



Universidad de Navarra

CIIF

Occasional Paper

OP nº 08/9

Enero, 2008

## EL CONTROL CORPORATIVO: MECANISMOS DE MERCADO

José Manuel Campa

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público.

**IESE Business School – Universidad de Navarra**

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2007 IESE Business School.

# EL CONTROL CORPORATIVO: MECANISMOS DE MERCADO

José Manuel Campa<sup>1</sup>

## Resumen:

El mercado de gobierno corporativo es un mecanismo fundamental en una economía de mercado para la reasignación de recursos productivos hacia usos más eficientes.

Aunque la evidencia muestra que las operaciones generan una transferencia de valor de la empresa compradora hacia los accionistas de la empresa comprada, resulta difícil establecer la generación neta de valor.

No obstante, la reciente evidencia europea indica que cada vez son más probables las operaciones internacionales dentro de la Unión Europea que son capaces de generar cantidades significativas de valor para los accionistas.

<sup>1</sup> Profesor de Dirección Financiera, Cátedra de Dirección de Instituciones Financieras y Gobierno Corporativo, IESE

**Palabras clave:** fusiones y adquisiciones, gobierno corporativo, generación de valor, excesos de rentabilidad.

# EL CONTROL CORPORATIVO: MECANISMOS DE MERCADO

*«M&As are one of nature's methods of eliminating deadwood in the struggle for survival.» Paul Samuelson*

## Introducción

El mercado de control corporativo es ante todo un mercado. Como tal, es importante que su funcionamiento se ajuste de la mejor manera posible a las características de cualquier otro mercado. Principalmente, que se garantice un entorno básico de competencia, de transparencia y, en la medida de lo posible, que exista liquidez en el mismo. El mercado de control corporativo juega una labor fundamental en una economía de mercado desarrollada, puesto que es el mecanismo básico para la reasignación de recursos gestionados por un equipo de gestores (empresa comprada) hacia otros equipos gestores que se creen con mejor capacidad de extraer valor de dichos recursos (empresa compradora). El mercado de gobierno corporativo debe facilitar esa transferencia de recursos cuando se va a generar valor y evitar la transferencia de los mismos si el resultado neto de la generación de valor es negativo.

Estos procesos de toma de control afectan a un gran número de agentes en la economía: los gestores actuales de la empresa y los posibles gestores futuros, los accionistas y acreedores de las empresas involucradas, sus trabajadores, los consumidores y las Administraciones públicas. El mercado de gobierno corporativo es realizado por los accionistas o propietarios de las empresas involucradas. Estos agentes toman sus decisiones en función de la creación de valor o no para ellos. Sin embargo, el valor neto social generado por las empresas no es sólo el beneficio para los accionistas (esa es la rentabilidad para los accionistas), sino también y con igual importancia desde el punto de vista social, para los consumidores de esos productos en el mercado. Esto implica que en mercados de productos finales competitivos, donde no exista barreras de entrada para productores y el consumidor se sienta bien suministrado de productos alternativos, el bienestar del consumidor se encuentra bastante bien garantizado por la dinámica competitiva del sector. En estos mercados, las decisiones de los propietarios o accionistas en cuanto a la compraventa de sus empresas suele estar bien correlacionada con el incremento del bienestar social.

Por el contrario, en mercados donde la dinámica competitiva no esté garantizada, bien porque existen altas barreras de entrada o estructuras competitivas que puedan otorgar a los productores poder de mercado, la maximización del valor para los accionistas no tiene por qué estar correlacionada con la maximización del bienestar social. En estos casos, la eficiencia de la regulación para garantizar la competencia efectiva posterior a las actividades corporativas es una pieza fundamental en el buen funcionamiento del sistema.

El resto del trabajo se estructura alrededor de tres puntos. En la siguiente sección se discuten las condiciones que se deben promover para la existencia de un mercado corporativo ágil y eficiente, en el sentido de favorecer la creación de valor a través de este tipo de transacciones. La sección tercera revisa la bibliografía existente sobre la creación de valor efectiva para los accionistas en los procesos de operaciones corporativas. La cuarta sección ofrece las

características generales que empíricamente están correlacionadas con una mayor probabilidad de generar valor a través de operaciones corporativas. En la última sección se ofrecen algunas conclusiones.

## El mercado como mecanismo de control corporativo: problemas conceptuales y de agencia

Un modo de clasificar las razones para un cambio de control es si éstas son comunes a muchos posibles oferentes o son específicas a uno en particular. Esta clasificación es importante a la hora de determinar la actividad de tomas de control y la posible existencia de procesos competitivos para el mismo.

- a) *Motivos específicos al oferente.* Están limitados a un número reducido de posibles oferentes. Las razones para el cambio de control pueden ser la reducción de los costes de transacción (integración vertical), las economías de escala o la reducción de la competencia (integración horizontal), o la compra de empresas con flujos financieros correlacionados negativamente con la oferente, para reducir los costes de financiación o el riesgo de los gestores.
- b) *Motivos generales.* Todos los posibles oferentes pueden beneficiarse de estos motivos. Entre ellos pueden destacarse razones como la ineficiencia de los gestores de la empresa, la alteración de la estructura financiera para maximizar el valor de las acciones y/o expropiar a los acreedores, o la construcción de imperios empresariales por parte de gestores de otras sociedades.

Existen, pues, dos tipos de razones para la realización de transferencias de control: específicas para un posible comprador y genéricas para un conjunto de compradores. La existencia de transferencias de control específicas presentan menos posibilidades de que se produzcan procesos competitivos y, por tanto, se incrementa la posibilidad de que puedan ser distorsionadoras en la generación de valor. Ante estas situaciones, la regulación de un mercado corporativo eficiente debe intentar promover que se produzcan las transacciones que resulten en generación neta de valor y desincentivar aquellas que puedan resultar en reasignadoras de valor entre los distintos agentes sin ser creadoras de valor netas. La forma práctica de realizar esta discriminación se hace a través de dos mecanismos:

- El establecimiento de mecanismos de transparencia e información que faciliten la eficiencia, disminuyan los costes de transacción y eviten la existencia de primas de control.
- El tratamiento igualitario a todos los accionistas de la empresa en mecanismos de transferencia de propiedad equiparables para todos.

El primero de estos mecanismos se realiza a través de exigencias de transparencia informativa orientadas a conseguir que se realicen transferencias eficientes de control cuando existe gran dispersión en la propiedad. Dentro de estos mecanismos se encuentran los de establecer umbrales de propiedad que un accionista puede poseer antes de comunicar su participación al mercado, y umbrales en el porcentaje a partir del cual se exige el lanzamiento de una OPA. También se encuentran las exigencias de transparencia sobre participaciones significativas, el

objetivo que se pretende con las mismas, e información sobre control efectivo sobre órganos de gestión.

El segundo de estos mecanismos se concreta a través de la exigencia de lanzamiento de OPAS totales o parciales a todos los accionistas de la empresa. Estas OPAS generalmente designan el porcentaje en poder del adquirente a partir del cual es obligatorio su lanzamiento y el porcentaje sobre el que se debe lanzar la OPA (el 100% del capital en el caso de las OPAS obligatorias). Cuanto mayor sea este último porcentaje y menor el nivel del requisito anterior, más se incrementará el coste para el comprador de ejercer el control y más probable que alguna de las transacciones que serían económicamente eficientes no se lleguen a realizar.

## **Evidencia empírica sobre la generación de valor para los accionistas a través de fusiones y adquisiciones**

Existe mucha evidencia de múltiples estudios sobre el impacto que las fusiones y adquisiciones tienen en el proceso de creación de valor. Esta evidencia se ha centrado sobre todo en dos aspectos bien diferenciados: el impacto que la realización de fusiones y adquisiciones tiene sobre la rentabilidad para los accionistas de las empresas involucradas y el tipo de características que hacen que una transacción tenga capacidad de generar o destruir valor. Nos centraremos en este resumen rápido en los estudios realizados durante la última década. Una revisión de los estudios anteriores se puede encontrar en Jensen y Ruback (1983), Datta et al. (1992) y Bruner (2001).

La media más utilizada para medir la reacción a una fusión y si ésta es generadora de valor o no es el exceso de rentabilidad para los accionistas de las empresas involucradas alrededor del anuncio de la operación. Estos excesos de rentabilidad se calculan normalmente como la diferencia entre las rentabilidades experimentadas por los accionistas durante una ventana de tiempo alrededor del anuncio de la transacción y la rentabilidad esperada, calculada a partir de algún modelo financiero, generalmente el CAPM.

Los accionistas de la empresa comprada obtienen excesos de rentabilidad positivos y estadísticamente significativos. Los resultados de trece estudios, resumidos en la Tabla 1, muestran que estos excesos de rentabilidad son importantes y robustos a la metodología utilizada, ventana de tiempo examinado, industrias de las que se traten y tipo de transacción. Esta evidencia también es consistente con la que aparece en revisiones de estudios más antiguos, Jensen y Ruback (1983), Datta et al. (1992) y Bruner (2001). Estos estudios sugieren excesos de rentabilidad para los accionistas de las empresas compradas de entre un 20% y un 30%. De media, estos excesos de rentabilidad tienden a ser un poco menores en el sector financiero. Estos excesos de rentabilidad tienden a producirse en los días siguientes a la fecha de anuncio de la transacción, y se estabilizan a los pocos días posteriores a dicho anuncio. También es común detectar excesos de rentabilidad en los días previos al anuncio, lo que sugiere que la información sobre la posible operación se transmite al mercado antes del anuncio formal. Solamente dos estudios encuentran excesos de rentabilidad negativos antes del anuncio de la transacción. En resumen, la evidencia claramente apunta a que existen primas sustanciales para los accionistas de las empresas compradas.

La evidencia sobre excesos de rentabilidad para los accionistas de las empresas compradoras es mucho menos clara. Los estudios están más o menos divididos a partes iguales entre aquellos que encuentran rentabilidades negativas y significativas para los accionistas de la compradora

y aquellos que encuentran rentabilidades nulas o escasamente positivas, aunque no significativas. El panel B de la Tabla 1 resume la evidencia de quince estudios, los cuales han sido divididos entre aquellos que encuentran excesos de rentabilidad negativos y aquellos que los encuentran nulos o marginalmente positivos.

El panel B1 resume diez estudios que encuentran rentabilidades negativas. Estas rentabilidades varían entre menos 1% y menos 5%, en función de las ventanas de observación. La mayoría de estos excesos de rentabilidad son estadísticamente significativos. El panel B2 resume otros siete estudios que encuentran rentabilidades nulas o algo positivas. Los excesos de rentabilidad en estos estudios se sitúan entre 0 y el 7% de rentabilidad, aunque en la mayoría de los casos son muy pequeños, especialmente si se comparan con los excesos de rentabilidad para las empresas compradas discutidos anteriormente. En resumen, la evidencia para las empresas compradoras, aunque no es tan concluyente como para las empresas compradas, tiende a inclinarse sobre la inexistencia de excesos de rentabilidad positivos.

La mayoría de los excesos de rentabilidad ocurren sólo alrededor del anuncio de la transacción. Los estudios que evalúan rentabilidades de largo plazo para los accionistas de la empresa compradora tienden a encontrar excesos de rentabilidad negativos. Lo mismo ocurre cuando se evalúan los excesos de rentabilidad alrededor del momento posterior de cierre de la transacción. No obstante, la interpretación de excesos de rentabilidades a más largo plazo, por ejemplo a un año, se complica sustancialmente, puesto que durante ese período es probable que hayan ocurrido otro gran número de eventos que puedan haber afectado a la cotización de la acción y no estén relacionados con la transacción.

La evidencia de excesos de rentabilidad positiva para los compradores, y más o menos nulos para los comprados, hace pensar cuál es la ganancia neta en estas transacciones. Generalmente, la empresa compradora es mucho más grande que la comprada, con lo que se debe tener en cuenta esta diferencia de tamaño para evaluar el impacto total. Una ganancia porcentual alta para los vendedores podría ser totalmente compensada con una pérdida porcentual muy pequeña para los accionistas de la empresa compradora. Hay estudios que han evaluado la ganancia neta para la suma de compradores y vendedores en la transacción, evaluando la evolución del valor total para los accionistas de las dos empresas. Casi todos los estudios encuentran una ganancia neta positiva. No obstante, el efecto neto total de creación de valor estimado tiende a ser muy pequeño.

## **Fuentes de generación de valor y de barreras en las fusiones y adquisiciones en Europa**

Esta pequeña generación de valor en media para el accionista, documentada en la sección anterior, no es simétrica para todas las empresas, sino que existen muchas transacciones en las que se produce un incremento neto en la generación de valor de las empresas. Tres son las fuentes principales de valor: la existencia de sinergias, la importancia de comprar en momentos de valoraciones razonables y el papel del equipo directivo.

Sinergias a través de la existencia de economías de escala, reducciones de coste o la eliminación de actividades duplicadas, son casi siempre las justificaciones de una operación corporativa. Transacciones que implican diversificación de actividades tienden a resultar en menores rentabilidades a futuro. El grado de proximidad entre las actividades del comprador y

el vendedor está positivamente correlacionado con rentabilidades positivas<sup>1</sup>. También existe bastante evidencia de que empresas con características de conglomerados están generalmente infravaloradas y que existen posibilidades de extraer valor en operaciones que resulten en organizaciones más enfocadas a un subconjunto claro de actividades. Houston, James, y Ryngaert (2001). Finalmente, las sinergias provenientes de ahorros en costes son más fáciles de realizar en operaciones corporativas que aquellas que estén más enfocadas en la generación de sinergias a través de incrementos de ingresos por la venta cruzada de productos de las dos organizaciones.

Comprar bien también es un determinante importante de generar valor en estas operaciones. Aunque suene trivial, suele ser menos común de lo que se esperaría. Cuando los compradores se hacen con empresas aparentemente baratas (medida como la ratio de valor de mercado a valor contable), es más fácil la generación de valor. Rau y Vermaelen (1998) muestran que compras de compañías con valoraciones altas en términos de valor de mercado a valor contable obtienen rentabilidades negativas con posterioridad a la fusión, mientras que lo opuesto está correlacionado con rentabilidades positivas. El pagar en efectivo también está relacionado con rentabilidades positivas.

Por último, el grado de involucración de los equipos directivos en términos de su grado de propiedad de la empresa también está relacionado con creación de valor. También suelen generar valor las compras apalancadas (LBO y MBO), no sólo a través de los beneficios fiscales derivados del alto apalancamiento, sino también a través de ganancias de eficiencia y operativas desarrolladas por los nuevos gestores, que se encuentran altamente incentivados para implementar estos cambios en la búsqueda de la generación de valor.

Adicionalmente, la evidencia sugiere que las compras hechas por empresas pequeñas suelen ser más rentables. También aquellas hechas en épocas de recesión económica (Moeller et al., 2003). Las transacciones que se realizan en efectivo suelen también ser más rentables a largo plazo, aunque no sorprendentemente el porcentaje de compras en efectivo está inversamente relacionado con el comportamiento del mercado bursátil.

El éxito de la fusión en términos de la rentabilidad para los accionistas también depende del sector y de la nacionalidad de las empresas involucradas. Los excesos de rendimiento de las empresas involucradas en operaciones de compraventa en sectores no regulados son mayores en media que cuando se trata de fusiones en sectores regulados (Campa y Hernando, 2004). Además, esta diferencia es significativa y de mayor magnitud –entre un 5% y un 12% (dependiendo del período de estimación)– cuando se trata de fusiones internacionales. En el caso de las fusiones nacionales, la diferencia entre los excesos de rendimiento en sectores regulados y no regulados se sitúa entre el 1% y el 2%. Esta evidencia parece reflejar la existencia de marcos regulatorios, en determinados sectores, que configuran un entorno hostil para el desarrollo de los procesos de integración empresarial y que son especialmente relevantes cuando el comprador es extranjero.

Este proceso de generación de valor en la reestructuración de sectores regulados se hace bastante claro en la concentración sufrida por sectores tan importantes como el financiero o el de la energía. En el sector bancario de la Unión Europea se han producido más de 2.000 compraventas de empresas o tomas de participaciones significativas desde 1996. De éstas, más del 70% se han producido entre bancos de un mismo país dentro de la UE, y sólo el 13% se produjeron entre bancos europeos de distinta nacionalidad. Esta tendencia es un reflejo de la

---

<sup>1</sup> Comment y Jarrell (1995), y Healy, Palepu y Ruback (1992, 1997), entre otros.

rentabilidad media esperada por cada tipo de transacción. Las fusiones entre bancos nacionales, de media generaron un incremento de valor para el accionista del 1,5% en el anuncio de la fusión, mientras que las que se produjeron entre bancos de distintos países tuvieron una rentabilidad del -0,4% (Beitel y Ven, 2004).

Esta dificultad en la generación de valor a través de transacciones internacionales en Europa se ha venido superando durante los últimos dos años. Tanto el número de transacciones como su tamaño, su probabilidad de éxito y la reacción de los mercados bursátiles ante el anuncio de las mismas, han incrementado positivamente, favoreciendo un proceso de integración internacional en estos sectores que mejora la capacidad de generación de valor de estas empresas.

## **Fuentes de las barreras a las fusiones en Europa**

Por qué han estado tradicionalmente tan castigadas por los inversores las fusiones comunitarias si supuestamente responden más a una evolución natural del crecimiento del mercado y suponen un mejor aprovechamiento de las economías de escala existentes en estos sectores. Precisamente porque los inversores reaccionaban a lo que creían que iba a suponer un sufrimiento para la empresa poder conseguir la integración. Dentro de la Unión Europea existen múltiples dificultades para realizar una fusión internacional. Algunas son de carácter cultural, como las diferencias de lengua, la falta de movilidad geográfica, las prestaciones sociales o la importancia del desarrollo profesional en la actividad humana. Estas razones se encuentran muy arraigadas en la esencia de los ciudadanos europeos y son de difícil cambio a corto plazo. Pero existen otras de carácter mucho más legal, normativo y de política económica que deben ser adaptadas para conformar un verdadero espacio económico integrado dentro de la Unión Europea.

La Unión Europea es supuestamente un mercado único para la compra de bienes y servicios, con libre circulación de bienes y factores de producción, que se intercambian en casi toda la zona con una moneda única. Pero no es un mercado único a la hora de realizar una compraventa empresarial. La Unión Europea aprobó hace tres años una directiva cuyo objetivo era la normalización del proceso de compraventa de empresas dentro de la Unión a través de la creación de unos procedimientos más transparentes y estandarizados. El proceso de negociación de esta directiva había llevado quince años y el resultado del acuerdo fue un auténtico fracaso. Frits Bolkenstein, el comisario europeo para el mercado interior y persona encargada de redactar la propuesta inicial de la directiva, resumió su opinión sobre la versión finalmente aprobada por los Estados miembros como un gran paso hacia atrás en la creación del mercado único europeo. En esencia, el cumplimiento de la mayoría de las cláusulas de la directiva es opcional para los Estados miembros. La directiva permitía a los Estados miembros el mantenimiento de normativa nacional para evitar la toma hostil de empresas nacionales por empresas extranjeras y la utilización de medidas de blindaje, que aunque fueran ilegales en su país de origen, estuvieran permitidas en los países de donde proviniera la potencial empresa compradora. No es sorprendente que la Unión Europea, en su evolución posterior del funcionamiento de la directiva, la considerase como un fracaso cualificado.

Dada la jungla de trampas, enredaderas legales, tramas burocráticas y nacionalismos encubiertos por parte de los gobiernos, que se suman a las barreras institucionales, no sorprende que los inversores anticipen en general que el anuncio de una fusión internacional vaya a suponer una tremenda distracción de recursos de la empresa y tiempo de su equipo directivo, que unido a la ya difícil labor de integrar culturas organizativas, sistemas de



compensación, idiomas y recelos personales propios de toda fusión, resulta en una probabilidad tan pequeña de que la fusión se lleve a cabo con éxito que hace que el esfuerzo no compense con la rentabilidad esperada de la fusión. La evidencia reciente de nuevas transacciones internacionales con presencia en sectores regulados y que han supuesto generación de valor para los accionistas, apuntan en una dirección esperanzadora en la que cada vez más estas barreras nacionales tengan una menor importancia en beneficio de una mayor racionalización de la estructura productiva europea.

## Conclusiones

El mercado de gobierno corporativo es un mecanismo fundamental en una economía de mercado para la reasignación de recursos productivos hacia usos más eficientes. Un mercado eficiente de gobierno corporativo debe facilitar esta transferencia de recursos productivos siempre que implique una generación de valor y desincentive aquellas transacciones que puedan resultar en una generación de valor negativa.

La evidencia sobre el mercado corporativo muestra que las operaciones corporativas generan una transferencia de valor de la empresa compradora hacia los accionistas de la empresa comprada. Sin embargo, la generación neta de valor en estas transacciones es más difícil de extraer. Las transacciones más proclives a resultar en generaciones netas de valor son aquellas realizadas por empresas del sector, en pequeñas operaciones, en efectivo y por un equipo gestor con incentivos directos a la generación de valor para el accionista. La reciente evidencia europea indica que cada vez son más probables las operaciones internacionales dentro de la Unión Europea que son capaces de generar cantidades significativas de valor para los accionistas.

## Referencias

Aktas, N., E. de Bodt y F. Declerck (2001), «Is there Information Leakage around Business Combinations on the French Market», Catholic University of Louvain, documento de trabajo.

Asquith, P., R. Bruner y D. Mullins (1987), «Merger Returns y the Form of Financing», *Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices*, 34, págs. 115-146.

Beitel, P., D. Schiereck y M. Wahrenburg (2002), «Explaining the M&A-success in European bank mergers y acquisitions», University of Witten/Herdecke, Institute for Mergers y Acquisitions, documento de trabajo.

Berger, P.G. y E. Ofek (1995), «Diversification's Effect on Firm Value», *Journal of Financial Economics*, 37, págs. 39-65.

Braunerhjelm, P., R. Faini, V. Norman, F. Ruane y P. Seabright (2000), «Integration y the Regions of Europe: How the Right Policies Can Prevent Polarization», *Monitoring European Integration*, 10, CEPR, Londres.

Bruner, R. (2001), «Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker», *Journal of Applied Finance*.

Campa, J. M. y S. Kedia (2002), «Explaining the diversification discount», *Journal of Finance*, 57, págs. 1.731-1.761.

Caves, R. (1989), «Mergers, Takeovers, y Economic Efficiency», *International Journal of Industrial Organization*, 7, págs. 151-174.

Comment, R. y G. Jarrell (1995), «Corporate focus y stock returns», *Journal of Financial Economics*, 37, págs. 67-87.

Danbolt, J. (2002), «Target Company Cross-Border Effects in Acquisitions into the UK», University of Glasgow, mimeo.

Datta, D., G. Pinches y V. Narayanan (1992), «Factors influencing wealth creation from mergers y acquisitions: a meta-analysis», *Strategic Management Journal*, 13, págs. 67-86.

DeLong, G. (2001), «Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers», *Journal of Financial Economics*, 59, págs. 221-252.

Doukas, J., M. Holmén y N. Travlos (2002), «Diversification, Ownership y Control of Swedish Corporations», *European Financial Management*, 8, págs. 281-314.

European Commission (2002), «Financial Market Integration in the EU», en «The EU Economy 2001 Review», *European Economy*, nº 73.

European Commission (2001), «*European Economy*», Supplement A, Economic trends, nº 12.

Faccio, M., J. McConnell y D. Stolin (2002), «Benefits of control? Evidence from Western European acquisitions», Purdue University, Departamento de Finanzas, Krannert School of Management, mimeo.

- Firth, M. (1980), «Takeovers, Shareholder Returns, y the Theory of the Firm», *Quarterly Journal of Economics*, págs. 235-260.
- Floreani, A. y S. Rigamonti (2001), «Mergers y Shareholders Wealth in the Insurance Industry», Università Cattolica de S. Cuore, mimeo.
- Goergen, M. y L. Renneboog (2003), «Shareholder wealth effects of European domestic y cross-border takeover bids», *European Financial Management*.
- Gregory, A. y S. McCorrison (2002), «Foreign Acquisitions by UK Limited Companies: Long-run Performance in the US, Continental Europe y the Rest of the World», Financial Markets Research Centre, University of Exeter, documento de trabajo.
- Healy, P., K. Palepu y R. Ruback (1992), «Does Corporate Performance Improve After Mergers?», *Journal of Financial Economics*, 31, págs. 135-175.
- Healy, P., K. Palepu y R. Ruback (1997), «Which Takeovers are Profitable: Strategic or Financial?», *Sloan Management Review*, 38, págs. 45-57.
- Houston, J., C. James y M. Ryngaert (2001), «Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders y outsiders», *Journal of Financial Economics*, 60, págs. 285-331.
- Huang, Y. y R. Walkling (1989), «Target Cumulative abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, y Managerial Resistance», *Journal of Financial Economics*, 19, págs. 329-350.
- Jensen, M. y R. Ruback (1983), «The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence», *Journal of Financial Economics*, 11, págs. 5-50.
- Kang, N.-H. y S. Johansson (2000), «Cross-Border Mergers y Acquisitions: Their Role in Industrial Globalisation», OECD STI Working Paper 2000/1.
- Karceski, J., S. Ongena y D.C. Smith (2000), «The Impact of Bank Consolidation on Commercial Borrower Welfare», Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, pág. 679.
- Kleiner, J. y H. Klodt (2002), «Causes y Consequences of Merger Waves», The Kiel Institute of World Economics, documento de trabajo.
- Kohers, N. y T. Kohers (2000), «The value creation potential of high-tech mergers», *Financial Analysts Journal*, págs. 40-48.
- Kuipers, D., D. Miller y A. Patel, (2002), «Shareholder Wealth Effects in the Cross-Border Market for Corporate Control», Indiana University, mimeo.
- Lamfalussy, A., C. Herkströter, L.A. Rojo, B. Ryden, L. Spaventa, N. Walter y N. Wicks (2001), «Final Report of the Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets», Bruselas, febrero.
- Lang, L. y R. Stulz (1994), «Tobin's q, corporate diversification, y firm performance», *Journal of Political Economy*, 102, págs. 1.248-1.280.
- Lyon, J., B. Barber y C.-L. Tsai (1999), «Improved Methods for Tests of Long-Run Cumulative abnormal Stock Returns», *Journal of Finance*, 54, págs. 165-201.

- Maksimovic, V. y G. Phillips (2002), «Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries?», *Journal of Finance*, 57, págs. 721-767.
- Maquieria, C., W. Megginson y L. Nail (1998), «Wealth Creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers», *Journal of Financial Economics*, 48, págs. 3-33.
- Martínez-Jerez, A. (2002), «Interaction between Accounting y Corporate Governance: Evidence from Business Combinations», Harvard Business School, mimeo.
- Midelfart-Knarvik, K.H., H.G. Overman, S.J. Redding y A.J. Venables (2000), «The Location of European Industry», European Commission Economic Papers, nº 142, abril.
- Mitchell, M.L. y E. Stafford (2000), «Managerial Decisions y Long-Term Stock Price Performance», *Journal of Business*, 73, págs. 287-329.
- Mulherin, H. (2000), «Incomplete acquisitions y organizational efficiency», Penn State, documento de trabajo.
- Mulherin, J.H. y A.L. Boone (2000), «Comparing Acquisitions y Divestitures», *Journal of Corporate Finance*, 6, págs. 117-139.
- Raj, M. y M. Forsyth (2001), «UK Horizontal Takeovers y Bidder Gains», Aberdeen Business School, mimeo.
- Rau, R.P. y T. Vermaelen (1998), «Glamour, value y the post-acquisition performance of acquiring firms», *Journal of Financial Economics*, 49, págs. 223-253.
- Schwert, G. W. (1996), «Markup pricing in mergers y acquisitions», *Journal of Financial Economics*, 41, págs. 153-192.
- Schwert, G. W. (2000), «Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?», *Journal of Finance*, 55, págs. 2.599-2.640.
- Travlos, N. (1987), «Corporate Takeover Bids, Method of Payment, y Bidding Firms' Stock Returns», *Journal of Finance*, 42, págs. 943-963.
- Varaiya N. y K. Ferris (1987), «Overpaying in Corporate Takeover: The Winner's Curse», *Financial Analysts Journal*, 43, págs. 64-70.
- Villalonga, B. (2002), «Does diversification cause the diversification discount?», Harvard Business School, documento de trabajo.
- Walker, M. (2000), «Corporate Takeovers, Strategic Objectives, y Acquiring-firm Shareholder Wealth», *Financial Management*, págs. 53-66.
- Yook, K.C. (2000), «Larger Return to Cash Acquisitions: Signaling Effect or Leverage Effect?», John Hopkins, documento de trabajo.
- You, V. et al. (1986), «Mergers y bidders' wealth: Managerial y strategic factors», en Lacy Glenn Thomas III (ed.), «The Economics of Strategic Planning: Essays in Honor of Joel Dean», Lexington Books, Lexington, págs. 201-221.

# Tabla 1 : Resumen de estudios evaluando la rentabilidad para los accionistas de fusiones y adquisiciones

## Panel A: Rentabilidad para los accionistas de la empresa comprada

| Estudio                         | Exceso de rentabilidad  | Tamaño muestra | Período muestra                     | Ventana de medición (días)   | Posterior rentabilidad   | Cobertura sectorial           | Cobertura geográfica                 | Notas  |
|---------------------------------|---|----------------|-------------------------------------|--|--|-------------------------------|--------------------------------------|--|
| Maquieira et al. (1998)         | 41,65% conglomerado.<br>38,08% no conglomerado.   | 47<br>55       | 1963-1996                           | (-60,60)   | 61,8%<br>83,0%   | Diversificación               | Estados Unidos                       | Estudio de fusiones y adquisiciones en las que el pago se hace mediante intercambio de acciones. |
| Mulherin y Boone (2000)         | 21,20%  | 376            | 1990-1999                           | (-1,+1)  | n.d.   | Financieras y no financieras  | Estados Unidos                       |  |
| Mulherin (2000)                 | 10,14%  | 202            | 1962-1997                           | (-1,0)   | 76%  | Diversificadas                | Estados Unidos                       | Una muestra de operaciones no completadas y completadas.   |
| DeLong (2001)                   | 16,61%  | 280            | 1988-1995                           | (-10,-1)   | 88,6%  | Bancos                        | Estados Unidos                       | Operaciones en las que una parte es un banco.  |
| Houston et al. (2001)           | 15,58%<br>24,60%<br>20,80%  | 27<br>37<br>64 | 1985-1990<br>1991-1996<br>1985-1996 | (-4,-1)  | n.d.   | Bancos                        | Estados Unidos                       | Operaciones en las que ambas partes son bancos.  |
| Martinez-Jerez (2002)           | 13,62%  | 335            | 1990-1998                           | (-1,1)   | 82%  | Diversificadas no financieras | Estados Unidos                       | Compara <i>joint venture</i> y adquisiciones.  |
| Kuipers-Millier-Patel (2002)    | 35,83%<br>32,22%<br>3,60%<br>23,07%   | 181            | 1982-1991                           | AD-20 to ED+5<br>AD-5 to ED+5<br>AD-20 to AD-6<br>AD-1 to AD 0   | n.d.   | Diversificadas no financieras | OCDE                                 |  |
| Dambolt (2002)                  | -9,44%<br>2,41%<br>17,82%<br>20,23%<br>-2,39%<br>9,04%<br>-7,60%  | 474<br>106     | 1986-1991                           | (-8,-3) meses<br>(-2,-1) meses<br>(0,+1) meses<br>(-2,+1) meses<br>(+1,+5) meses<br>(-8,+5) meses<br>(-8,-3) meses | n.d.   | Diversificadas                | Reino Unido, compras domésticas      |  |
|                                 | 9,06%<br>21,97%<br>31,03%<br>1,30%<br>22,44%  |                |                                     | (-2,-1) meses<br>(0,+1) meses<br>(-2,+1) meses<br>(+1,+5) meses<br>(-8,+5) meses                                   |  | Diversificadas                | Reino Unido, compras internacionales |  |
| Beitel et al. (2002)            | 14,16%<br>12,31%<br>11,23%<br>11,38%<br>10,48%<br>8,27%<br>12,39%<br>13,54%<br>13,35%<br>14,39%<br>16,00% | 98             | 1985-2000                           | (-20,0)<br>(-10,0)<br>(-5,0)<br>(-2,0)<br>(-1,0)<br>0<br>(-1,+1)<br>(-2,+2)<br>(-5,+5)<br>(-10,+10)<br>(-20,+20)   | 72<br>73<br>68<br>74<br>70<br>64<br>71<br>75<br>71<br>76<br>75 | Financieras, seguros          | Países desarrollados y emergentes    | Compras por bancos europeos en cualquier país de destino.  |
| Goergen y Rembeoog (2003)       | 9,01%<br>12,86%<br>15,92%<br>23,43%<br>21,78%<br>21,59%   | 129            | 1993-2000                           | (-1,0)<br>(-2,+2)<br>(-5,+5)<br>(-30,+30)<br>(-60,+60)<br>(-90,+90)  |  | Diversificadas                | 18 países europeos                   | Compras de más de 100 millones de dólares.   |
| Karcaski, Ongena y Smith (2000) | 8,48<br>-1,52   | 39             | 1983-1996                           | (-7,0)<br>(+1,7)   | n.d.   | Bancos                        | Noruega                              |  |
| Schwartz (1996)                 | 23,4%   | 1.814          | 1975-1991                           | (-42,+126)   | n.d.   | Diversificadas                | Estados Unidos                       | All successful and unsuccessful merger offers in the U.S., 1975-1991.                            |
| Schwartz (2000)                 | 20,0%   | 2.296          | 1975-1996                           | (+63,+126)   | n.d.   | Diversificadas                | Estados Unidos                       | All successful and unsuccessful takeover bids in the U.S., 1975-1996.                            |

Notas: La fecha del evento es la del anuncio, excepto en los casos indicados.

Panel B: Rentabilidad para los accionistas de la empresa compradora

Panel B1: Estudios que encuentran rentabilidades negativas

| Estudio                      | Exceso de rentabilidad                         | Tamaño muestra | Período muestra                     | Ventana de medición                                      | Posterior rentabilidad | Cobertura sectorial           | Cobertura geográfica              | Notas   |
|------------------------------|--|----------------|-------------------------------------|--|------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|---|
| Mulherin y Boone (2000)      | -0,37%   | 281            | 1990-1999                           | (-1,+1)  | n.d.                   | Diversificadas no financieras | Estados Unidos                    |   |
| Mitchell y Stafford (2000)   | -0,14% <sup>1</sup><br>-0,07%                  | 366            | 1961-1993                           | (-1,0)   | n.d.                   |                               |                                   | Evalúa rentabilidades mensuales.                          |
| Walker (2000)                | -0,84% <sup>2</sup>                            | 278            | 1980-1996                           | (-2,+2)  | 41,4%                  | No financieras y no reguladas | Estados Unidos                    |   |
| DeLong (2001)                | -0,77%<br>-1,68%                               | 280            | 1988-1995                           | (-10,1)  | 46,4%<br>33,6%         | Bancos                        | Estados Unidos                    | Operaciones en las que una parte es un banco.             |
| Houston et al. (2001)        | -4,64%<br>-2,61%<br>-3,47%                     | 27<br>37<br>64 | 1985-1990<br>1991-1996<br>1985-1996 | (-4,1)   | n.d.                   | Bancos                        | Estados Unidos                    | Operaciones en las que ambas partes son bancos.           |
| Martínez-Jerez (2002)        | -2,93%   | 335            | 1990-1998                           | (-1,1)   | 32%                    | Diversificadas                | Estados Unidos                    |   |
| Goergen y Renneboog (2003)   | 0,70%<br>1,18%<br>0,39%<br>-0,48%<br>0,41%     | 139            | 1993-2000                           | (-1,0)<br>(-2,+2)<br>(-30,+30)<br>(-60,+60)<br>(-90,+90) | n.d.                   | Diversificadas                | Estados Unidos                    |   |
| Kuiper et al. (2002)         | -2,12%<br>-2,14%<br>-1,32%<br>-0,06%<br>-0,92% | 138 US target  | 1990-1998                           | AD-20 to ED+5<br>AD-5 to ED+5                            | n.d.                   | Diversificadas                | OCDE                              |   |
| Beitel et al. (2002)         | -0,14%<br>-0,01%<br>-0,20%                     | 98             | 1985-2000                           | 0<br>(-1,+1)<br>(-20+20)                                 | 46                     | Financieras, seguros          | Países desarrollados y emergentes | Compras por bancos europeos en cualquier país de destino. |
| Doukas-Holmén-Travlos (2002) | -2,37%<br>-1,12%<br>-0,52%<br>0,62%<br>-0,91%  | 101            | 1980-1995                           | (-5,+5)<br>(-5,+1)<br>(-1,+1)<br>(-1,0)<br>(0,+1)        | 46                     | Diversificadas                | Suecia                            |   |

Notas: La fecha del evento es la del anuncio, excepto en los casos indicados.

<sup>1</sup> Las primeras rentabilidades están basadas en una media simple de rentabilidades; las segundas están basadas en rentabilidades ponderadas.

<sup>2</sup> Las primeras rentabilidades están ajustada por la rentabilidad media del mercado; las segundas están ajustadas por las rentabilidades de una muestra de contraste de empresas similares.

Panel B2: Estudios que encuentran rentabilidades nulas o positivas

| Estudio                      | Exceso de Rentabilidad   | Tamaño muestra      | Período muestra | Ventana de medición rentabilidad (días)   | Posterior                                    | Cobertura sectorial  | Cobertura geográfica                 | Notas  |
|------------------------------|--|---------------------|-----------------|---|--|----------------------|--------------------------------------|--|
| Maquieira et al. (1998)      | +6,14% non-conglomerate deals  | 55                  | 1963-1996       | (-60,60)  | 61,8%  | Diversificadas       | Estados Unidos                       | Estudio de fusiones y adquisiciones en las que el pago se hace mediante intercambio de acciones. |
| Mulherin (2000)              | -4,79% conglomerate  | 47                  | 1962-1997       | (-1,0)  | 36,2%  | Diversificadas       | Estados Unidos                       | Operaciones completas e incompletas.   |
| Kohers y Kohers (2000)       | 1,37% cash deals<br>1,09% stock<br>1,26% whole sample                | 961<br>673<br>1.634 | 1987-1996       | (0,1)   | n.d.   | Tecnología           | Estados Unidos                       | Muestra de operaciones en empresas de alta tecnología.   |
| Raj y Forsyth (2001)         | 1,60%<br>0,75%   | 340                 | 1994-1998       | (-15,+15)   | n.d.   | Diversificadas       | Reino Unido                          |  |
| Floreani y Rigamonti (2001)  | 3,65%  | 56                  | 1996-2000       | (-20,+2)  | n.d.   | Seguros              | Estados Unidos,<br>Europa, Australia |  |
| Beitel et al. (2002)         | 0,42%<br>0,14%<br>0,38%<br>0,07%<br>0,06%<br>0,18%<br>0,46%<br>0,24% | 98                  | 1985-2000       | (-20,0)<br>(-10,0)<br>(-5,0)<br>(-2,0)<br>(-1,0)<br>(-2,+2)<br>(-5,+5)<br>(-10,+10) | 53<br>57<br>53<br>52<br>53<br>42<br>46<br>52 | Financieras, seguros | Países desarrollados y T emergentes  |  |
| Doukas-Holmén-Travlos (2002) | 2,74%<br>1,38%<br>1,19%<br>0,83%<br>0,95%                            | 101                 | 1980-1995       | (-5,+5)<br>(-5,+1)<br>(-1,+1)<br>(-1,0)<br>(0,+1)                                   | 46   | Diversificadas       | Suecia                               | Adquisiciones en el mismo sector muestran rentabilidades positivas.                              |

Notas: La fecha del evento es la del anuncio, excepto en los casos indicados.