para frenar las concentraciones de capital *Sherman Antitrust Act*, 1890, así como la innovación tecnológica y la búsqueda de economías de escala.
- b) 1925-1929. Suceden en Estados Unidos y en Europa las medidas anti-monopolio (*antitrusts*) llevan a las empresas a realizar operaciones de tipo vertical para lograr su expansión. Las empresas compraron a sus clientes y proveedores, como una estrategia para asegurar el abasto de materias primas, predominaron los oligopolios y con ellos surgen los primeros conglomerados. El contexto propicio estuvo constituido por los avances tecnológicos (desarrollo del transporte ferroviario y de motor), la actividad de los bancos de inversión y del mercado de valores.
- c) 1965-1970. Ocurre el auge en la formación de conglomerados, de nuevo por medidas antimonopolio y contra las operaciones horizontales y verticales. El contexto macroeconómico es de crecimiento y de altos precios de las acciones. Ocurrió inéditamente que algunas empresas compradoras eran más pequeñas que sus adquisiciones. Predominó la emisión de acciones sobre la de deuda.
- d) 1981-1992. Políticas de libre mercado y de desregulación en Estados Unidos favorecieron el crecimiento del país y de sus empresas. En Europa la oleada de M&A estuvo impulsada por las perspectivas de la integración y de creación del euro, que facilitaría el financiamiento

⁶ García y López (2012: 1-13)

y la integración de grupos europeos internacionales, asimismo se superaría la fragmentación empresarial y el predominio de empresas pequeñas. La innovación financiera crea los denominados bonos basura (*junk bond*), el *leverage buy-out* (LBO), instrumento para hacer compras con deuda, así también crecen en este periodo los inversionistas institucionales. Predominaron las OPA hostiles financiadas con grandes volúmenes de emisiones de deuda. Las tasas de interés registraron una tendencia descendente lo que contribuyó a la reducción en los costos de las operaciones financiadas con deuda. Aumentó el uso del apalancamiento para el financiamiento de inversiones. Con la apertura y desregulación de los mercados financieros, y la mayor bursatilización del financiamiento internacional, las operaciones asociadas a los mismos tienden a adquirir una dimensión cada vez más global.

e) 1992-2000.⁷ Pareciera este periodo la continuación del anterior, pero es distinto en cuanto a las circunstancias macroeconómicas en que ocurren las M&A. En 1990 comienza una recesión económica que al terminar da paso a una nueva oleada de M&A; al inicio de la década en Estados Unidos descienden las tasas de interés que favorecen esa oleada, se profundiza la desregulación del sistema financiero y bancario. En esta oleada predominan los compradores estratégicos, entes que se especializan en operaciones horizontales. Ocurre un ascenso sin precedentes de los mercados de valores y de la economía norteamericana. La oleada registra una dimensión ampliamente internacional. Acontece la burbuja de las empresas “punto.com” (la “nueva economía”), que en febrero de 2000 estallaría y con ella encuentra el final la oleada de este periodo.

6. Entorno macroeconómico y M&A en el siglo xxi

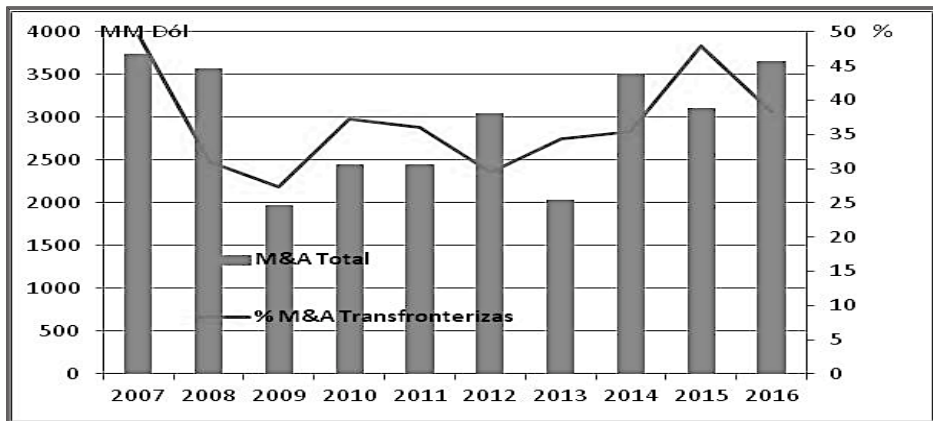
Hemos mencionado que la literatura sobre M&A indica que estas ocurren en periodos de bonanza económica, y no en situaciones contrarias, pues

⁷ Conviene mencionar que la periodización de las oleadas de M&A difiere entre distintos autores, éste es el caso de Mascareñas y González (2013).

existen dificultades para encontrar financiamiento.⁸ Lo que nosotros hayamos es precisamente que pese al estancamiento que registra la economía mundial desde la crisis de 2008, y que efectivamente de forma simultánea se redujeron esas operaciones en los primeros años de dificultades, han repuntado en el transcurso de los años recientes al grado de que han constituido la fuente más importante del crecimiento de la IED mundial.⁹

Al respecto, con base en la información de Thompson Reuters, se puede observar cómo las operaciones transfronterizas de M&A representaron el 38.3% del total global; asimismo, en la gráfica 1 se observa la tendencia del total de las M&A anunciadas, misma a la que nos hemos referido.

Gráfica 1
M&A mundiales anunciadas y participación de la M&A transfronterizas, 2007-2016



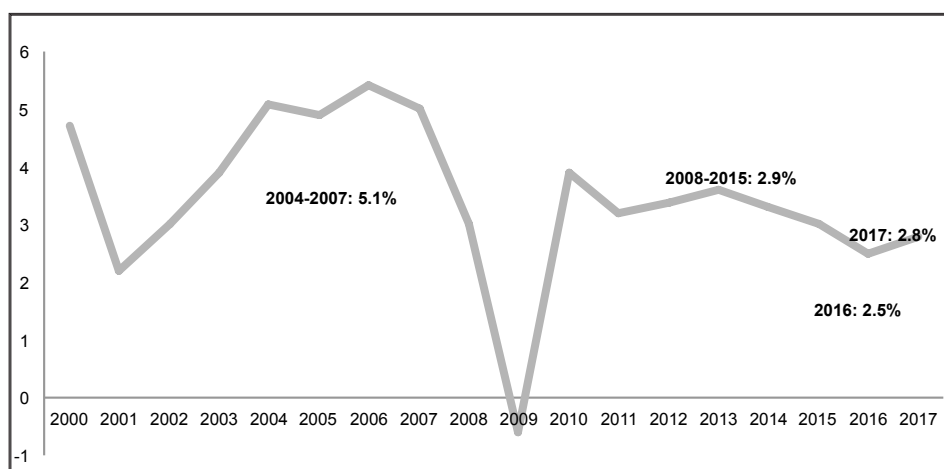
Fuente: Thomson Reuters (2017), *Mergers & Acquisitions Review*. Legal Advisors. Full Year 2016.

⁸ García y López (2012).

⁹ UNCTAD (2016a: v).

Sin embargo, la economía mundial desde la crisis de 2008 registra tasas de crecimiento alrededor de la mitad de lo que fueron en los años previos a la misma gráfica 2. De acuerdo con información del FMI,¹⁰ de 2008 al 2015 la variación anual de la economía mundial fue del 2.9%, y los pronósticos para 2016 y 2017 son de 2.5% y 2.8%, en cambio en el lapso 2004-2007 el crecimiento promedio fue de 5.1%.¹¹

Gráfica 2
Crecimiento mundial y perspectivas
(variación porcentual anual) 2000-2017



Fuente: FMI, World Economic Outlook, Data base.

Con respecto a las tasas de interés, que la literatura sobre M&A afirma que niveles bajos o en descenso han acompañado a las etapas de auge de estos procesos, encontramos que, efectivamente, en el lapso que va desde la crisis de 2008 a la fecha actual éstas han sido bastante bajas, e incluso hasta negativas. En el cuadro 1 se pueden observar los cambios de las tasas reales de interés de las economías más desarrolladas que desde la crisis promediaron un 0.8%, en particular la británica de referencia fue negativa (-0.6), sus niveles fueron inferiores en más del doble de lo que registraron en la

¹⁰ FMI (2016).

¹¹ Los pronósticos de Banco Mundial (2016: 4), para los años 2016 al 2018 son 2.4%, 2.8% y 3%, respectivamente.

década previa a la crisis. También resultan significativas las proyecciones de las mismas para los próximos años, pues la expectativa es que se mantengan en una tendencia similar o aún más bajas.

Cuadro 1
Tasas mundiales de interés real
(variación porcentual anual)

	<u>Promedios</u>		2014	2015	<u>Proyecciones</u>		<u>Promedios</u>	
	1998-07	2008-17			2016	2017	2014-17	2018-21
LIBOR real a seis meses*	1.8	-0.6	-1.5	-0.6	-0.4	-0.8	-0.8	0.8
Tasas de interés real mundial a largo plazo**	2.4	0.8	0.5	1.3	0.3	-0.5	0.4	0.2

Fuente: FMI (2016a), World Economic Outlook, October, Washington.

* Tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para los depósitos en dólares de EU menos la variación porcentual del deflactor del PIB de Estados Unidos.

**Promedio ponderado por el PIB de las tasas de los bonos públicos a 10 años (o al vencimiento más próximo a 10 años) para Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.

Naturalmente, bajo estas condiciones el financiamiento bancario es atractivo para las empresas. Además, el programa de compra de deuda soberana del Banco Central Europeo (BCE), desde 2016, lo amplió a la adquisición también de títulos de corporativos europeos, incluso de empresas de fuera de la unión. Efectivamente, este conjunto de condiciones de financiamiento constituyen un apoyo esencial a la nueva oleada de M&A en el periodo actual de crecimiento lento de la economía mundial.

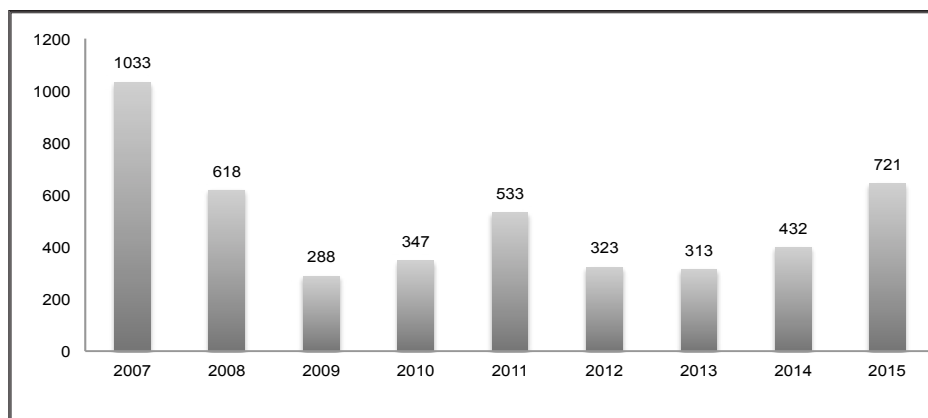
La oleada de M&A reciente está precedida de otra, 2004-2007,¹² aunque breve en el tiempo, fue estimulada por el significativo descenso de tasas de interés por parte de la Reserva Federal (cero prácticamente) con la finalidad de reanimar la economía, por la profundización de la globalización de la economía, las finanzas y las empresas. Las compras apalancadas (LBO) tuvieron una nueva edición en este lapso. Con la crisis que inicia en 2007 termina esta oleada de M&A. Nuevamente fue acompañada por la bonanza

¹² Mascareñas y González (2013) la ubican en el periodo 2004-2007 como la “oleada de la globalización”.

económica, la evolución positiva de las bolsas y por bajos intereses, lo que permitió una elevada liquidez de las empresas.¹³

Después de la crisis, las M&A registran un descenso que se interrumpe con un repunte temporal en 2011 gráfica 3. Así, a partir de 2013 inicia una nueva oleada, pese a la situación de bajo crecimiento y estancamiento de la economía mundial. No obstante, esta nueva oleada aunque en ascenso, sus niveles están aún por debajo de los registrados en 2007. En este tipo de operaciones el negocio farmacéutico ha estado muy activo, pero el sector de servicios financieros es el que ha mostrado el papel más destacado desde 2008.¹⁴ En este sentido se observa que de la IED global las M&A han significado más del 20%. El aumento de las M&A, en opinión de UNCTAD, se debe además a la disponibilidad de deuda barata combinada con las considerables reservas líquidas de las multinacionales.¹⁵

Gráfica 3
Funciones y adquisiciones globales 2007-2015
(miles de millones de dólares)



Fuente: elaboración propia con base en UNCTAD (2016) , Global Investment Trends Monitor, No. 22, January 20. La fuente consultada indica que se apoya en la base de datos de M&As, y en información de The Financial Times Ltd, fDi Markets. (www.fDimarkets.com) para nuevos proyectos (greenfield projects). Datos actualizados para 2014 y 2015 según UNCTAD (2016a), World Investment Report 2016.

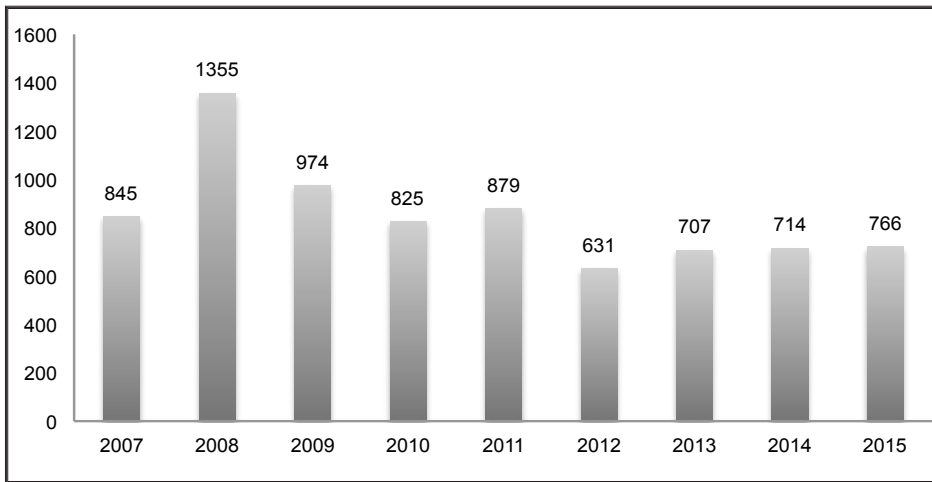
¹³ Zozaya (2007).

¹⁴ Específicamente en el sector bancario habrá muy posiblemente una intensificación de las M&A en Europa debido a la misma consideración del FMI de que se necesitan más operaciones de ese tipo en el sector a causa de su debilidad.

¹⁵ Este tema de las reservas líquidas empleadas por las empresas para M&A será retomado más adelante a través de una interpretación alternativa asociada a procesos de centralización y concentración del capital.

Comportamiento un tanto distinto es el que muestran los proyectos nuevos anunciados de IED (*greenfield projects*), pues en el trienio 2012-2015 su dinamismo se mantuvo prácticamente estancado, lo que no es demasiado sorprendente si se considera el complejo e incierto contexto de la economía global (gráfica 4).

Gráfica 4
Proyectos de IED nuevos anunciados 2007-2015
(miles de millones de dólares)



Fuente: elaboración propia con base en UNCTAD (2016), Global Investment Trends Monitor, No. 22, January 20. La fuente consultada indica que se apoya en la base de datos de M&A, y en información de The Financial Times Ltd, fDi Markets. (www.fDimarkets.com) para nuevos proyectos (*greenfield projects*).

Particularmente lo ocurrido en 2015 es significativo, pues, de acuerdo con UNCTAD,¹⁶ en ese año fue notable la recuperación de la IED a nivel mundial, ya que creció en un 38% hasta alcanzar 1 76 billones de dólares, su nivel más alto desde la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009. Destacó un gran incremento en las fusiones y adquisiciones transfronterizas, que pasaron de 432 mil millones de dólares en 2014 a 721 mil millones, que significó el principal motor de la recuperación mundial. El valor de las inversiones en nuevas instalaciones anunciadas (*greenfield projects*) se mantuvo en un nivel alto, 766 mil millones de dólares.

¹⁶ UNCTAD (2016a: v).

Confirmando que el grueso de operaciones de M&A se realiza entre las economías más desarrolladas, se tiene que en 2016, según las naciones o regiones objetivos, de los acuerdos completados de M&A, el 88% correspondió a Norte América (Estados Unidos y Canadá), Europa, China y Australia.¹⁷ En este mismo lapso, los quince acuerdos mundiales anunciados más significativos, por su valor, se localizan en los siguientes sectores industriales: media y entretenimiento (*motion pictures*, audio visual), materiales (químicos), tabaco, energía (petróleo y gas), telecomunicaciones, material inalámbrico, alta tecnología (semiconductores, comercio y E-comercio), salud (equipos y suministros) e industriales (maquinaria).

Después de la crisis, las empresas trasnacionales han adoptado estrategias de reestructuración de acuerdo a las circunstancias de los mercados y de la economía mundial en estancamiento. Entre ellas están la de reducir costos, con reducciones importantes de personal, cierre de establecimientos, así como las vías de reestructuración corporativa, reposicionamiento en los mercados y búsqueda de mejores condiciones fiscales en otras partes del mundo.

En resumen, la actual oleada de M&A ocurre en un contexto de estancamiento y de tasas de interés en niveles extremadamente bajos, y la perspectiva es que en los próximos años no cambiará. Este contexto también incluye la relativa bonanza de los mercados de valores que no tardaron en recuperarse de la crisis de 2008, a diferencia de otros mercados financieros,¹⁸ aunque con altibajos durante el periodo que ha estado cargado de distintos acontecimientos y noticias en el mundo.

7. Fusiones y megafusiones. Casos específicos

Un mecanismo usual de reestructuración de las empresas multinacionales es la celebración de acuerdos de fusiones y adquisiciones (M&A) a nivel mundial. Como ilustración véase el cuadro 2 que informa de las mayores operaciones de este tipo en lo que va del siglo *xxi*, mismas que ocurren principalmente en las economías desarrolladas y en los sectores de telecomunicaciones, energía y salud (farmacéutico), predominando las de tipo horizontal.

¹⁷ Thomson Reuters (2017).

¹⁸ Reinhart-Carmen y Rogoff Kenneth S. (2009), *This time is different. Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.

Cuadro 2
Las mayores fusiones y adquisiciones de la historia

Fecha	Empresa adquirida	País	Comprador	País	Valor (miles de millones de dólares)	sector
14/11/1999	Manassman	Alemania	Vodafone Air Touch	Reino Unido	208.8	telecomunicaciones
23/11/2015	Allergan	EU	Pfizer	EU	195.5	salud
10/01/2000	Time Warner	EU	America Online	EU	181.6	media
02/09/2013	Veriscon Wireless Inc.	EU	Verizon Communications	EU	130.3	telecomunicaciones
07/10/2015	SABMiller	Reino Unido	Anheuser-Busch Inbev	Bélgica	120.8	cerveza
18/03/2008	Phillip Morris Intl.	Suiza	Shareholders	Suiza	113.0	tabaco
25/04/2007	ABN-AMOR Holding NV	Holanda	RFS Holding BV	Holanda	98.2	finanzas
28/10/2004	Shell Transport % Trading	Reino Unido	Royal Dutch Petroleum	Holanda	95.4	energía
05/03/2006	BellSouth Corp.	EU	AT&T	EU	89.4	telecomunicaciones
04/11/1999	Warner-Lambert	EU	Pfizer	EU	88.8	salud
01/12/1998	Mobil Corp.	EU	Exxon Corp.	EU	85.1	energía
08/04/2015	BG Group PLC	Reino Unido	Royal Dutch Sell	Holanda	81.0	energía
17/01/2000	SmithKline Beecham PLC	Reino Unido	Glaxo Wellcome	Reino Unido	78.8	salud
08/04/2015	Tomw Warner Cable	EU	Charter Communications	EU	78.4	media
25/02/2006	Suez SA	Francia	Gaz de France	Francia	75.2	energía
06/04/1998	Citicorp	EU	Travelers Group	EU	72.6	finanzas
08/07/2001	AT&T Broadband & Internet Serv.	EU	Comcast Corp.	EU	72.0	media
28/07/1998	GTE Corp.	EU	Bell Atlantic Corp.	EU	71.3	telecomunicaciones
11/05/1998	Ameritech Corp.	EU	SBC Communications	EU	70.4	telecomunicaciones
24/06/1998	Tele-Communications	EU	AT&T	EU	69.9	media

Fuente: Thompson Reuters.

El incremento registrado en las M&A está influido por la evolución positiva de las bolsas, que eleva el valor de las empresas, y la caída de los tipos de interés, que facilita mayores niveles de endeudamiento para adquirir otras compañías; esta última es una de las formas más recurrentes para ganar tamaño y eliminar competidores. Pero sobre todo las empresas realizan este tipo de acciones ante el escenario de estos años de riesgo que implica el *secular stagnation*, es decir, la posibilidad de que la economía mundial ya camine por una etapa larga de crecimiento económico menor a la media histórica (tal vez la “nueva normalidad de la economía mundial”, como lo ha expresado resignadamente el mismo FMI).

Para finalizar, es pertinente hacer algunas referencias particulares¹⁹ de cómo las *megafusiones o megadquisiciones* han ido permitiendo la creación de corporaciones con un poder global cada vez mayor y prácticamente único a nivel mundial en las décadas recientes.

Vodafone, America Online y Verizon son algunas compañías que hasta el momento han llevado a cabo las fusiones y adquisiciones más grandes de la historia. En la operación Vodafone-Mannesmann, el grupo británico de telecomunicaciones Vodafone adquiere en noviembre de 1999 el alemán Mannesmann por 203 000 mdd. Respecto al acuerdo Pfizer-Allergan, en noviembre de 2015, esta fusión da paso a la farmacéutica más grande del mundo. El monto total de la operación fue de 191 500 millones de dólares.²⁰

En el caso America Online Inc-Time Warner, en enero de 2000, el gigante estadounidense de medios Time Warner se fusiona con su compatriota America Online Inc (AOL) por 182 000 mdd, símbolo de los primeros excesos de las punto com. Las dos compañías se separaron en 2009.

El 11 de diciembre de 2015, Dow Chemical-Dupont, dos empresas líderes de la industria agroindustrial (agroquímica) anunciaron que se unirían como socios igualitarios para crear un nuevo consorcio llamado Dow DuPont. La transacción fue anunciada en 130 000 mdd. Esta fusión es considerada la cuarta más importante del mundo.

La operación Verizon-Vodafone. En febrero de 2013, la telefónica Vodafone vende 45% de su participación en Verizon Wireless al gigante de las

¹⁹ Expansión (2015).

²⁰ La firma Pfizer Inc., fabricante de viagra, con esta fusión traslada a su portafolio los medicamentos y cosméticos de Botox, y sería la segunda ocasión en que la farmacéutica busca aliarse con uno de sus rivales en el mercado. La primera fue con AstraZeneca, con la cual nunca llegó a un acuerdo. CNNEXPANSIÓN (2015).

telecomunicaciones estadounidense Verizon por 130 000 mdd. Por su parte, la británica SABMiller acepta en octubre de 2015 la oferta de compra de la belgo-brasileña AB InBev valuada en 119 000 mdd. En el sector financiero, en la transacción RFS Holdings BV-ABN AMRO Holding NV, la subsidiaria de Royal Bank of Scotland adquirió al banco holandés ABN AMRO en abril de 2007, por 98 000 mdd. En el sector de telecomunicaciones, en la operación AT&T-BellSouth Corp, la compañía adquirió a BellSouth en marzo de 2006 por 89 000 mdd. Ambas firmas de telecomunicaciones son estadounidenses. En el acuerdo Pfizer-Warner Lambert, la farmacéutica estadounidense adquiere en 1999 a su rival Warner Lambert por 89 000 mdd. Pfizer se convirtió poco después en la primera farmacéutica mundial. Finalmente, en el sector energía, la transacción Exxon Corp-Mobil Corp, la petrolera adquirió a su rival en diciembre de 1998 por 85 000 mdd. Tras la compra, el nombre de la empresa objetivo cambio a ExxonMobil Corporation.

Una operación más recientemente anunciada (14 de septiembre, 2016) y de trascendencia en varios sentidos, es la comunicada por Bayer y Monsanto, donde la primera se propone adquirir a Monsanto para crear un líder global en el sector agrícola.²¹ Las reacciones en contra de esta transacción en Europa de inmediato han surgido ante las múltiples críticas de que ha sido objeto Monsanto por la mala fama que tiene de su orientación productiva y comercial en favor de artículos agrícolas transgénicos a nivel internacional.

8. Algunas interpretaciones alternativas

Una reflexión que nos proporciona consistentes elementos para explicar las *causas* de la nueva oleada de M&A es la que nos ofrece Michel Aglietta.²² A partir de la experiencia de los Estados Unidos, el tema de las M&A es interpretado como parte de los procesos de centralización y concentración en la acumulación de capital, que proporcionan importante relevancia a las condiciones financieras. La centralización es una transferencia de propiedad que requiere importantes masas de capital monetario. Estos recursos, creados “a partir del beneficio global bruto anteriormente acumulado” son lo que denomina *cash flow*, es decir, liquidez no ligada al financiamiento

²¹ Monsanto (2016).

²² Aglietta (1979).

del capital productivo, pero aunque en gran parte es capital que debiera ser empleado para cubrir la depreciación del capital (“fondos para obsolescencia”), en un contexto de desvalorización del capital, transita hacia la circulación financiera, y que constituirá un poderoso recurso para la reestructuración de la propiedad, es decir, para los procesos de centralización y concentración que emprenden las empresas ante sus competidores. Estos procesos ocurren en periodos de crisis financieras que favorecen la redistribución de fondos monetarios. De esta forma es cómo los procesos de centralización del capital se confirman, históricamente, a través de las oleadas de M&A: la de comienzos del siglo xx, de finales de los años 20 y la de finales de los años 60 (que coinciden con las señaladas antes en nuestro “Breve recuento histórico de las oleadas de M&A”). Más específicamente, para Aglietta las oleadas de M&A se producen en dos circunstancias: primera, “al final de una fase de estancamiento o reducción de la formación de capital o al comienzo de la fase de auge siguiente...”; segunda, “al final de una fase de prolongado crecimiento de la formación de capital”.²³ La nueva oleada de M&A de los años recientes es probable que coincida con la primera circunstancia, aunque con muchas dudas pues tendríamos que saber si la economía mundial está al final o a mitad de camino de una fase de estancamiento en la formación de capital.

Otra interpretación, tal vez alternativa o complementaria a la anterior, es la que relaciona las oleadas de M&A con el desarrollo tecnológico.²⁴ Destaca que el cambio tecnológico acelerado puede llevar a una excesiva competencia de precios, en la medida que la productividad tiende a descender precios. Pero, aludiendo a Schumpeter, argumenta que la intensa competencia puede en determinado momento obstaculizar la innovación y con ello dañar las ganancias: el fortalecimiento en una industria puede propiciar la realización de acuerdos y con ello la creación de mercados de competencia imperfecta, debido al surgimiento de oligopolios o cárteles. Apoyándose en el caso de Estados Unidos, que en las décadas de 1880 y 1890 ocurrió una situación similar, y ante la postura gubernamental de tratar de combatir esas colusiones (*Acta Sherman Antimonopolio* de 1890), se señala que el proceso termina por desembocar en fusiones y adquisiciones. Es así cómo se explica que la innovación tecnológica puede ser un factor de impulso a estos

²³ *Ibid.* pp. 199-201.

²⁴ Pérez (2014).

procesos de concentración y centralización del capital, justamente a los que se refiere Aglietta.

Estas dos interpretaciones pareciera que coinciden o se complementan, específicamente en el punto cuando Aglietta se refiere al *cash flow*, liquidez que entra a la circulación financiera, y no se destina, como debiera en otras circunstancias, a reponer la depreciación del capital (“fondos para obsolescencia”). En nuestra opinión coincidirían en el sentido de que esta depreciación puede ser material (por el uso) pero también moral (obsolescencia tecnológica), esta última es por el mismo efecto de las innovaciones tecnológicas, aspecto al que se refiere la segunda interpretación.

9. Reflexiones finales

Históricamente las etapas de auge de M&A efectivamente tienen un carácter cíclico. Esos ciclos de M&A tienen más relación con los tipos de interés que con otras variables macroeconómicas (PIB, por ejemplo). Sin duda en décadas recientes la liberalización y globalización de las economías constituye un entorno favorable a este tipo de transacciones. Ocurren en entornos de tipos de interés bajos o en descenso, en momentos de crecimiento bursátil y en periodos de auge económico.

Sin embargo, el periodo reciente, después de la crisis de 2008, especialmente en los años más recientes, pese al estancamiento y bajo crecimiento de la economía mundial, registra una nueva y significativa oleada de M&A. Han estado ocurriendo procesos de megafusiones y megadquisiciones, de tipo horizontal y especialmente en los sectores farmacéutico, de telecomunicaciones, alta tecnología y financiero, por empresas multinacionales de los países más desarrollados.

¿Por qué entonces ha surgido esta nueva oleada de M&A en un contexto macroeconómico que no es del todo similar al que históricamente ha acompañado los auges de M&A? Una diferencia sustancial consiste en que el bajo y estancado crecimiento de la economía mundial lleva ya un tiempo muy prolongado y, efectivamente, pese a ello, este momento cíclico de auge de M&A está correlacionado a niveles bajos de tasas de interés, pero extraordinariamente bajas, lo que permite una deuda barata, que se combina con las considerables reservas líquidas que durante casi una década han acumulado las empresas multinacionales, asimismo, esta situación inédita también está

acompañada por el desarrollo de mercados financieros globales y dinámicos, políticas explícitas de compra de deuda soberana y corporativa por los bancos centrales. Las consecuencias del prolongado estancamiento y este entorno macroeconómico sostienen y estimulan esa característica propia de la empresa: la búsqueda del control de otras empresas, en este caso, por la vía de las M&A. Un proceso de concentración y centralización del capital, motivado por la competencia y, esta a su vez, por diversos factores, entre ellos el progreso técnico.

Referencias

- Aglietta, Michel (1979). *Regulación y crisis del capitalismo*, Siglo XXI, España, pp. 120-142.
- Banco Mundial (2016). *Global Economic Prospects. Divergences and Risks*, June, Washington, pp. 155-198.
- Brown Grossman Flor y Lilia Domínguez-Villalobos (2012). *Organización industrial. Teoría y aplicaciones al caso mexicano*, UNAM, México, pp. 85-120.
- CNNEXPANSIÓN (2015). 12 datos que debes saber sobre la fusión de Pfizer-Allergan, 24/11/15, <http://cache.cnnexpansion.com/negocios/2015/11/24/12-datos-sobre-la-fusion-pfizerallergan>, México, descarga 07/01/17.
- Expansión (2015). *Las fusiones y adquisiciones más grandes de la historia*, <http://expansion.mx/negocios/2015/10/13/las-5-fusiones-y-adquisiciones-mas-grandes-de-la-historia>, con información de Reuters. Descarga 04/01/17.
- FMI (2016). *World Economic Outlook*, Washington, April.
- _____(2016a). *World Economic Outlook*, Washington, October.
- FORBES (2016). *El boom de fusiones y adquisiciones continuará este año*, Negocios, 6 de enero de 2016, http://www.forbes.com.mx/el-boom-de-fusiones-y-adquisiciones-continuará-en-2016/#gs=uu_gYI, descarga 05/01/16.
- García-Estévez, Pablo y Francisco J. López-Lubián (2012). *Fusiones y adquisiciones en la práctica*, Ed. Delta, Publicaciones Universitarias, Madrid, España.

- Gaughan-Patrick A. (2006). *Fusiones y adquisiciones. Las claves para prevenir errores*, ed. Deusto. España, pp. 89-122.
- Keynes, J. M. (1981). *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica (original 1936), México, pp. 75-110.
- Kindleberger, C. P. (1991). *Manías, pánicos y cracs*, Barcelona, Ariel. (Original: 1978).
- Marín, José M. y Gonzalo Rubio (2011). *Economía Financiera*, Antoni Bosch Editor, Barcelona, España, pp. 45-70.
- Mascareñas-Pérez-Íñigo, Juan (2005). *Fusiones y adquisiciones de empresas*, ed. McGraw-Hill, 4ª ed., Madrid, pp. 60-99.
- Mascareñas-Pérez-Íñigo Juan y Sara González-Fernández (2013). "Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas. Análisis retrospectivo comparado", *Revista Universitaria Europea*, núm., 19, julio-diciembre, Madrid, pp. 133-146.
- Monsanto (2016). *Bayer y Monsanto crearán un líder Global en Agricultura*, 14/09/16, <http://www.monsanto.com/global/lan/noticias-y-opiniones/pages/bayer-y-monsanto-crear%C3%A1n-un-l%C3%ADder-global-en-agricultura.aspx>, descarga 07/01/17.
- Pérez, Carlota (2014). *Revoluciones tecnológicas y capital financiero*, Siglo XXI, México.
- Reinhart, Carmen y S. Rogoff-Kenneth (2009). *This time is different. Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.
- Thomson-Reuters (2017). *Mergers & Acquisitions Review. Legal Advisors. Full Year*, 2016.
- Stiglitz, J. y A. Weiss (1981). "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review* 71, pp. 393-410.
- UNCTAD (2016). *Global Investment Trend Monitor*, No. 22, January 20.
- UNCTAD (2016a). *World Investment Report 2016*, <http://www.worldinvestmentreport.org/>.
- Zozaya-González, Néboa (2007). *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Madrid, pp. 113-166.

