



52

El valor estratégico de la espera en las fusiones y adquisiciones colombianas: 1995-2008

ÁREA: 2
TIPO: Aplicación

The value of strategic waiting in Colombian M&As 1995-2008

O valor estratégico da espera nas fusões e aquisições colombianas: 1995-2008

AUTORES

Veneta
Andonova¹

Universidad
de los Andes,
Colombia
vandonova@
uniandes.edu.co

Yeny E.
Rodríguez-
Ramos
Universidad
de los Andes
yenyr@hotmai.
com

Iván Dario
Sánchez-
Manchola
Universidad
de los Andes
pdasama@
univalle.edu.co

En este estudio se analiza el comportamiento de las empresas colombianas en industrias caracterizadas por olas de fusiones y adquisiciones durante el periodo 1995-2008. Se concluye que en términos de rentabilidad, las empresas seguidoras muestran ventaja en comparación con los primeros entrantes en la ola tres años después de la operación. Se ofrecen recomendaciones a los gerentes que contemplan entrar en el mercado colombiano vía fusiones o adquisiciones.

This study offers insights into the behavior of Colombian companies that operated in industries characterized by waves of mergers and acquisitions between 1995 and 2008. The conclusion is that three years after, followers show stronger performance than first movers. Recommendations are offered to managers who plan to expand into the Colombian market via mergers or acquisitions.

Neste estudo é analisado o comportamento das empresas colombianas em indústrias caracterizadas por ondas de fusões e aquisições durante o período de 1995-2008. Conclui-se que, passados três anos, em termos de rentabilidade, as empresas que aguardaram apresentam vantagens em comparação com as primeiras a entrar na onda. São facultadas recomendações aos gerentes que estudam a possibilidade de entrada no mercado colombiano por meio de fusões ou aquisições.

1. Autora de contacto:
Department of
Business, Universidad
de los Andes; Carrera
1 No. 19-27. Edif.
LA 2004. Bogotá;
Colombia.

DOI
[10.3232/
GCG.2010.
V4.N1.03](https://doi.org/10.3232/GCG.2010.V4.N1.03)

1. Introducción

Una de las principales estrategias de crecimiento y expansión empresarial en los últimos años de acelerada globalización son las fusiones y adquisiciones, inspiradas en las posibles sinergias generadas en estos procesos (Cassiman, 2005). La literatura sobre fusiones y adquisiciones documenta que la mayoría de éstas se presentan en olas (Carow, Heron & Saxton, 2004; Toxvaerd, 2008). Algunos autores además argumentan que la posibilidad de lograr sinergias está determinada por el momento en que una organización decide realizar la fusión o la adquisición dentro de la ola. Es así como surgen conjeturas relacionadas tanto con las ventajas asociadas con el inicio de la ola, así como con la ventaja de esperar para actuar al final de la ola. Se ha planteado que las características organizacionales y de la industria pueden llegar a afectar la relación entre el momento de actuar y el desempeño de la organización (McNamara, Halebian & Dykes, 2008). No obstante, como Carow y sus colegas (2004) observan, pocos estudios empíricos examinan si ser pionero en ciertas prácticas organizacionales afecta materialmente el desempeño. El fenómeno de las fusiones y adquisiciones no presenta una excepción.

En este artículo se estudia el impacto que tuvo en el desempeño de las organizaciones colombianas el momento de entrar en la ola de fusiones y adquisiciones, controlando por las características de las organizaciones participantes y las características del entorno industrial. El estudio contribuye al conocimiento sobre prácticas empresariales en un país latinoamericano y ayuda a analizar aspectos relacionados con el momento y las características ambientales y organizacionales en las decisiones de fusionarse, orientando así los gerentes locales y foráneos. Esto permite ofrecer elementos importantes a los tomadores de decisiones de empresas locales e internacionales de cara a los procesos de expansión empresarial vía fusiones y adquisiciones en contextos como el colombiano.

A continuación se resumen los principales argumentos relacionadas con los factores que afectan el momento en que las organizaciones deciden realizar su fusión o adquisición. Se presta atención a características ambientales y organizacionales. Posteriormente, se describe la metodología utilizada en el presente estudio y los resultados obtenidos. Finalmente, se plantean las conclusiones e implicaciones de la investigación para los gerentes.

PALABRAS
CLAVE

Fusiones y
adquisiciones,
Colombia

KEY WORDS

M&A,
Colombia

PALAVRAS-
CHAVE

Fusões e
aquisições,
Colômbia

2. El momento de ingreso en la ola

La literatura del primero en moverse (Lubatkin, 1983; Barney, 1988) identifica claramente la importancia de la información asimétrica que posibilita a un pionero a actuar más temprano que sus pares para explotar activos valiosos. Teóricamente dentro de una ola de fusiones y adquisiciones, los primeros en moverse tienen acceso a un pool de empresas que es potencialmente más grande, posibilitando a la firma escoger aquella que parece más prometedora. En esa misma dirección, estudios como el de Carow y otros (2004)

CÓDIGO JEL
G340

señalan que la ventaja de los primeros en moverse en una ola de fusiones y adquisiciones está basada en que la firma puede: i) poseer información superior que le permite identificar y comprar activos baratos y ii) ser capaz de reestructurar los activos de una manera que produzcan sinergias, las cuales pueden expresarse por medio de economías de alcance, poder de mercado o información que se crea cuando dos empresas específicas se fusionan.

Los hallazgos de las investigaciones sobre los beneficios del primero en moverse han sido mixtos (Lubatkin, 1983; McNamara y otros, 2008). Según Chou, Kim & Rhee, (1998), dos de las principales fuentes de desventajas que los primeros en moverse pueden enfrentar son: i) la incertidumbre de los mercados debido a cambios en los gustos de los consumidores, las tecnologías u otros factores fundamentales y ii) las desventajas asociadas a costos no previstos como por ejemplo incompatibilidades en esquemas de compensación y cultura organizacional. Las anteriores dinámicas podrían deteriorar rápidamente cualquier ventaja que el pionero haya esperado, reduciendo el valor de su base de recursos, dejándolo así en una relativa desventaja frente a los que deciden esperar y entrar de últimos en la ola, siendo estos quienes desarrollan un conjunto de recursos mejor equipados para dar respuesta a las dinámicas del ambiente. En esa misma dirección, Boulding y Christen (2001) afirman que, en el largo plazo, los primeros en incursionar en nuevos mercados son considerablemente menos rentables que los últimos. Sin embargo, debe reconocerse que en el contexto de las fusiones y adquisiciones el costo de ser pionero puede verse reducido frente a los costos relacionados con la incursión en nuevos mercados, debido a ventajas asociadas con menor incertidumbre (McNamara y otros, 2008).

Por otra parte, el hecho de que las fusiones y adquisiciones sean vistas como inversiones parcialmente irreversibles y que se llevan a cabo bajo condiciones de incertidumbre, conduce a que el valor de retrasarse aumente. Retrasar una fusión puede permitir a las firmas mirar por el mejor ajuste, en la medida que los retornos de la fusión son alcanzados en el futuro, mientras que los costos de implementación son cargados inmediatamente después de realizada la fusión o adquisición. Finalmente, al posponer un intento de realizar una toma hostil, una organización adquiriente puede generar condiciones futuras de mercado más favorables para llevar a cabo su proceso de fusión, aunque ello también implique el riesgo de ser apropiada por parte de sus rivales (Toxvaerd, 2008).

3. Las características ambientales y organizacionales

McNamara y otros (2008) destacan el papel moderador que las características industriales y organizacionales pueden tener en la relación entre el momento de entrar en una ola de fusiones y adquisiciones y el desempeño posterior.

Entre las características asociadas al ambiente industrial se encuentra la *munificencia*, entendida ésta como disponibilidad de recursos y el grado en el cual el ambiente soporta la estabilidad o el crecimiento sostenido (Sutcliffe, 1994). En industrias munificentes existe mayor competencia por firmas objeto de adquisición y consecuentemente, una mayor apreciación

en los costos de la adquisición. En esencia las presiones de “bandwagon” son más fuertes en mercados munificentes. Por tanto, aunque el relativo atractivo de un mercado munificente hace que el fusionarse de primero sea potencialmente valioso, los beneficios de este ambiente más munificente rápidamente erosionan en cuantos más oferentes entran al mercado.

Otra característica del ambiente industrial es el dinamismo, entendido como los cambios imprevisibles o la variabilidad en el ambiente en que opera la empresa (Sutcliffe, 1994). De acuerdo con McNamara y otros (2008), el grado de estabilidad en una industria puede afectar la relación entre el momento de realizar una adquisición y el desempeño logrado por la empresa. Según Schmalensee (2000), en mercados más dinámicos, el valor de ser el primero en actuar no es claro, ya que cualquier ventaja lograda por la empresa puede ser rápidamente imitada. Adicionalmente, en mercados dinámicos, el valor real de las empresas adquiridas no puede ser estable o conocido al inicio de la ola. En consecuencia, los últimos en actuar pueden tener dos ventajas: la oportunidad de pujar por los mejores recursos disponibles, ya que estos pueden haber sido pasados por alto durante las primeras etapas de la ola y la oportunidad de aprovechar recursos que surgen en el final de la ola (McNamara y otros, 2008).

Respecto a las características organizacionales, ha sido destacada la importancia de la experiencia previa en llevar a cabo procesos de fusiones y adquisiciones. En función de lo anterior, McNamara y otros (2008) postulan que los adquirientes frecuentes presentan desempeños diferentes a los adquirientes con baja frecuencia en los procesos de fusiones. Supuestamente esto sucede debido a que las rutinas desarrolladas en las fusiones anteriores conducen al desarrollo de memoria procedimental, lo que influye en la búsqueda de información que las firmas adquirientes realizan. Adicionalmente, las rutinas de los adquirientes frecuentes aumentan la probabilidad de que ellos caigan presos de las presiones del *bandwagon*, llevándolas a suspender su propia evaluación racional de las oportunidades de adquisición.

De todo lo hasta aquí dicho se desprende que el momento en que una organización decide realizar la fusión o adquisición dentro de una ola, las características de la industria y de la organización, pueden conducir a ventajas y desventajas, reflejadas en su desempeño posterior. A continuación se analizará el comportamiento de estas variables para el caso de las olas de fusiones y adquisiciones en siete industrias colombianas durante el periodo 1995-2008.

4. Método y resultados

El análisis de las fusiones y adquisiciones se realizó usando la información publicada por la Superintendencia de Sociedades² de Colombia. Desde 1983 hasta 2008 este organismo reporta un total de 1.004 fusiones y adquisiciones; sin embargo, la información financiera de las organizaciones está disponible a partir de 1995, por tanto la investigación se limitó al periodo comprendido entre 1995 y 2008. La Tabla 1 resume por industria (agregada a 2

² Organismo que ejerce la inspección, vigilancia y control de las sociedades mercantiles.

dígitos de clasificación) el periodo en el que se presentó la ola de fusiones y adquisiciones, con el total de operaciones³ llevadas a cabo y el número de organizaciones que participaron en ella, utilizando la metodología de Carow y otros (2004).

Tabla 1. Industrias en las que se identificaron olas de fusiones y adquisiciones

Nombre de la industria	Periodo de la ola	No. Fusiones	No. Empresas que participaron en las fusiones
Comercio al por mayor y en comisión o por contrata, excepto el comercio de vehículo automotores y motocicletas; mantenimiento y reparación de maquinaria y equipo	1997-2005	86	62
Intermediación financiera, excepto los seguros y los fondos de pensiones y cesantías	1999-2002	27	13
Elaboración de productos alimenticios y de bebidas	1998-2005	29	24
Agricultura, ganadería, caza y actividades de servicios conexas	1998-2003	24	18
Fabricación de sustancias y productos químicos	1998-2001	15	13
Fabricación de prendas de vestir; preparado y teñida de pieles	1998-2003	25	13
Actividades de edición e impresión y de reproducción de grabaciones	1998-2005	19	12
Total		225	155

Fuente: Elaboración propia a partir de la información de la Superintendencia de Sociedades

Las empresas se categorizaron en tres grupos: pioneros en moverse (primer 10% del total de empresas en la ola), entrantes en el auge (número de empresas en el año que mayor número de fusiones y adquisiciones presentó dentro de la ola) y últimos en moverse (último 10% del total de las empresas en la ola).

En la [Tabla 2](#) se presentan las estadísticas básicas del desempeño, teniendo en cuenta estas tres categorías de empresas. El desempeño fue medido como el retorno de los activos (ROA) de las empresas tres años antes y tres años después de realizar la fusión o adquisición.

Tabla 2. Estadísticas básicas de los momentos de entrada en la ola

Momento	Desempeño t-3	Desempeño t+3
Primeros en entrar	-1.51	-2.99
Entrantes en el auge	4.50	1.93
Últimos en entrar	-17.94	8.39

Fuente: Elaboración propia a partir de la información de la Superintendencia de Sociedades

³ Las 984 fusiones y adquisiciones realizadas en el periodo 1995-2008, se concentraron en cuarenta y seis industrias, de las cuales sólo siete, cumplieron con los tres criterios utilizados para identificar una ola: *i)* número mínimo de operaciones en la industria mayor o igual a doce; *ii)* número mínimo de operaciones en el pico de la ola mayor o igual a siete; y *iii)* razón entre el número de operaciones del primer año de la ola y el pico de la ola mayor a dos.

En la Tabla 3, se ofrecen los indicadores de entorno industrial (munificencia y dinamismo) calculados para las siete industrias colombianas que presentaron ola de fusiones y adquisiciones. Las medidas de munificencia y dinamismo fueron construidas a partir de los procedimientos desarrollados por Dess y Beard (1984), Sutcliffe (1994) y McNamara, Halebian y Dykes (2008)⁴.

Tabla 3. Características ambientales de las industrias colombianas con olas de fusiones y adquisiciones

Nombre de la industria	Munificencia	Dinamismo
Comercio al por mayor y en comisión o por contrata, excepto el comercio de vehículo automotores y motocicletas; mantenimiento y reparación de maquinaria y equipo	0.15	0.16
Intermediación financiera, excepto los seguros y los fondos de pensiones y cesantías	0.12	0.28
Elaboración de productos alimenticios y de bebidas	0.11	0.16
Agricultura, ganadería, caza y actividades de servicios conexas	0.11	0.17
Fabricación de sustancias y productos químicos	0.10	0.09
Fabricación de prendas de vestir; preparado y teñida de pieles	0.13	0.11
Actividades de edición e impresión y de reproducción de grabaciones	0.09	0.11
Promedio	0.13	0.16

Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Superintendencia de Sociedades

Abajo se reporta el resultado de un análisis multivariado que describe la relación entre el momento de entrar en la ola y el desempeño de las organizaciones, moderado por variables organizacionales y del entorno industrial. Usando el método de eliminación de variables no estadísticamente significativas, el modelo resultante fue:

$$ROA_{t+3} = 0.143 ROA_{t-3}^* + 0.002 LAct^* - 8.985 ExpPim^* + 0.29 DPico - 2.67 MuniPico^* + 0.07 Ult^{**}$$

(*) Significativos al 5%, (**) Significativos al 9%, R²= 19%

Donde ROA_{t+3} es el desempeño medido 3 años después de la fusión⁵; ROA_{t-3} es el desempeño medido 3 años antes de la fusión⁶; $LAct$ es el tamaño de la organización medida con el logaritmo del valor de activos; $ExpPim$ es la experiencia de los líderes en fusionarse dentro de la ola, medida con el número de fusiones en las que participaron el primer 10% de las

⁴ Munificencia: Es el promedio de dos medidas: *i*) el valor de las ventas del sector en 1995 regresado contra el tiempo, para el período 1995-2008 y luego dividiendo el coeficiente de esta regresión en el valor promedio de las ventas del sector durante el período, *ii*) el valor de los activos del sector en 1995 regresado contra el tiempo, para el período 1995-2008 y luego dividiendo el coeficiente de esta regresión en el valor promedio de los activos del sector durante el período. Dinamismo: Es el promedio de dos medidas: *i*) el valor de las ventas del sector en 1995 regresado contra el tiempo, para el período 1995-2008 y luego dividiendo el error típico de la regresión en el valor promedio de las ventas del sector durante el período, *ii*) el valor de los activos del sector en 1995 regresados contra el tiempo para el período 1995-2008 y luego dividiendo el error típico de esta regresión en el valor promedio de los activos del sector durante el período.

⁵ Para aquellas (pocas) organizaciones que desaparecieron antes de los 3 años se tomó la última fecha de reporte.

⁶ Para aquellas organizaciones que no existían 3 años antes, se tomó el primer año de reporte.

empresas en la ola sobre el total de fusiones en la ola; $DPico$ es la variable dummy que toma el valor de 1 si la organización se fusionó en el pico de la ola y 0 en caso contrario; $MuniPico$ es la medida de munificencia de la industria interactuando con las organizaciones que se fusionaron en el pico; y Ult es la variable dummy que toma el valor de 1 si la organización está entre el último 10% de organizaciones en la ola y 0 en el caso contrario.

Aquí sobresale el hecho de que las organizaciones que decidieron esperar más para realizar sus fusiones presentaron mejor desempeño tres años después de la operación que aquellas que fueron pioneras o los que entraron en el pico de la ola. El desempeño de las empresas que decidieron fusionarse en el auge de la ola difiere dependiendo del grado de munificencia de la industria. En industrias más munificentes la decisión de entrar en el pico de la ola es menos rentable que en industrias menos munificentes. Este resultado puede ser interpretado como una evidencia de la mayor competencia por recursos en industrias munificentes, fenómeno que lleva a la subasta competitiva por empresas objetivo de fusión y adquisición y finalmente a la disipación de rentas económicas. En nuestro estudio, el dinamismo como variable del entorno industrial parece no tener un impacto estadísticamente significativo sobre el desempeño post-fusión de las organizaciones.

Lo anterior indica que en el caso colombiano para el periodo 1995-2008 existe una clara desventaja en ser pionero en la ola de fusiones y adquisiciones, resultando positivo el hecho de esperar a que otras empresas incurran en los costos asociados a ser el pionero. En coherencia con lo señalado por Cho y sus colegas (1998) sobre las ventajas de esperar para ingresar en una ola de fusiones y adquisiciones, en el caso de las industrias colombianas analizadas, cobra relevancia el *benchmarking*, esto es, que los últimos en entrar pueden aprender de los errores y aciertos de sus predecesores, reduciendo sus propios requerimientos de inversión así como sus riesgos.

Otro elemento a destacar es que la falta de experiencia en fusiones y adquisiciones puede considerarse como algo benéfico antes que nocivo para las organizaciones. Este resultado parece soportar la observación previamente hecha en la literatura que las organizaciones que incurren repetidamente en procesos de fusiones y adquisiciones desarrollan una serie de rutinas en el proceso que sesgan sus valoraciones de las posibles empresas candidatas.

Finalmente, el tamaño relativo y la rentabilidad histórica, medidos aquí con el logaritmo del valor de los activos y el ROA tres años antes de la fusión, respectivamente contribuyen a un mejor desempeño después de la fusión. Es fácil de imaginar que una mayor escala y holgura financiera pueden contribuir positivamente a un proceso post-fusión más fluido y rentable.

4. Conclusiones e implicaciones

La investigación adelantada permite concluir sobre tres aspectos. El primero y más importante es que, en el contexto de las siete industrias colombianas analizadas, resulta estratégicamente más sensato no ser de los primeros en entrar en una ola de fusiones y adquisiciones. Parece que las incertidumbres que los líderes enfrentan son más peligrosas que las ventajas de ser pionero. Segundo, un factor organizacional como la experiencia en realizar fusiones y adquisiciones lleva más desventajas que ventajas desde el punto de vista de la rentabilidad empresarial. Parece que las rutinas organizacionales llevan a las empresas a enfrentar las distintas oportunidades de la misma manera, sesgando así su valoración. Finalmente, la munificencia de una industria es un buen indicador de la severidad de la competencia por recursos que se dará cuando llegue el pico de la ola. Por lo tanto, realizar fusiones y adquisiciones en industrias de gran potencial (munificentes) se hace una tarea aún más difícil. Las empresas deben tener una disciplina interna muy sólida para no ceder a la presión y entrar en el pico de la ola cuando todos parecen fusionarse y cuando la subasta competitiva por los recursos es la más severa.

Los resultados de esta investigación tienen importantes implicaciones para los directivos locales e internacionales. En promedio las empresas estudiadas que se apresuran en una ola de fusiones tienen peor rendimiento en términos de ROA tres años después. En este sentido, desarrollar una capacidad de espera estratégica puede ser una importante tarea para los ejecutivos que operan en este mercado. Simultáneamente, parece importante trabajar en contra del establecimiento de rutinas organizacionales en la práctica de las fusiones tratando cada operación como un evento único que no tiene nada que ver con los anteriores aún cuando éstos hayan sido muy exitosos. Esta recomendación es especialmente relevante para empresas internacionales con extensas prácticas en los procesos de fusión. Finalmente, la observación que no siempre la industria de mayor munificencia es la que ofrece la mayor rentabilidad parece cumplirse también para el caso de las fusiones y adquisiciones.

Aún cuando el presente estudio analiza únicamente el contexto colombiano, es una evidencia de la idiosincrasia que podría tener la dinámica de las fusiones y adquisiciones empresariales en países de Latinoamérica. Estudios sobre la dinámica de las fusiones y adquisiciones en otros países de la región sin lugar a duda serán de gran apoyo a los gerentes que hoy escogen Latinoamérica para hacer crecer a sus empresas y las fusiones y adquisiciones son una de las herramientas para lograrlo.

Bibliografía

- Barney, J. (1988). «Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis». *Strategic Management Journal, Summer Special Issue* 9, 71-78.
- Boulding, W., & Christen, M. (2001). «First mover disadvantage». *Harvard Business Review*, 82, 20-21.
- Carow, K., Heron, R., & Saxton, T. (2004). «Do Early birds get the returns? An empirical investigation of early-movers advantages in acquisitions». *Strategic Management Journal*, 25, 563-585.
- Cassiman, B. (2005). «El impacto de las fusiones y adquisiciones en la innovación». *Universia Business Review*, 5, 56-69.
- Cho, D., Kim, D., & Rhee, D. (1998). «Latecomer strategies: Evidence from the semiconductor industry in Japan and Korea». *Organization Science*, 9, 489-505.
- Dess, G., & Beard, D. (1984). «Dimensions of organizational task environments». *Administrative Science Quarterly*, 29, 52-73.
- Lubatkin, M. (1983). «Mergers and the performance of the acquiring firm». *Academy of Management Review*, 8, 218-225.
- McNamara, G., Halebian, J., & Dykes, B. (2008). «The performance implications of participating in an acquisition wave: Early mover advantages, bandwagon effects, and the moderating influence of industry characteristics and acquirer tactics». *Academy of Management Journal*, 51, 113-130.
- Melissas, N. (2005). «Herd behaviour as an incentive scheme». *Economic Theory*, 26, 517-536.
- Schmalensee, R. (2000). «Antitrust issues in schumpeterian industries». *American Economic Review*, 99, 192-196.