



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

**Escuela de
Postgrado**

**“IMPACTO DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES (M&A) EN
AMÉRICA LATINA (AL): UNA EVALUACIÓN DE SUS
FUENTES”**

**Trabajo de Investigación presentado
para optar al Grado Académico de
Magíster en Economía**

**Presentado por
David Alonso Cuadros Negrete**

Asesor: Diego Winkelried
[0000-0002-9388-2617](tel:0000-0002-9388-2617)

Lima, enero 2024

REPORTE DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA ANTIPLAGIO

A través del presente, Diego Winkelried Quezada deja constancia que el trabajo de investigación titulado "Impacto de las Fusiones y Adquisiciones (M&A) en América Latina (AL): Una evaluación de sus fuentes" presentado por don David Alonso Cuadros Negrete de acuerdo con el D.N.I. 73267485 para optar al Grado de Magíster en Economía fue sometido al análisis del sistema antiplagio Turnitin el 29 de enero de 2024 dando el siguiente resultado

The screenshot shows a Turnitin report interface. The main content area displays the title of the thesis: "IMPACTO DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES (M&A) EN AMÉRICA LATINA (AL): UNA EVALUACIÓN DE SUS FUENTES". The author is identified as David Alonso Cuadros Negrete. The report is dated 29/01/2024. On the right side, a sidebar titled "Resumen de coincidencias" (Summary of similarities) shows an overall similarity score of 6%. Below this, a list of 12 sources is provided, each with a similarity percentage of <1%.

Source	Similarity
1. [Source]	<1%
2. [Source]	<1%
3. [Source]	<1%
4. [Source]	<1%
5. [Source]	<1%
6. [Source]	<1%
7. [Source]	<1%
8. [Source]	<1%
9. [Source]	<1%
10. [Source]	<1%
11. [Source]	<1%
12. [Source]	<1%

Contenido

Resumen Ejecutivo	3
1. Introducción	4
2. Revisión de la Literatura	5
3. Metodología y Descripción de la Data	9
Metodología	9
Descripción de la Data	11
Análisis descriptivo	12
4. Resultados	16
5. Conclusiones	18
Bibliografía	20
Anexos	23

Resumen Ejecutivo

En el presente trabajo de investigación se explorará el impacto que tienen los anuncios de Fusiones y Adquisiciones (M&A) sobre la rentabilidad en empresas en América Latina durante el periodo 2002-2022. Para ello, se analizará el impacto sobre el retorno de los activos (ROE) en una cierta ventana de tiempo posterior al anuncio de M&A, para explorar el efecto de corto y mediano plazo, comparándolos con empresas similares que no siguieron dicha estrategia. Asimismo, se explorará las fuentes de dicho impacto a través de la descomposición del ROE mediante la famosa de descomposición de DuPont que permite descomponer el ROE en 3 componentes: margen neto, rotación de activos y el apalancamiento, y así determinar cuál o cuáles son los componentes detrás del impacto sobre el ROE. Además, la investigación se concentrará en empresas listadas en las bolsas de valores de Brasil, México, Colombia, Perú, Chile y Argentina.

La revisión de la literatura no establece un efecto claro del impacto de los M&A sobre las empresas que las realizan, con algunos trabajos identificando un efecto positivo y otros por su parte, encontrando que dicho efecto desaparece al considerar ciertos controles. Tomando esto en consideración y el mercado en estudio, se esperará que dichos procesos tengan un impacto positivo sobre la ROE en el mediano plazo.

La importancia de la presente investigación radica en tres puntos. En primer lugar, la investigación contribuirá en la literatura de los M&A en el contexto de mercados emergentes, principalmente en América Latina, la cual es muy escasa, ya que los principales trabajos se concentran en mercados desarrolladas, dada la menor opacidad que poseen. Por otra parte, la investigación proveerá información de los efectos de los M&A sobre la rentabilidad de las empresas, así como sus fuentes, lo que permitirá a las gerencias o personas a cargo tener un mejor manejo de dichas estrategias a través del mayor conocimiento de estas. Finalmente, la investigación contribuirá a la comprensión de los procesos de M&A en América Latina, a través de la documentación de algunos de los principales procesos durante el periodo de análisis.

Con la finalidad de evaluar dichos efectos, se estimará un modelo de datos de panel flexible siguiendo la propuesta de Laporte & Windmeijer (2005) que permitirá estudiar el impacto de los M&A antes, durante y después del anuncio del evento.

1. Introducción

El objetivo de la presente investigación es evaluar el impacto de los anuncios de Fusiones y Adquisiciones (M&A) sobre el retorno de los activos (ROE), así como sus causas mediante la descomposición de DuPont, en una cierta ventana de tiempo posterior al anuncio, durante el periodo comprendido entre el 2002 y el 2022 para las empresas adquirientes que se encuentren listadas en las bolsas de valores de Brasil, México, Colombia, Perú, Chile y Argentina.

La selección del ROE como variable de interés responde a que dicho indicador provee información de la rentabilidad que perciben los accionistas de la empresa y cuán eficiente es la empresa en generar ganancias. Asimismo, el ROE puede ser descompuesto mediante la técnica de descomposición de DuPont en 3 ratios financieros adicionales, lo que permite el análisis para identificar cuál de ellos es el que más o menos contribuye al ROE de la firma, lo cual será empleado más adelante luego de identificar el efecto sobre el ROE.

Por su parte, los M&A son eventos corporativos que forman parte de la estrategia corporativa de una empresa, mediante los cuales las empresas pueden aumentar o reducir su tamaño a través de la adquisición o unión con otras firmas. La decisión de realizar dicha acción suele tener como motivación el incremento de ingresos futuros y beneficios al alcanzar una posible sinergia entre las compañías involucradas en el proceso, así como la mayor diversificación a través de la entrada a nuevos mercados, entre otros. En función al tipo de integración que se busque con dicho proceso, los M&A pueden clasificarse en tres: integración horizontal, integración vertical y conglomeración. La integración horizontal se da con la unión entre empresas que compiten en el mismo rubro, con el objetivo de incrementar su posición de mercado y generar sinergias a través de las economías de escala. Por otro lado, la integración vertical se da entre empresas que comparten una misma cadena de producción, es decir, que se encuentran integradas de forma vertical (cliente – proveedor) con el objetivo de generar sinergias a través de la reducción de costos e integración de procesos. Finalmente, la conglomeración se da entre empresas de distintos rubros con el objetivo de diversificar las actividades económicas, generar venta de productos cruzados, la ampliación de base de consumidores, entre otros.

Dada la motivación de las empresas de generar una mayor rentabilidad, la realización de un M&A debiese tener un impacto positivo sobre la rentabilidad de una firma. En el corto plazo, empero, es posible encontrar efectos contrarios debido al proceso de adaptación y de reestructuración de la firma adquirida, lo cual puede conllevar a malos resultados durante este

periodo de aprendizaje; sin embargo, si los M&A efectivamente logran generar valor a las empresas, en el mediano - largo plazo debiésemos esperar un impacto positivo sobre la rentabilidad de estas. No obstante, como se verá más adelante, la literatura sobre el impacto de dichos eventos no es concluyente. Por una parte, algunos estudios como los de Healy (1992), muestran una mejora significativa en las empresas luego de la fusión a través de la mejora en su rendimiento operativo; mientras que otros como Ghosh (2001), no encuentran mayor evidencia de que las empresas que se fusionan puedan aumentar su rendimiento después de las adquisiciones. Asimismo, la mayor parte de estos estudios están concentrados en mercados desarrollados, siendo pocos como los de Cortés, Agudelo y Mongrut (2017) que documentan los procesos de M&A en América Latina.

En América Latina a pesar del retroceso de los procesos de M&A durante el 2022, con una reducción del 29% y 40% en el volumen y valor de las transacciones anunciadas respectivamente, estas continúan siendo una actividad significativa en la región, con el anuncio de 718 M&A durante el 2022, lo que representa un valor total de 42.9 mil millones de dólares. A nivel de países, Brazil continuó siendo el país más activo representando el 56% del volumen de transacciones, seguido por México y Chile con un 12% y 8% respectivamente. (S&P Global Market Intelligence, 2022).

Para realizar el análisis del impacto de los anuncios de M&A sobre el ROE y de esta forma determinar si dichos eventos corporativos generan o no valor, se hará realizar una comparación del ROE de aquellas empresas que siguieron un proceso de M&A frente a aquellas empresas con características similares que no siguieron dicho proceso.

El resto del documento está organizado de la siguiente manera. La sección 2 muestra una breve revisión de la literatura del impacto de M&A sobre las firmas. La sección 3 expone la metodología empleada, así como la presentación de la muestra utilizada junto a un breve análisis descriptivo de la misma. La sección 4 presenta los resultados de las estimaciones. Finalmente, en la sección 5 se presenta las conclusiones del trabajo.

2. Revisión de la Literatura

La mayoría de los trabajos enfocados a revisar el impacto de los M&A sobre las empresas han estado enfocados principalmente en el contexto de mercados desarrollados, especialmente en Estados Unidos. Sobre dichos impactos, la literatura ha documentado el impacto sobre diversos indicadores financieros y los resultados son bastante variados, con estudios que sustentan un

impacto positivo y otros que no logran identificar una rentabilidad superior en las empresas adquiridas luego de su adquisición. Con respecto a los primeros, Healy (1992) tomando como muestra las 50 fusiones más grandes en Estados Unidos durante el periodo de 1979-1984, encuentra que las firmas fusionadas mostraron una mejora significativa en su productividad relativa a sus industrias, llevando a un incremento en su rendimiento operativo, además, encontró una fuerte relación positiva entre incrementos en los flujos de caja operativos posterior a la fusión y retornos anormales de acciones luego de los anuncios de M&A, lo cual atribuye a que el mercado financiero incorpora las expectativas sobre mejoras en las valorizaciones de dichas firmas. En línea con dicho trabajo, Switzer (1996) complementa dichos hallazgos para el periodo de 1967-1987 tomando como muestra 324 fusiones en Estados Unidos, y encontrando una mejora significativa en el rendimiento operativo de las empresas luego de la fusión, además de que encuentra una mejora estadísticamente significativa en el margen operativo del flujo de caja de dichas firmas.

Por otra parte, Ravenscraft y Scherer (1989) analizando empresas manufactureras en Estados Unidos durante el periodo 1957-1977, encuentran que las empresas adquiridas no lograron generar una rentabilidad superior a la de sus controles luego de su adquisición. Por su parte, Ghosh (2001) analizando empresas también en Estados Unidos durante el periodo 1981-1995, no encuentra evidencia de que las empresas que se fusionen puedan aumentar el rendimiento del flujo de caja operativo después de las adquisiciones, aunque sí encuentra evidencia de que el flujo de caja operativo aumenta significativamente después de las adquisiciones en efectivo, asimismo, hace referencia a que el estudio de Healy (1992) podría sesgarse si la muestra de firmas empleadas sistemáticamente supera a las empresas medianas de su industria. En esa misma línea, Agrawal, Jaffe y Mandelker (1992), analizando empresas en Estados Unidos para el periodo de 1955-1987, encuentran evidencia de que los accionistas de las empresas adquirientes sufren una pérdida significativa de alrededor de 10% en un periodo de 5 años posterior a la fusión y que dicho retorno negativo no es explicado ni por el tamaño de la firma o los problemas de estimación del beta.

Ramaswamy y Waagelein (2003), tomando como muestra empresas en Estados Unidos para el periodo 1975-1990, encuentran evidencia de que el desempeño posterior a la fusión está negativamente asociado con el tamaño relativo de la empresa objetivo y se asocia positivamente con los planes de compensación de incentivos a largo plazo. Además, encuentran evidencia de que las empresas que anunciaron fusiones antes de 1983, que compensan a sus gerentes con planes de desempeño a largo plazo, que adquieren empresas en industrias

diferentes y que adquieren empresas de tamaño relativo más pequeño experimentan un desempeño financiero significativamente mejor después de la fusión.

Por su parte, Harrison, Hitt y Hoskisson (1991) analizan las sinergias y el rendimiento de las empresas luego de una fusión usando una muestra de 2000 firmas para el periodo de 1970-1989, encontrando que las empresas más distintas se benefician más de las sinergias del proceso de fusión y no encuentran evidencia de mejoras sustanciales posterior a la fusión de empresas con un similar patrón de distribución de recursos.

Asimismo, trabajos más recientes como el de Fu et al (2013), analizan la valorización tanto de la firma adquiriente como la adquirida en los procesos de adquisición anunciados y completados entre 1985 y 2006 en Estados Unidos, encontrando que las firmas sobrevaluadas terminan pagando un precio mayor por las firmas adquiridas, lo que termina conllevando en que no haya ganancias por sinergias, y por el contrario, encuentran caídas sustanciales del valor del precio de la acción de la firma adquiriente, incluso en el largo plazo. En dicha línea, Akbulut (2013), usando un método de valorización propio, encuentra que los accionistas de las empresas adquirientes terminan siendo afectados en las actividades de adquisición. Ambos estudios se centran en la premisa de que las empresas sobrevaluadas son más propensas a seguir procesos de adquisición, debido a la situación en la que se encuentran, aunque dichos procesos terminan generándoles resultados negativos. Ahern & Sosyura (2014) indaga más en la razón detrás de dichos resultados, encontrando que las firmas adquiridas aumentan deliberadamente el precio de sus acciones mediante el lanzamiento de buenas noticias, y por tanto, la caída significativa del precio de la acción posterior al anuncio de la adquisición, refleja el descuento de las noticias liberadas previamente. Otra posible explicación a los resultados negativos que puede brindar un M&A, la encontramos en Akdoğu (2011), que sugiere, a través del desarrollo de un modelo teórico, que un proceso de adquisición implica una mejora competitiva de la firma a expensas de otra, por lo cual una firma podría entrar a un proceso de adquisición que no necesariamente le beneficia, pero evita de esa forma que otra empresa rival gane una mejor posición en el mercado y la termine haciendo a un lado.

Por otra parte Erel, Jang & Weisbach (2015) encuentran que las firmas adquiridas obtienen beneficios como una mayor inversión posterior a la adquisición, cuando estas previamente se encontraban restringidas por financiamiento, especialmente cuando la firma es relativamente pequeña.

En cuanto a estudios fuera de Estados Unidos, Chatterjee y Meeks (1996) analizando empresas británicas durante el periodo de 1977-1990, no encuentran evidencia de ningún incremento en la rentabilidad posterior a la fusión previo a 1985. Pero posterior a dicha fecha se observa un incremento significativo en la rentabilidad, aunque dicho efecto, aunque señalan que una causa de ello es el cambio en la contabilidad de las empresas a partir de esa fecha. Por su parte, Manson (2000) analiza 44 eventos de M&A en el Reino Unido durante el periodo de 1985-1987, encontrando evidencia de ganancias operativas y no operativas para las empresas adquirientes, aunque señala también que los resultados son bastante sensibles a la forma en cómo se mide el desempeño operativo. Asimismo, Giudici y Bonaventura (2017), se concentraron en empresas europeas durante el periodo 1998-2008 que hayan conducido al menos una oferta pública inicial (IPO), encontrando un deterioro en el rendimiento operativo en las firmas que invirtieron en un M&A.

Por su lado, Sharma y Ho (2002) analizan una muestra de 36 eventos de M&A en Australia durante el periodo de 1986-1991, no encontrando evidencia de una mejora en el desempeño operativo luego del proceso de adquisición. Mientras que Borodin et al. (2020), analizando empresas americanas y europeas que realizaron algún M&A durante el periodo 2016-2018, encuentran que en ambas regiones las compañías que fueron rentables antes del evento corporativo lo siguieron siendo después del mismo y el resultado está influenciado por el tipo de pago de la empresa.

Dentro de países emergentes, tenemos el trabajo de Rahman y Limmack (2004) donde encuentran evidencia que las adquisiciones en Malasia durante el periodo 1988-1992 condujeron a mejoras en el largo plazo del desempeño del flujo de caja operativo, siendo dicha mejora resultado de un incremento en el rendimiento de las ventas. Por el contrario, Pawaskar (2001), no encuentra evidencia de un incremento en la rentabilidad de las firmas posterior a la fusión analizando el desempeño de las firmas en India para el periodo 1992-1995. Mientras que, por otra parte, Zhan et al. (2018), dentro del contexto de empresas farmacéuticas chinas durante el periodo 2008-2016, sí logran encontrar un efecto positivo de la realización de un M&A sobre el rendimiento de la compañía, aunque este depende del tipo de M&A que se realizó.

Finalmente, a pesar de que no haya una conclusión definitiva del impacto de los M&A sobre la rentabilidad de la firma, el hecho de que dichos eventos continúen realizándose, así como la literatura que sí avala el impacto positivo de estos eventos, nos lleva a plantear como hipótesis

que los M&A sí generan un impacto positivo y además de que dicho impacto no es homogéneo en el tiempo, ya que las firmas pueden adaptarse antes de la realización del mismo y los efectos tomar tiempo en materializarse, con lo cual esperamos que en el corto plazo no haya mayor impacto sobre la rentabilidad de la firma, reflejando sus beneficios en el mediano-largo plazo. En dicha línea, el presente trabajo busca identificar dicho efecto sobre la rentabilidad y estudiar su dinámica previa y posterior al anuncio del M&A, en el contexto de los países de América Latina durante el periodo del 2002-2022.

3. Metodología y Descripción de la Data

Metodología

Tal y como se mencionó inicialmente, la metodología empleada corresponde a la propuesta de Laporte & Windmeijer (2005) en su trabajo “*Estimation of panel data models with binary indicators when treatment effects are not constant over time*”, en el cuál demuestran que los estimadores tradicionales “*within groups*” y “*first-differenced OLS*” pueden conducir a estimaciones distintas de los efectos del tratamiento cuando dichos efectos no son constantes en el tiempo y el tratamiento es un estado que cambia ocasionalmente, por lo que proponen un esquema más flexible para capturar el efecto dinámico del tratamiento a través de la introducción de variables indicadoras binarias conocidas como variables de pulso.

Se decidió tomar dicho enfoque debido a la posibilidad descrita anteriormente de que el efecto del anuncio del M&A pueda no ser homogéneo en el tiempo, debido a la anticipación que puedan tener las firmas y el rezago del impacto del evento en sí. Asimismo, dicha metodología ha venido gozando de bastante aceptación en la literatura reciente para evaluar el efecto del tratamiento en situaciones donde se sospecha que existe un efecto dinámico que no es invariante en el tiempo. Entre dichos trabajos encontramos el publicado por García, Li & Mahmud (2022), donde utilizan el enfoque de Laporte & Windmeijer (2005) para analizar el impacto de tiroteos masivos sobre los préstamos en las localidades afectados, tomando en consideración el efecto dinámico del mismo. Por su parte, Genakos, Koutroumpis & Pagliero (2018) adaptan el mismo enfoque para estudiar el impacto de la regulación de una regla de recargo, estimando el efecto previo y posterior a la implementación de dicha política.

El trabajo se centrará en la fecha del anuncio del M&A para estudiar su impacto y dinámica alrededor del mismo. Esta fecha de anuncio se define como la fecha en la que se anunció oficialmente el acuerdo entre ambas firmas. En un primer momento, con el objetivo de estimar

el impacto total de los anuncios sobre el ROE de la firma adquiriente se implementará la siguiente especificación:

$$Y_{it} = \gamma_0 S_{i,0} + \lambda A_{it} + \tau X_t + \mu_i + \delta + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Donde Y_{it} representa la variable de interés, en este caso el logaritmo natural del ROE de la firma i en el trimestre t multiplicada por 100, $S_{i,0}$ es una variable de paso que acumula los eventos de M&A de la firma i , A_{it} es el logaritmo natural del tamaño de activos de la firma, X_t es un vector de controles variantes en el tiempo, como el riesgo país, el retorno de los últimos 12 meses de la bolsa local y la tasa de referencia del banco central, μ_i son las características específicas e invariantes en el tiempo como la industria y el país de la firma, δ las características invariantes en el tiempo y compartidas por todas las firmas y ε_{it} es el término de perturbación aleatorio. Este primer enfoque no toma en consideración el efecto dinámico y nos permitirá observar de forma preliminar cuál es el impacto neto.

Posterior a ello, se explorará de forma introductoria la existencia del algún efecto anticipatorio sobre la variable de interés, y para ello a la especificación anterior se añadirá una variable de pulso $P_{i,-(1Y-2Y)}$, la cual toma el valor de 1 durante los dos años previos a la realización del M&A y 0 en los demás periodos. Con lo cual, la especificación queda de la siguiente forma:

$$Y_{it} = \gamma_{-(1Y-2Y)} P_{i,-(1Y-2Y)} + \gamma_0 S_{i,0} + \lambda A_{it} + \tau X_t + \mu_i + \delta + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Finalmente, con el objetivo de ver la dinámica completa, se añadirán nuevas variables de pulso de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \log Y_{it} = & \gamma_{-2Y} P_{i,-2Y} + \gamma_{-1Y} P_{i,-1Y} + \gamma_0 P_{i,0} + \gamma_1 P_{i,1q} + \gamma_2 P_{i,2q} + \gamma_3 P_{i,3q} \\ & + \gamma_4 P_{i,4q} + \gamma_{+2Y} P_{i,+2Y} + \gamma_{+3Y} P_{i,+3Y} + \gamma_{+4Y} P_{i,+4Y}^* + \lambda A_{it} \\ & + \tau T_t + \mu_i + \delta + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

Donde $P_{i,-jY}$ es una variable de pulso que toma el valor de 1 j años previos antes de la realización del evento y 0 en los demás periodos, $P_{i,jq}$ es una variable de pulso que toma el valor de 1 j periodos después de la realización del evento y 0 en los demás periodos, $P_{i,+jY}$ es una variable de pulso que toma el valor de 1 j años posterior a la realización del evento y 0 en los demás periodos, y $P_{i,+4Y}^*$ es una variable de paso que acumula las variables de pulso posteriores al cuarto año después de la realización del evento. La interpretación del coeficiente asociado a esta última variable puede interpretarse como el impacto final de largo plazo al agrupar los efectos posteriores al cuarto año. De la misma manera, en la sección de anexos, se incluye una versión modificada del modelo anterior, en la cual se usan únicamente variables

de pulso para cada trimestre, lo cual supone una versión no restringida del modelo, al no imponer algún tipo de agrupación de las variables de pulso.

La descomposición de Dupont, por otra parte, permite descomponer el ROE de una firma como la multiplicatoria de otros tres ratios financieros adicionales:

$$\text{ROE} = \text{Margen Neto} * \text{Rotación de Activos} * \text{Apalancamiento} \quad (4)$$

Esta descomposición permite identificar las fuentes detrás de la variación del ROE a través de cambios en los márgenes netos, la rotación de activos de activos o el apalancamiento de la firma. Asimismo, al ser la descomposición una productoria, al aplicar logaritmos sobre la misma, podemos expresar el logaritmos del ROE como la sumatoria del logaritmo de los demás ratios. Esto último es muy útil, ya que nos permitirá descomponer los coeficientes asociados a las variables de pulso de la ecuación (3) sobre el ROE, como la suma de los coeficientes de la misma ecuación sobre los demás ratios financieros:

$$\gamma_{i,j}^{\text{ROE}} = \gamma_{i,j}^{\text{Margen Neto}} + \gamma_{i,j}^{\text{Rotación de Activos}} + \gamma_{i,j}^{\text{Apalancamiento}} \quad (5)$$

Asimismo, es importante notar que la ecuación anterior se cumple en la medida en que el ROE y los ratios que lo componen se expresen en logaritmos y que los regresores utilizados en la especificación de la ecuación (3) sean los mismos.

Por último, todos los modelos presentados anteriormente serán estimados con distintos métodos para evaluar la robustez de los resultados, entre ellos la estimación por mínimos cuadrados ordinarios (OLS), el estimador de efectos fijos (FE) y el estimador de efectos aleatorios (RE). Asimismo, para lidiar con un potencial problema de autocorrelación, se hará uso de estadísticos robustos, agrupando los errores estándares a nivel de empresa, y también se hará uso de la corrección propuesta por Driscoll & Kraay (1998) para el caso del estimador de efectos fijos.

Descripción de la Data

La base de datos empleada cuenta con información financiera histórica y otras métricas obtenidas de Bloomberg para un total de 1277 empresas que listan o han listado en las bolsas de los países de Brasil, México, Colombia, Perú, Chile y Argentina, tomando solo las métricas de las acciones comunes de dichas empresas. De este total, sin embargo, a la fecha de realización de este estudio, solo 845 se encontraban activas, mientras que el resto fueron adquiridas o retiradas.

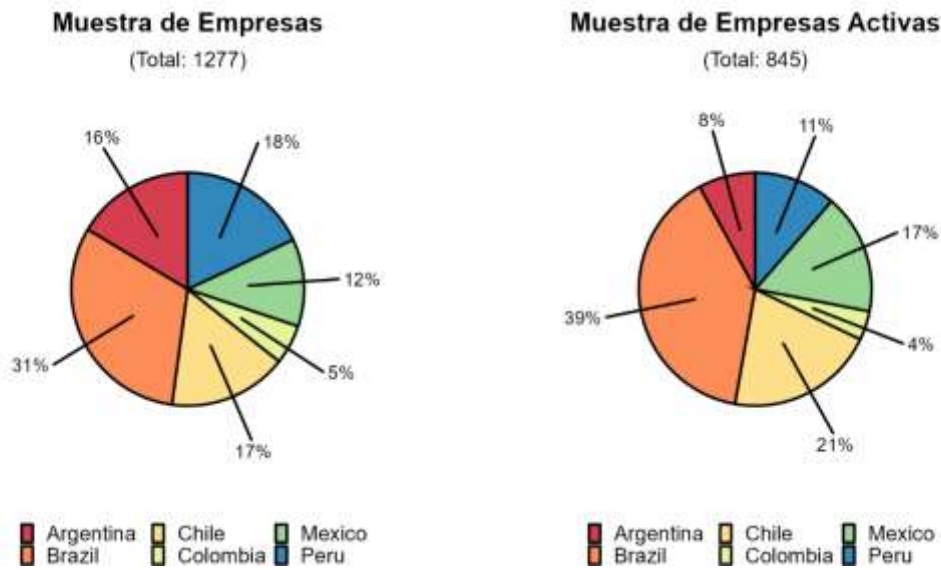
Para las 845 empresas consideradas, se obtuvo información financiera trimestral e información descriptiva para el periodo 2000-2022. Con respecto a la información financiera, esta comprende los siguientes indicadores: Utilidad Neta, Ingresos, Activos, Patrimonio y el ROE. Además, también se obtuvo información descriptiva de las empresas incluyendo la industria o sector a la que pertenece, así como el país de origen.

Finalmente, también se han recabado las fechas en las cuales las empresas adquirientes anunciaron un proceso de M&A. Para ello, se utilizó la plataforma Bloomberg, que recopila dicha información a través de cables de noticias, presentaciones regulatorias y comunicados de empresas. Asimismo, para efectos del análisis, solo se tomaron en consideración aquellos eventos en los cuales la empresa adquiriente haya adquirido una participación mayoritaria, ya que de esta forma los estados financieros de la empresa adquirida se consolidan en los estados financieros de la empresa adquiriente desde el momento de la fusión hacia adelante. Asimismo, cabe resaltar que solo se tomaron en consideración los eventos en los que se involucraban las acciones comunes.

Análisis descriptivo

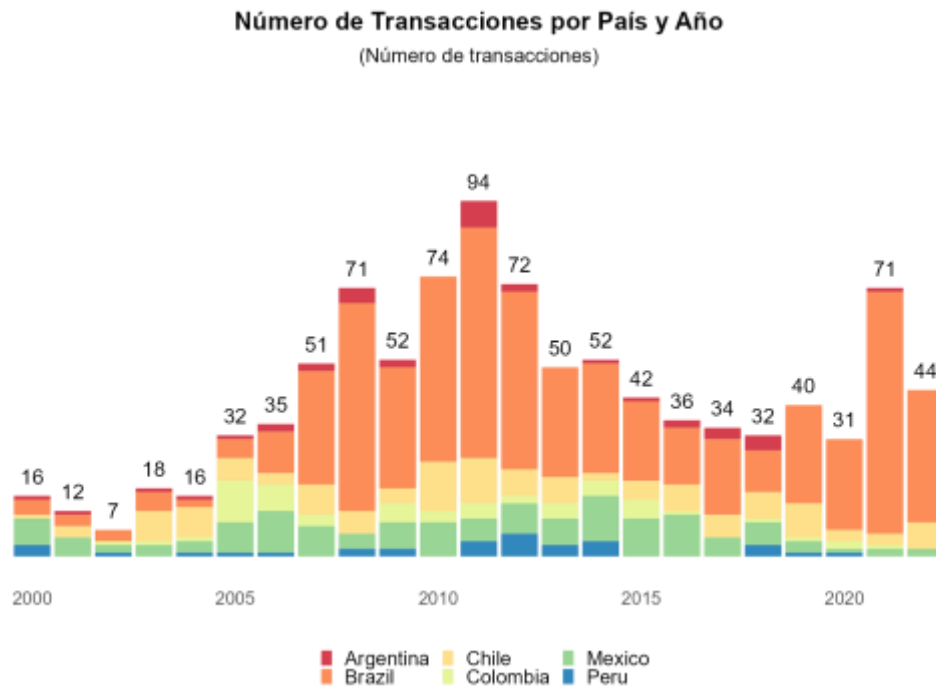
Tal como se muestra en el **Gráfico 1**, del universo de empresas que listaron en bolsa entre el 1ro de enero del 2000 hasta el 31 de diciembre del 2022, la mayoría de estas empresas se encuentran en Brasil (31%), seguido por Perú (18%), Chile (17%), Argentina (16%), México (12%) y Colombia (5%). No obstante, a la fecha de realización del presente estudio, solo 845 empresas aún se encontraban activas, es decir aún listaban en la bolsa de valores de su respectivo país, el resto fue deslistada debido a diferentes razones, entre ellas debido a que la empresa pudo haber sido adquirida.

Gráfico 1 Muestra de Empresas - Periodo 2000-2022



Del total de empresas activas mencionadas anteriormente, cerca del 33% de dichas empresas siguieron un proceso de M&A durante el periodo de análisis. Al momento de considerar algún evento de M&A se tomaron algunos criterios, entre ellos, que la empresa adquiriente debe encontrarse listada en alguna de las bolsas de los países considerados al momento de la realización del M&A, asimismo, dicha empresa debe tener como país de origen el mismo país en el que cotiza para evitar el análisis sobre empresas extranjeras que también coticen en la bolsa local debido a que nuestro análisis se cierce sobre empresas latinoamericanas; y finalmente, la empresa adquiriente debe haber obtenido una posición mayoritaria (superior al 50% del accionariado) de la empresa adquirida luego del proceso de M&A. Por el lado de la empresa adquirida, dado que no es el foco de análisis del estudio, no es relevante si dicha empresa cotizó o no en alguna bolsa de valores de los países considerados, o si era una empresa local o extranjera, ya que el objetivo será analizar cómo varía el ROE y otras métricas financieras del lado de las empresas adquirientes.

Gráfico 2 Volumen de M&A por País y Año

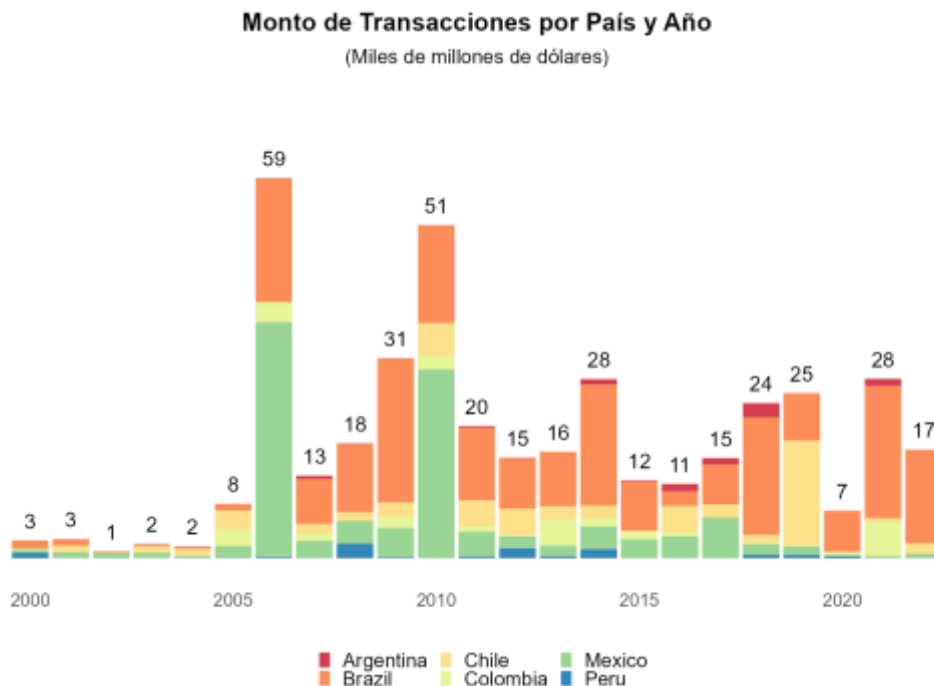


Considerando los criterios establecidos anteriormente, se registraron un total de 982 eventos de M&A durante el periodo 2000 a 2022 que cumplen dichos criterios. En el **Gráfico 2** se puede apreciar la evolución del volumen de los eventos de M&A considerados por país a lo largo del periodo de estudio. En general se observa una tendencia creciente desde el inicio de la muestra que alcanza un pico durante el 2011 y posterior a ello una desaceleración hacia el final de la muestra. Estos resultados van en línea con los hallazgos de Cortés, Agudelo y Mongrut (2017) que identifican la aparición de una ola de M&A que comienza a inicios del 2003 y experimenta un retroceso en el 2009 a raíz de la crisis financiera, pero que se extiende más allá de su periodo de análisis. Asimismo, del total de eventos considerados, Brazil es el país con la mayor proporción de M&A (59%), seguido por Chile (14%), México (14%), Colombia (6%), Argentina (4%) y Perú (3%). Se observa, que dichas proporciones son similares a las observadas en el **Gráfico 1**, lo que muestra que dichas proporciones van en línea con el desarrollo de sus mercados financieros y el tamaño de su economía. El **Gráfico 3** por otra parte, muestra la evolución del monto de los M&A considerados en la muestra; sin embargo, a diferencia del anterior gráfico, ya no es posible ver alguna tendencia marcada. Esto es así debido a las diferencias en el tamaño y desarrollo financiero de los países considerados en el estudio, por lo que para poder tener una noción del tamaño de dichos procesos, es necesario normalizarlos por alguna variable que refleja dichas características. Para ello, se consideraron los montos anuales de los M&A por cada país y se lo expresó como un proporción

del tamaño de capitalización bursátil de cada país, tomando como proxy de este último la capitalización de los índices bursátiles de MSCI que buscan reflejar las características del mercado financiero de cada país. Aplicando dicha transformación, se encontró que Chile es el país con mayores montos anuales de M&A con una mediana de 1.8% de la capitalización bursátil, seguido por Colombia (1.5%), Argentina (1.2%), México (1.1%), Brasil (1.1%) y Perú (0.8%). Se observa por tanto que si bien a primera impresión, Brasil y México son los países con mayores montos de M&A, al momento de normalizarlos por el tamaño de su mercado bursátil, no hay mayores diferencias entre países.

Respecto al sector de las empresas adquirentes, se observa que la mayor de los eventos de M&A en la muestra considerada corresponden al sector de Consumo no cíclico (34%), seguidos por el sector Financiero (18%), el sector Materiales (10%) y el de Utilidades (10%). Asimismo, se observa que cerca del 70% de los eventos de M&A considerados corresponden a procesos dentro del mismo sector, mientras que solo un 30% corresponde a M&A entre distintos sectores. Considerando el país de origen de tanto la empresa adquirente como la adquirida, se observa que cerca de un 68% de los M&A de la muestra considerada, corresponden a procesos dentro del mismo país, mientras que tan solo un 32% corresponden a procesos entre empresas de distintos países.

Gráfico 3 Monto de M&A por País y Año



Finalmente, la **Tabla 1** muestra los principales eventos de M&A ocurridos durante el periodo de análisis. Se observa por tanto que la transacción de mayor monto fue la adquisición de la Offshore Brazil Oil Properties por la empresa brasileña Petróleo Brasileiro SAA por US\$ 42,500 millones de dólares en el 2010, seguidos por dos adquisiciones de la empresa mexicana America Movil SAB de CV por los montos de US\$ 34,701 y US\$ 25,643 en los años 2006 y 2010 respectivamente.

Tabla 1 Principales Transacciones de M&A

Fecha	Empresa Adquiriente	Empresa Adquirida	País	Sector	% Adquirido	Valor Transacción (US\$ MM)
9/2/2010	Petroleo Brasileiro SA	Offshore Brazil Oil Properties	Brazil	Energy	100	42,500
11/7/2006	America Movil SAB de CV	America Telecom SA de CV	Mexico	Communications	100	34,701
1/13/2010	America Movil SAB de CV	CGTEL SAPI de CV	Mexico	Communications	85	25,643
5/24/2011	Oi SA	Tele Norte Leste Participacoes SA	Brazil	Communications	94	17,238
8/11/2006	Vale SA	Vale Canada Ltd	Brazil	Basic Materials	100	16,727
3/16/2018	Suzano SA	Fibria Celulose S/A	Brazil	Basic Materials	100	15,163
5/23/2019	Banco de Chile	Sociedad Matriz del Banco de Chile SA	Chile	Financial	100	14,997
10/27/2006	Cemex SAB de CV	Holcim Australia Holdings Pty Ltd	Mexico	Industrial	100	14,627
4/14/2021	Grupo Televisa SAB	Univision Communications Inc	Mexico	Communications	64	10,747
3/25/2008	Bolsa de Mercadorias e Futuros BM&F SA	Bovespa Holding SA	Brazil	Financial	100	10,567

4. Resultados

De forma preliminar se buscó ver si el ROE promedio de las empresas que realizaron algún proceso de M&A durante el periodo de estudio fue o no mayor al ROE de las empresas que no experimentaron ningún evento de dicha clase. Los resultados de dicha comparación pueden ser observados en la **Tabla 2**, donde además de calcular el ROE promedio para ambos casos y por país, se realizó un sencillo test para comparar si ambas métricas eran estadísticamente distintas. En general lo que se aprecia es que, de forma agregada, el ROE de las empresas que realizaron algún M&A son estadísticamente mayores a las que no realizaron ninguna, lo cual podría llevar a pensar que la razón detrás de esa mayor rentabilidad se deba justamente a la realización del M&A. No obstante, dicha comparación no incluye ningún tipo de control por otros efectos, por lo que la mayor rentabilidad podría deberse a otros factores como el sector, el tamaño o el país de origen de las empresas que realizaron el M&A. Justamente al ver dicha comparación del ROE promedio por país, vemos que si bien el efecto se mantiene en algunos países como Argentina, Brasil y Chile, en otros la diferencia no es estadísticamente significativa e inclusive

en Colombia las empresas que no realizaron ningún proceso de M&A presentaron un ROE mayor a las que sí lo realizaron. Dicha heterogeneidad en los resultados también puede observarse si se realiza la misma comparativa de medias a nivel de sectores, con algunos sectores como Consumo y Comunicaciones con un ROE estadísticamente mayor en las empresas que siguieron un M&A, mientras que otros sectores como Energía presentaron el caso contrario.

Tabla 2 Comparación del ROE entre empresas con y sin M&A

	ROE Promedio		t-estadístico	p-value
	Empresas con M&A	Empresas sin M&A		
Total	12.1	8.9	5.0	0.00 ***
Argentina	14.8	10.1	2.4	0.01 **
Brazil	11.1	5.8	7.5	0.00 ***
Chile	16.2	8.8	2.8	0.00 ***
Colombia	8.7	11.0	-3.5	0.00 ***
Mexico	8.6	7.9	1.1	0.26
Peru	14.9	15.6	-1.1	0.28

Nota: ***, **, *: nivel de significancia al 1%, 5%, y 10%.

Por tanto, se hace necesario evaluar el impacto de los anuncios una vez estos fueron realizados, y para ello se estimará la primera especificación del modelo expresada en la ecuación (1). Los resultados de dicho modelo se encuentran en la **Tabla 3**, donde se aprecia que, a pesar de la introducción de algunos controles, el coeficiente asociado al anuncio de M&A es apenas significativo bajo algunos métodos y además posee un signo negativo, por lo que los anuncios terminan resultando en una disminución del ROE de la empresa adquiriente, lo cual contrasta con la hipótesis inicial.

Tabla 3 Resultados 1era especificación

	<i>OLS</i>	<i>RE</i>	<i>FE</i>	<i>Driscoll & Kraay</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
S_0	-1.72 (1.15)	-3.48 (2.14)**	-2.54 (1.46)	-2.54 (1.81)*
Tamaño de Activos	4.47 (4.19)***	-5.49 (3.12)***	-11.79 (4.30)***	-11.79 (3.72)***
EMBI	-0.01 (1.57)	-0.01 (2.97)***	-0.02 (3.35)***	-0.02 (3.63)***
Retorno Bolsa Local	0.29 (8.87)***	0.24 (8.28)***	0.22 (7.48)***	0.22 (3.57)***
Tasa de referencia	1.67 (5.33)***	1.45 (4.38)***	1.40 (4.18)***	1.40 (5.90)***
N° Observaciones	30,647	30,647	30,647	30,647
R2	0.058	0.020	0.001	0.027

Nota: Las variables dummy de Industria y País fueron incluidas pero no reportadas. OLS, mínimos cuadrados ordinarios, FE, efectos fijos, RE, efectos aleatorios. t-estadísticos robustos (z-estadísticos para RE) en paréntesis (errores estándares fueron agrupados al nivel de empresa). ***, **, *: nivel de significancia al 1%, 5%, y 10%. S_0 se define como una variable de paso que acumula los anuncios de M&A.

Esta especificación; no obstante, no se toma en consideración el posible efecto dinámico, por lo que se procede a estimar la segunda especificación expresada en la ecuación (2), donde se permite evaluar algún efecto anticipatorio a través del coeficiente asociado a la variable de pulso $P_{i,-(1Y-2Y)}$ que se activa dos años antes de la realización del anuncio. Los resultados de dicha especificación se pueden apreciar en la **Tabla 4**, donde se aprecia que el coeficiente asociado a la variable de anticipación tiene un signo positivo y además es significativo bajo los distintos métodos de estimación empleados, por lo que se prueba la existencia del efecto anticipatorio, que implica que el ROE de la firma se incrementa alrededor de un 12% durante los dos años previos a la realización del anuncio del M&A. La presencia de dicho efecto podría deberse a que las empresas adquirientes realizan una serie de medidas que mejoran sus indicadores de rentabilidad en preparación para llevar a cabo algún proceso de M&A, ya que dichos procesos dada su complejidad pueden terminar impactando negativamente los resultados durante el periodo de adecuación y a través de esas mejoras esperan mitigar dicho impacto. Asimismo, cabe destacar que, al momento de agregar la variable de anticipación, el coeficiente asociado al anuncio de M&A pasa a ser no significativo completamente.

Tabla 4 Resultados 2da especificación

	<i>OLS</i>	<i>RE</i>	<i>FE</i>	<i>Driscoll & Kraay</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
$P_{-(1Y-2Y)}$	13.15 (4.17)***	12.13 (4.91)***	12.28 (4.81)***	12.28 (6.78)***
S_0	-2.74 (1.81)*	-1.03 (0.62)	0.30 (0.16)	0.30 (0.24)
Tamaño de Activos	4.23 (3.86)***	-5.64 (3.14)***	-12.05 (4.25)***	-12.05 (3.43)***
EMBI	-0.01 (1.19)	-0.01 (2.49)**	-0.02 (2.89)***	-0.02 (3.09)***
Retorno Bolsa Local	0.26 (8.12)***	0.23 (7.66)***	0.21 (6.86)***	0.21 (3.23)***
Tasa de referencia	2.00 (5.84)***	1.68 (4.80)***	1.56 (4.40)***	1.56 (4.58)***
Nº Observaciones	27,552	27,552	27,552	27,552
R2	0.057	0.021	0.001	0.028

Nota: Las variables dummy de Industria y País fueron incluidas pero no reportadas. OLS, mínimos cuadrados ordinarios, FE, efectos fijos, RE, efectos aleatorios. t-estadísticos robustos (z-estadísticos para RE) en paréntesis (errores estándares fueron agrupados al nivel de empresa). ***, **, *: nivel de significancia al 1%, 5%, y 10%. S_0 se define como una variable de paso que acumula los anuncios de M&A. $P_{-(1Y-2Y)}$ agrupa las variables de pulso de los 2 años previos al anuncio del M&A

Finalmente, a pesar de que la especificación anterior ya añade cierta flexibilidad al incorporar la variable anticipatoria, aún no se termina de modelar la dinámica posterior al anuncio del M&A ni tampoco la descomposición de efecto. Es por ello por lo que se procede a estimar la especificación expresada en la ecuación (3) no solo para el caso del ROE, sino también para los distintos ratios que conforman el mismo a través de la descomposición de Dupont expresada en la ecuación (4). Es importante notar que en dicha especificación se añaden nuevas variables de pulso posteriores al anuncio del M&A con el objetivo de modelar la dinámica posterior al mismo. Los resultados de dicho modelo lo podemos encontrar en la **Tabla 5**. A nivel del ROE, podemos apreciar que el efecto anticipatorio se mantiene, con los coeficientes asociados a las variables de pulso que se activan 1 y 2 años antes del anuncio completamente significativas y con el signo positivo bajos los métodos de estimación empleados, asimismo es importante notar que el efecto mayor es más fuerte en el año previo al anuncio y se mantiene durante el trimestre en el cual se da lugar el evento. En cuanto a la dinámica posterior al anuncio, se observa que el efecto positivo se mantiene durante los primeros trimestres, aunque en menor medida y decayendo, asimismo ya para el segundo trimestre el efecto es apenas significativo; mientras que, el efecto de largo plazo, capturado a través del coeficiente asociado a la variable P_{+4Y}^* , muestra un impacto negativo sobre el ROE que va entre una reducción del 2.7% al 4.1%,

resultado que va en línea con lo hallado en la primera especificación. Para evaluar la fuente de dichos efectos, observamos los resultados de los modelos sobre los componentes del ROE, ya que como se estableció en la ecuación (5), el coeficiente de la regresión principal del ROE puede ser descompuesto como la sumatoria de los coeficientes asociados a las demás regresiones. Tomando esto en cuenta, se observa que la mayor parte del efecto anticipatorio sobre el ROE se da como resultados de una mejora en el margen neto de la firma, siendo dicho efecto también significativo bajo los diferentes métodos de estimación empleados, junto a una mejora en la rotación de activos de la firma, principalmente durante el año previo al anuncio. Por otra parte, el efecto positivo sobre el ROE durante el trimestre en el que se realiza el anuncio es resultado principalmente de una mejora en el margen neto que es compensando en parte con una disminución del apalancamiento de la firma, dinámica que también se mantiene durante los primeros trimestres posteriores al anuncio. Esta reducción del apalancamiento de alrededor del 4% observado durante el primer año posterior al anuncio podría darse debido al interés de la firma adquiriente de incrementar su capital social con la finalidad de contar con la caja necesaria para poder llevar a cabo el M&A, dado que una vez realizado el M&A, la firma buscaría volver a sus niveles usuales, lo que va en línea con los resultados encontrados que muestran que el efecto va decayendo en el tiempo, y en el largo plazo es prácticamente nulo. En cuanto a la dinámica de largo plazo, vemos que la reducción en el ROE es básicamente el resultado de una reducción en el margen neto, siendo el efecto sobre los otros dos ratios no significativos.

Finalmente, en la sección de Anexos, se pueden apreciar de forma gráfica los resultados del modelo con variables de pulso trimestrales. En dichos gráficos se observa como el efecto anticipatorio sobre el ROE es significativo y desaparece poco después del anuncio. Además, se observa como dicho efecto es explicado principalmente por la mejora en los márgenes netos y también la reducción del apalancamiento de la firma.

Tabla 5 Resultados especificación final

	Variable dependiente: 100*log(ROE)				Variable dependiente: 100*log(Margen Neto)				Variable dependiente: 100*log(Apalancamiento)				Variable dependiente: 100*log(Rotación Activos)			
	OLS (1)	RE (2)	FE (3)	Driscoll & Kraay (4)	OLS (5)	RE (6)	FE (7)	Driscoll & Kraay (8)	OLS (9)	RE (10)	FE (11)	Driscoll & Kraay (12)	OLS (13)	RE (14)	FE (15)	Driscoll & Kraay (16)
P_{-2Y}	10.97 (3.69)***	8.77 (3.54)***	8.64 (3.36)***	8.64 (4.03)***	6.64 (1.76)*	6.85 (2.41)**	6.96 (2.38)**	6.96 (2.82)***	-0.98 (0.50)	0.31 (0.19)	0.41 (0.26)	0.41 (0.45)	5.34 (2.33)**	1.47 (0.85)	1.26 (0.72)	1.26 (1.13)
P_{-1Y}	15.45 (4.23)***	14.06 (4.68)***	14.15 (4.57)***	14.15 (4.99)***	10.73 (2.98)***	12.92 (3.72)***	13.26 (3.66)***	13.26 (4.35)***	-3.13 (1.64)	-1.77 (1.06)	-1.71 (1.02)	-1.71 (1.50)	7.96 (3.54)***	2.83 (1.92)*	2.65 (1.75)*	2.65 (3.29)***
P_0	11.41 (3.35)***	14.46 (4.42)***	15.47 (4.40)***	15.47 (3.75)***	9.63 (2.49)**	15.22 (4.01)***	16.08 (3.98)***	16.08 (4.60)***	-4.03 (2.45)**	-2.49 (1.70)*	-2.55 (1.70)*	-2.55 (2.18)**	5.84 (2.55)**	1.96 (1.15)	1.96 (1.10)	1.96 (1.58)
P_1	4.88 (1.47)	8.44 (2.64)***	9.69 (2.81)***	9.69 (2.47)**	5.24 (1.45)	11.14 (3.22)***	12.27 (3.30)***	12.27 (3.48)***	-4.61 (2.90)***	-3.72 (2.43)**	-3.89 (2.47)**	-3.89 (2.92)***	4.38 (1.93)*	1.36 (0.79)	1.44 (0.79)	1.44 (1.21)
P_2	2.79 (0.79)	5.34 (1.47)	6.43 (1.66)*	6.43 (1.84)*	0.03 (0.01)	5.70 (1.48)	6.77 (1.69)*	6.77 (2.13)**	-3.94 (2.50)**	-3.34 (2.28)**	-3.50 (2.32)**	-3.50 (2.84)***	6.77 (3.16)***	3.16 (1.90)*	3.21 (1.84)*	3.21 (2.43)**
P_3	-0.76 (0.21)	2.51 (0.75)	3.71 (1.03)	3.71 (0.97)	-2.98 (0.60)	2.61 (0.66)	3.61 (0.88)	3.61 (0.97)	-5.45 (3.46)***	-3.93 (2.67)***	-4.02 (2.65)***	-4.02 (3.28)***	7.80 (3.25)***	4.17 (2.40)**	4.21 (2.32)**	4.21 (3.52)***
P_4	-6.35 (1.79)*	-2.32 (0.64)	-1.00 (0.26)	-1.00 (0.25)	-7.53 (1.68)*	-3.12 (0.80)	-2.18 (0.53)	-2.18 (0.55)	-5.44 (3.16)***	-2.83 (1.78)*	-2.93 (1.79)*	-2.93 (3.01)***	6.97 (2.89)***	4.32 (2.38)**	4.42 (2.32)**	4.42 (3.15)***
P_{+2Y}	-2.77 (0.96)	0.42 (0.14)	1.79 (0.57)	1.79 (0.65)	-3.64 (1.00)	0.40 (0.12)	1.41 (0.39)	1.41 (0.65)	-3.06 (1.96)*	-2.15 (1.35)	-2.31 (1.40)	-2.31 (2.42)**	4.03 (1.99)**	2.61 (1.60)	2.77 (1.59)	2.77 (2.76)***
P_{+3Y}	-4.06 (1.40)	-0.04 (0.01)	1.39 (0.41)	1.39 (0.61)	-2.73 (0.69)	0.87 (0.25)	1.99 (0.54)	1.99 (0.84)	-4.18 (2.50)**	-2.35 (1.31)	-2.54 (1.37)	-2.54 (2.48)**	3.01 (1.49)	1.89 (1.15)	2.06 (1.17)	2.06 (2.29)**
P_{+4Y}^*	-4.11 (2.17)**	-4.08 (2.18)**	-2.70 (1.36)	-2.70 (2.18)**	-7.73 (3.69)***	-4.61 (2.15)**	-3.52 (1.49)	-3.52 (4.15)***	0.74 (0.58)	0.63 (0.56)	0.38 (0.33)	0.38 (0.63)	2.91 (1.67)*	0.28 (0.22)	0.54 (0.38)	0.54 (0.68)
Tamaño de Activos	4.31 (3.89)***	-5.69 (3.16)***	-13.19 (4.43)***	-13.19 (3.57)***	-5.51 (2.96)***	-17.70 (4.34)***	-22.91 (4.08)***	-22.91 (6.06)***	10.69 (11.20)***	21.59 (7.57)***	23.26 (7.34)***	23.26 (11.26)***	-1.11 (0.69)	-12.06 (3.23)***	-14.11 (3.22)***	-14.11 (5.69)***
EMBI	-0.00 (0.31)	-0.01 (1.44)	-0.01 (1.84)*	-0.01 (2.36)**	-0.00 (0.11)	-0.01 (1.80)*	-0.01 (2.06)**	-0.01 (1.63)	0.01 (2.55)**	0.01 (3.95)***	0.01 (4.07)***	0.01 (2.88)***	-0.01 (1.96)*	-0.01 (2.97)***	-0.01 (3.07)***	-0.01 (3.78)***
Retorno Bolsa Local	0.24 (7.32)***	0.20 (6.74)***	0.18 (5.69)***	0.18 (3.01)***	0.12 (3.37)***	0.09 (2.86)***	0.07 (2.16)**	0.07 (2.06)**	0.06 (4.00)***	0.09 (7.07)***	0.09 (7.13)***	0.09 (6.22)***	0.06 (2.48)**	0.02 (0.90)	0.01 (0.43)	0.01 (0.23)
Tasa de referencia	2.40 (6.49)***	2.10 (5.46)***	1.98 (5.09)***	1.98 (7.72)***	0.32 (0.96)	-0.09 (0.28)	-0.17 (0.51)	-0.17 (0.63)	0.94 (5.57)***	0.89 (5.13)***	0.91 (5.18)***	0.91 (3.43)***	1.18 (5.84)***	1.26 (6.86)***	1.24 (6.63)***	1.24 (5.02)***
Nº Observaciones	26,324	26,324	26,324	26,324	26,130	26,130	26,130	26,130	26,324	26,324	26,324	26,324	26,130	26,130	26,130	26,130
R2	0.061	0.024	0.001	0.034	0.151	0.131	0.001	0.027	0.331	0.275	0.134	0.173	0.353	0.302	0.056	0.040

Nota: Las variables dummy de Industria y País fueron incluidas pero no reportadas. OLS, mínimos cuadrados ordinarios, FE, efectos fijos, RE, efectos aleatorios. t-estadísticos robustos (z-estadísticos para RE) en paréntesis (errores estándares fueron agrupados al nivel de empresa). ***, **, *, nivel de significancia al 1%, 5%, y 10%. P_{+4Y}^* se define como la suma de las variables de pulso para los periodos superiores al 4 año luego del anuncio del M&A.

5. Conclusiones

El presente trabajo buscó estudiar el impacto que tienen los anuncios de M&A sobre la rentabilidad de las firmas adquirientes para los países de América Latina durante la mayor parte de las últimas dos décadas, y para ello se utilizó el ROE como medida de rentabilidad ya que mide la rentabilidad percibida por los accionistas y cuán eficiente es la empresa en generar ganancias. Asimismo, se aprovechó el hecho de que el ROE puede ser descompuesto en tres ratios financieros adicionales a través de la conocida descomposición de Dupont, con el objetivo de evaluar las fuentes del impacto sobre el ROE a través de dichos ratios. Para tal fin, se siguió la metodología propuesta por Laporte & Windmeijer (2005), que a través de la implementación de variables de pulso, para modelar el efecto dinámico que tienen los anuncios de M&A sobre el ROE y los demás ratios evaluados que componen el mismo, incorporando a su vez una serie de controles de cada firma como la industria, el país de procedencia y el tamaño de las mismas, así como otros del entorno macroeconómico como el riesgo país, el retorno de la bolsa local y la tasa de referencia.

Los resultados obtenidos difieren de la hipótesis inicial planteada, ya que se postuló que el anuncio de M&A finalmente tendría un efecto positivo sobre las firmas adquirientes, ya que dichas firmas en su búsqueda por maximizar la rentabilidad de sus accionistas solo deberían entrar en procesos que en promedio terminen beneficiándolos. No obstante, los resultados encontrados muestran que, en el contexto de los países estudiados, el impacto final termina siendo negativo, destruyendo valor para sus accionistas al reducir el ROE de la firma a través de una reducción en el margen neto.

Los resultados asimismo, mostraron otros dos fenómenos interesantes en cuanto a la dinámica de los efectos de los anuncios de M&A. En primer lugar, se mostró la existencia de un efecto anticipatorio positivo, en el sentido de que en los dos años previos al anuncio, se registra un incremento de alrededor del 12% en el ROE de la firma, debido principalmente a una mejora en el margen neto y en menor medida a la rotación de activos. Dicho resultado puede deberse a que la firma busque mejorar sus indicadores de rentabilidad en anticipación por el potencial efecto negativo que pudiesen tener los M&A en el corto plazo dada su complejidad de ejecución. Por otra parte, se mostró que durante y posterior al anuncio, se mantiene el incremento en el ROE durante los primeros trimestres, aunque dicho efecto es menor y decae en el tiempo hasta volverse negativo en el largo plazo, siendo el componente del margen neto el que explica dicha dinámica. Un aspecto relevante es que durante el primer año seguido al

anuncio, junto al incremento en el margen neto, se da una reducción del apalancamiento, cuyo efecto también termina decayendo al pasar los trimestres. Este efecto sobre el apalancamiento podría deberse a que una vez anunciado el M&A, la firma busque incrementar su capital social, reduciendo el apalancamiento, con el objetivo de contar con la caja suficiente para poder llevar a cabo el proceso, por lo que al cabo de unos trimestres, no es inusual que dicha situación se regularice.

Bibliografía

- Agrawal, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. N. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *The Journal of Finance*, 47(4), 1605-1621.
- Ahern, K. R., & Sosyura, D. (2014). Who Writes the News? Corporate Press Releases during Merger Negotiations. *The Journal of Finance*, 69(1), 241-291.
- Akbulut, M. E. (2013). Do Overvaluation-Driven Stock Acquisitions Really Benefit Acquirer Shareholders? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(4), 1025-1055.
- Akdoğan, E. (2011). Value-Maximizing Managers, Value-Increasing Mergers, and Overbidding. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), 83-110.
- Borodin, A., Ziyadin, S., Islyam, G., & Panaedova, G. (2020). Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2), 34-47.
- Brugnolini, L. (2018). About Local Projection Impulse Response Function Reliability. *CEIS Working Paper No. 440*.
- Chatterjee, R., & Meeks, G. (1996). The Financial effects of Takeover: Accounting rates of return and accounting regulation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23, 851-868.
- Cortés, M. L., Agudelo, A. D., & Mongrut, S. (2017). Waves and Determinants in Mergers and Acquisitions: The Case of Latin America. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53:7, 1667-1690.
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data. *The Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560.
- Erel, I., Jang, Y., & Weisbach, M. (2015). Do Acquisitions Relieve Target Firms' Financial Constraints? *The Journal of Finance*, 70(1), 289-328.
- Ferris, S. P., & Park, K. (2001). How Different is the Long-Run Performance of Mergers in the Telecommunications Industry? *SSRN*.
- Fu, F., Lin, L., & Officer, M. S. (2013). Acquisitions driven by stock overvaluation: Are they good deals? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 24-39.
- García, R. E., Li, S., & Mahmud, A. A. (2022). Mass shootings and peer-to-peer lending. *Finance Research Letters*, 47(A), 102606.
- Genakos, C., Koutroumpis, P., & Pagliero, M. (2018). The Impact of Maximum Markup Regulation on Prices. *The Journal of Industrial Economics*, 66(2), 239-300.
- Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7(2), 151-178.

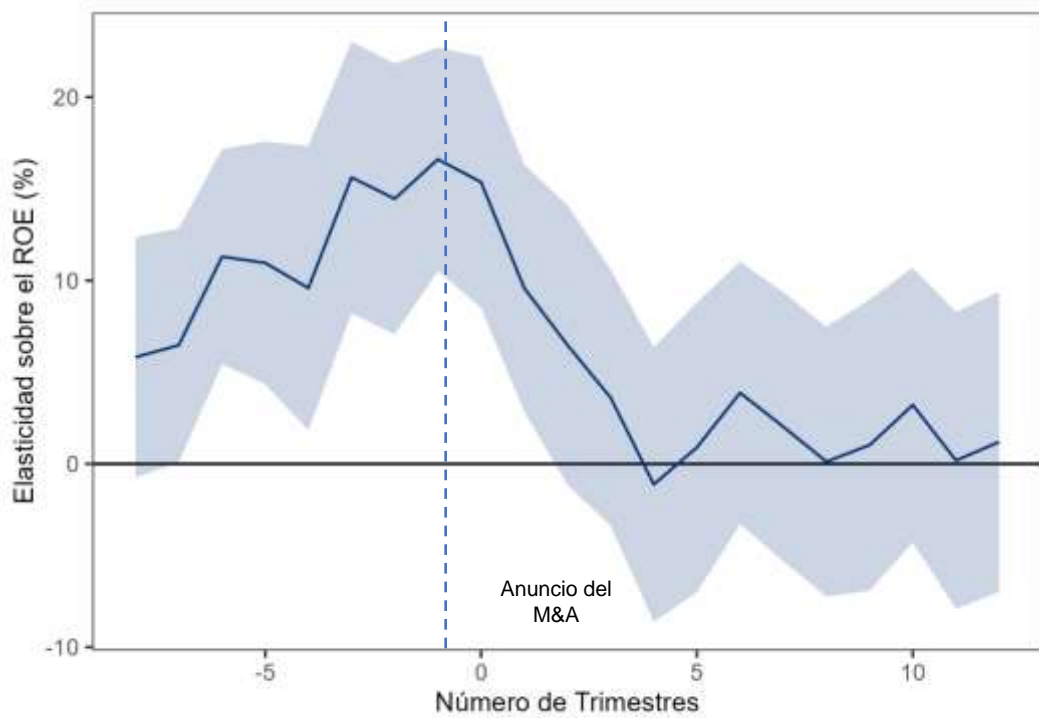
- Giudici, G., & Bonaventura, M. (2018). The impact of M&A strategies on the operating performance and investments of European IPO firms. *Journal of Economics and Business*, 95, 59-74.
- Goddard, J., Molyneux, P., & Zhou, T. (2012). Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America. *The European Journal of Finance*, 18(5), 419-438.
- Harrison, J. S., Hitt, M. A., & Ireland, R. D. (1991). Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations. *Journal of Management*, 17(1), 173–190.
- Healy, P. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175.
- Jordà, O. (2005). Estimation and Inference of Impulse Responses. *American Economic Review*, 95(1), 161–182.
- Kilian, L., & Kim, Y. J. (2011). How Reliable Are Local Projection Estimators of Impulse Responses? *The Review of Economics and Statistics*, 93(4), 1460–1466.
- King, D. R., Dalton, D. R., & Daily, C. M. (2004). Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.
- Laporte, A., & Windmeijer, F. (2005). Estimation of panel data models with binary indicators when treatment effects are not constant over time. *Economics Letters*, 88(3), 389-396.
- Manson, S., Stark, A. W., & Thomas, H. M. (2000). Identifying the sources of gains from takeovers. *Accounting Forum*, 24(4), 319-343.
- Pawaskar, V. (2001). Effect of Mergers on Corporate Performance in India. *Vikalpa*, 26(1), 19-32.
- Rahman, R. A., & Limmack, R. J. (2004). Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(3-4), 359-400.
- Ramakrishnan. (2008). Financial Performance and Stakeholder Management. *SSRN*.
- Ramaswamy, K. P., & Waegelein, J. F. (2003). Firm Financial Performance Following Mergers. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20, 115–126.
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1989). The Profitability of Mergers. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 101-116.
- S&P Global Market Intelligence. (13 de 12 de 2022). *S&P Global Market Intelligence*. Obtenido de <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/2022-deal-trends-in-latin-america>
- Sharma, D. S., & Ho, J. (2002). The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1-2), 155-200.
- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, 48(1), 1–48.

Switzer, J. A. (1996). Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 48(5), 443-460.

Zhang, W., Wang, K., Li, L., Chen, Y., & Wang, X. (2018). The impact of firms' mergers and acquisitions on their performance in emerging economies. *Technological Forecasting and Social Change*, 135, 208-2016.

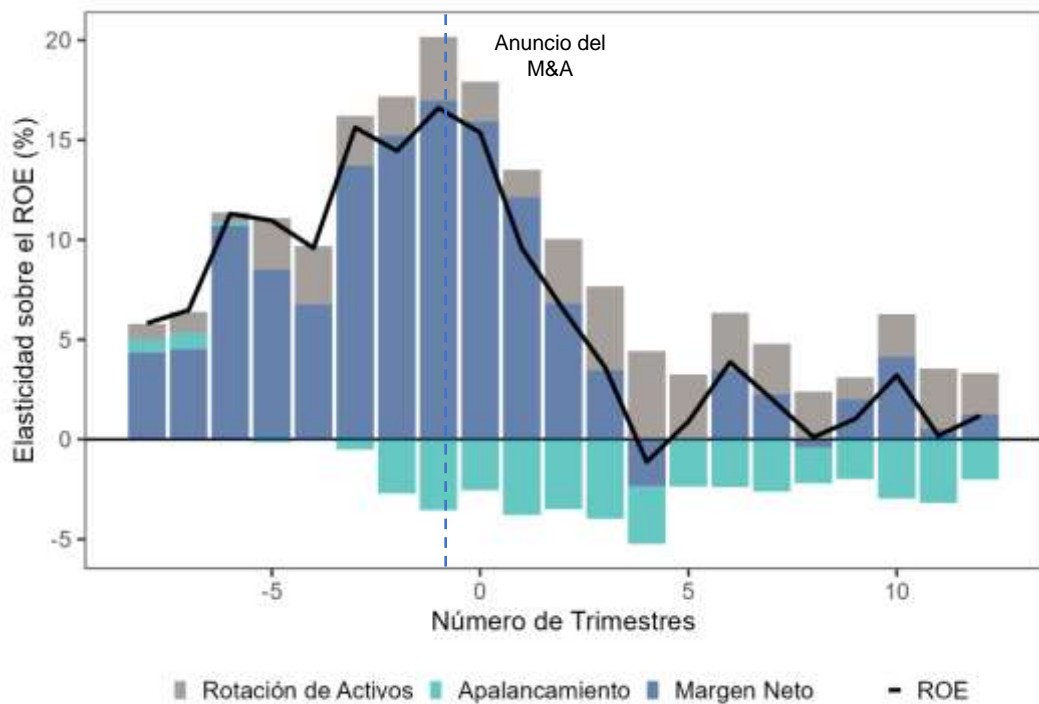
Anexos

Gráfico 4 Impacto del anuncio de M&A sobre el logaritmo del ROE



Fuente: Elaboración Propia

Gráfico 5 Descomposición del impacto



Fuente: Elaboración Propia