

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

MAESTRÍA EN FINANZAS

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

Efecto en la creación de riqueza de corto plazo en fusiones
y adquisiciones del sector bancario en América Latina para
el período 1998-2014

AUTOR: JUAN SUAREZ

DIRECTOR: MAURO DE JESUS

FEBRERO 2019

Resumen

Las fusiones y adquisiciones han tenido una gran relevancia en el entorno empresarial. Desde de la década de los 90s hasta hoy el monto por este tipo de transacciones ha crecido a una tasa del 10% anual, de las cuales el sector bancario participa cerca del 20%. Dada la importancia de estas operaciones, este trabajo aborda el efecto en la riqueza en el corto plazo para los accionistas de la empresa compradora en las fusiones y adquisiciones para dicho sector, correspondientes a los anuncios realizados en el período 1998 y 2014.

En consecuencia, un objetivo de este trabajo es determinar las variables que inciden en la creación de riqueza en el corto plazo para la empresa compradora de las fusiones y adquisiciones de bancos de América Latina en anuncios realizados en el período mencionado.

Para responder a dicho objetivo, inicialmente se analizará mediante el estudio de eventos el efecto positivo o negativo de estas operaciones. Posteriormente se analizarán mediante regresiones las variables que inciden en la creación de riqueza para la empresa compradora, estas variables responden a características de la empresa compradora, empresa objetivo, del mercado o propias del sector bancario.

Por otro lado, el presente estudio es explicativo ya que tiene como objetivo medir la relación que existe entre diferentes variables. Asimismo, es un estudio no experimental puesto que, no hay control ni manipulación sobre las variables estudiadas, además es transversal porque toma la información en un momento determinado sin medir los cambios en las variables a través del tiempo y tiene un enfoque cuantitativo.

Debido a que los mercados de capitales de países en América Latina no son desarrollados, hay limitaciones en cuanto al acceso a la información. Además, la liquidez del mercado podría no representar adecuadamente la variación en los precios. Por lo tanto, los resultados en este estudio no se podrían extrapolar para predecir resultados, pero sí podrían utilizarse a modo de referencia para este tipo de transacciones.

En el estudio se encuentra que en general no hay creación de riqueza. En 366 ventanas de tiempo de 440 ventanas analizadas. Los rendimientos fueron negativos, aunque solo en cinco ventanas dichos retornos fueron estadísticamente significativos. Por otro lado, las variables que más incidieron en los rendimientos anormales fueron la frecuencia de adquisiciones, los resultados económicos de la empresa compradora y el crecimiento del PBI de la empresa

objetivo. Estas variables estuvieron positivamente relacionadas y fueron significativas cuando se analizaron de forma bivariante en diferentes ventanas de tiempo.

Palabras clave: Fusiones y adquisiciones, sector bancario, anuncios, estudio de eventos.

Índice de contenidos

| | | |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. | Introducción | 6 |
| 2. | Planteamiento del problema | 8 |
| 2.1. | Formulación del problema | 8 |
| 2.2. | Objetivos | 10 |
| 2.3. | Hipótesis..... | 11 |
| 3. | Marco teórico | 12 |
| 3.1. | Conceptos generales y razones para llevar a cabo fusiones y adquisiciones..... | 12 |
| 3.1.1. | Sinergias Operativas..... | 13 |
| 3.1.2. | Crecimiento, sinergias financieras, poder de mercado y otras razones | 15 |
| 3.2. | Análisis empíricos de la creación de riqueza en estas transacciones | 19 |
| 3.2.1. | Investigaciones en países emergentes | 19 |
| 3.2.2. | Investigaciones en países desarrollados | 21 |
| 4. | Metodología | 23 |
| 5. | Hallazgos..... | 29 |
| 5.1. | Caracterización de la muestra | 29 |
| 5.2. | Análisis de la creación de riqueza | 31 |
| 5.3. | Análisis de las variables que inciden en la creación de riqueza | 35 |
| 6. | Conclusiones | 38 |
| 7. | Referencias bibliográficas | 40 |
| 8. | Anexos..... | 42 |

Índice de tablas

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabla 1. Número de anuncios por localización de la empresa compradora y objetivo ... | 29 |
| Tabla 2. Montos anunciados por localización de la empresa compradora y objetivo..... | 30 |
| Tabla 3. Muestra seleccionada por año y monto anunciado..... | 31 |
| Tabla 4. % CAR para cada venta de tiempo..... | 33 |
| Tabla 5. % CAR según la diversificación geográfica | 34 |
| Tabla 6. % CAR según la frecuencia del comprador realizando adquisiciones | 35 |
| Tabla 7. Resultados del análisis bivariable | 36 |

1. Introducción

El presente trabajo estudia la creación de riqueza en el corto plazo para la empresa compradora en anuncios de fusiones y adquisiciones bancarias realizados entre 1998 y 2014. Además, estudia las variables que inciden en la creación de riqueza.

En esta temática hay un avance importante para operaciones realizadas en países desarrollados, habiendo un consenso respecto a la creación de riqueza en fusiones y adquisiciones. No así para países emergentes, en los cuales la investigación es escasa, hay limitación en la información y no hay una estandarización en las metodologías que permita hacer comparaciones entre diferentes estudios.

La importancia de este trabajo por una parte es complementar la investigación con información de los últimos años para comparar su consistencia con estudios previos en la región y aquellos realizados en países desarrollados.

Por otro lado, las fusiones y adquisiciones bancarias tienen un volumen importante dentro de este tipo de operaciones a nivel mundial y especialmente en nuestra región, ya que, después de la desregulación en los años 90s ha sido el sector con mayor volumen de transacciones.

En cuanto a la estructura de este trabajo final de maestría, se inicia dando cuenta de los conceptos más importantes en las fusiones y adquisiciones y de la creación de valor como principal objetivo de la dirección, luego se explican las razones por las cuales se realizan estas operaciones y se identifica aquellas que en teoría tienen mayor peso en la creación de valor.

Posteriormente, se analizan las investigaciones que estudian la creación de riqueza en el sector bancario y se comparan los resultados de estudios realizados en países desarrollados y emergentes. Luego se describe la metodología utilizada para el desarrollo de esta investigación.

En el siguiente capítulo se muestran los hallazgos, se describen las características más importantes de nuestra muestra tales como, temporalidad de los anuncios, países que la componen y los montos para cada una de ellas. Luego se realiza el análisis de los retornos segmentando los anuncios en diferentes categorías.

Posteriormente, se realiza un análisis bivariado para determinar las características que más tienen impacto individualmente en los retornos anormales. Finalmente se determinan las conclusiones a las que se llegaron luego de los análisis realizados.

2. Planteamiento del problema

2.1. Formulación del problema

El impacto que tienen las fusiones y adquisiciones en América Latina en la riqueza de los accionistas de la empresa compradora, así como, analizar los factores que influyen en la creación de riqueza, son las dos principales cuestiones que este trabajo espera abordar. Por otro lado, las investigaciones que se desarrollan desde esta perspectiva son escasas en la región a pesar de la importancia de este tipo de transacciones desde los años 90s.

Estudios de este tipo en el sector bancario en países emergentes como el realizado por Williams y Liao (2008); Kolaric y Schiereck (2013); Soussa y Wheeler (2006) muestran resultados mixtos en la riqueza de la empresa compradora y en su mayoría estadísticamente no significativos, diferente a los resultados de la empresa objetivo que en general muestran resultados positivos, significativos.

Por otro lado, estudios en países desarrollados del sector bancario como los realizados por DeLong y Saunders (2002); Cybo-Ottone y Murgia (2000); Houston, James, y Ryngaert (2001) encuentran resultados mixtos en algunos estudios significativos y en otros no significativos.

Debido al poco consenso y la escasa investigación, este estudio toma operaciones más recientes del mercado. Se busca identificar si el comportamiento de la riqueza y las variables que inciden en la misma se mantiene consistente con otros estudios que analizan fusiones y adquisiciones bancarias en períodos de tiempo anteriores.

En el ámbito de los negocios, estudios de este tipo permitiría a las empresas identificar las características que se relacionen positiva o negativamente con la creación de valor para los accionistas de la empresa compradora, y así, explotar las ventajas que el mercado considera al momento del anuncio de una fusión o adquisición.

En consecuencia, las preguntas problema que se plantea este trabajo son:

¿Cuál es el efecto en la creación de riqueza en el corto plazo para la empresa compradora en las fusiones y adquisiciones de bancos de América Latina en anuncios realizados en el período 1998-2014?

¿Cuáles son las variables que más inciden en la creación de riqueza en fusiones y adquisiciones bancarias, cuando la empresa objetivo se encuentra en América Latina para el mismo período?

2.2. Objetivos

Objetivo general

Determinar el efecto y las causas de la creación de riqueza en el corto plazo para la empresa compradora en las fusiones y adquisiciones de bancos de América Latina en anuncios realizados en el período 1998-2014.

Objetivos específicos

Analizar el efecto en la creación de riqueza para la empresa compradora en fusiones y adquisiciones bancarias, cuando la empresa objetivo esté localizada en América Latina.

Determinar las variables que inciden en la creación de riqueza de la empresa compradora, teniendo en cuenta características de la empresa compradora y aspectos macroeconómicos.

2.3. Hipótesis

La hipótesis nula de este estudio es que no hay diferencia significativa entre las medias del rendimiento promedio de las acciones de la empresa compradora y el rendimiento esperado de las mismas. Esto mostraría que el efecto encontrado, positivo o negativo en la riqueza de la empresa compradora, es a su vez estadísticamente no significativo.

Se calcula a partir del modelo de regresión de mínimos cuadrados ordinarios en diversas ventanas de tiempo entre 20 días antes de la fecha del anuncio y 20 días después de la misma fecha.

En consecuencia, la hipótesis alternativa es que si se encuentran diferencias significativas entre las dos medias. Lo cual indica que, el efecto encontrado en la riqueza de la empresa compradora es estadísticamente significativo.

3. Marco teórico

El marco teórico se desarrolla en la primera parte con los conceptos básicos en fusiones y adquisiciones, siguiendo con los diferentes tipos de tratos que se pueden llegar a observar en este tipo de operaciones y luego describiendo las razones por las que se llevan a cabo estas operaciones, diferenciando aquellos motivos que crean valor de otros que destruyen o no hay un consenso en el ámbito académico.

En la segunda parte se describen diversos estudios empíricos realizados tanto en países desarrollados como en países subdesarrollados y se comparan los hallazgos que encontraron estas investigaciones en dos perspectivas, la primera es el efecto del CAR, y la segunda corresponde a las variables más importantes que explican el comportamiento del CAR. Este análisis enriquece el presente trabajo porque nos da una referencia para los hallazgos que se encuentren.

3.1. Conceptos generales y razones para llevar a cabo fusiones y adquisiciones

Se puede hacer una descripción legal y económica de las fusiones y adquisiciones, como lo describe DePamphilis (2014) una fusión es una combinación de dos o mas firmas en que una o mas deja de existir legalmente.

Según el autor, hay dos tipos de fusiones, la fusión directa que es aquella en la que la empresa compradora absorbe el patrimonio de la empresa objetivo, y esta última deja de existir. El otro tipo es una fusión de subsidiaria, en la que la empresa objetivo puede seguir operando a través de su marca pero es poseída y controlada por la empresa que la adquirió.

Siguiendo con el mismo autor, económicamente una fusión es la combinación de dos o mas negocios que pueden ser horizontales si están en la misma industria, conglomerado si están en diferentes sectores o verticales si hacen parte de la misma cadena de valor.

Como por ejemplo la industria del petróleo se compone de las etapas de exploración, producción, refinación y marketing. Si bien pueden ser servicios prestados por diferentes empresas, se podrían fusionar entre sí para integrarse verticalmente.

Una adquisición ocurre cuando una empresa toma participación en el control de una compañía, ya sea como subsidiaria o de una división de los activos de la empresa objetivo.

Esto implica la compra de los activos de la empresa adquirida o acciones en el mercado de valores (DePamphilis, 2014).

También hay otro tipo de operaciones relacionadas a las fusiones y adquisiciones como desinversiones, spin-offs y escisiones pero que no hacen parte del alcance de este trabajo. La razón mas importante por las que se realizan este tipo de transacciones son las sinergias que puedan generar la combinación de los negocios (Mascareñas, 2000; DePamphilis, 2014; Scott, 2012; Jensen & Ruback, 1983)

Estas razones pueden ser clasificadas en sinergias operativas, financieras, diversificación, beneficios fiscales y otras. A continuación se explicarán cada una de los determinantes por los que las empresas realizan este tipo de operaciones.

3.1.1. Sinergias Operativas

Las sinergias se producen cuando es más rentable la combinación de dos o más empresas que las mismas empresas individualmente (Gaughan, 2011). El mismo autor, define el valor neto de una adquisición (NAV) como:

$$NAV = V_{AB} - [V_A + V_B] - P - E$$

Donde,

V_{AB} = Valor combiando de las dos firmas

V_A = Valor de la firma A

V_B = Valor de la firma B

P = Prima pagada por B

E = Gastos del proceso de adquisición

También expresada así:

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E)$$

Los terminos en corchetes corresponden a las sinergias generadas por la fusión o adquisición, este valor debe ser mayor que la suma de la prima pagada y las erogaciones del proceso para que haya una creación de valor, de lo contrario no sería conveniente ejecutar dicha operación.

A continuación se describen las sinergias operativas y posteriormente se ahondará en las sinergias financieras.

De acuerdo a DePamphilis (2014), las sinergias operativas pueden generarse por economías de escala o de alcance, las economías de escala reducen los costos unitarios, un ejemplo que ilustra el mismo autor es cuando una empresa no utiliza toda su capacidad en planta y compra otra empresa que es menos eficiente, al aumentar la producción en su planta disminuyendo la producción de la empresa comprada, el margen aumenta ya que se aumentó la producción y los costos fijos se mantuvieron constantes.

Este tipo de sinergias se presenta comúnmente en empresa manufactureras porque son intensivas en capital, que representa un componente alto de costos fijos.

Asimismo, este incremento en el margen puede promover una inversión mas fuerte en propiedad planta y equipo o investigación y desarrollo como ocurrió a finales de los años 90s con la oleada de fusiones en el sector farmacéutico, cuyo objetivo fue compartir los grandes desembolsos invertidos en investigaciones (Mascareñas, 2000).

Continuando con DePamphilis (2014), las economías de alcance también están orientadas a disminución de costo unitarios, pero que además de disminuir costos unitarios fijos también pueden reducirse costos variables porque puede ser más eficiente producir otro tipo de productos en una misma empresa.

Esta economía de alcance también puede generar un incremento de los ingresos, que, aunque es más difícil de alcanzar y medir en una valuación es una herramienta poderosa de creación de valor de acuerdo con el tipo de operación.

Gaughan (2011) coloca como ejemplo una empresa cuya marca es poderosa y adquiere una empresa que no tiene una marca distinguida, la primer empresa puede llevar a una mayor cantidad de clientes los productos de la empresa dos incrementando significativamente sus ingresos.

Otro ejemplo utilizado por el mismo autor, es una empresa con una eficiente cadena de distribución que puede sumar los productos de otra empresa que no sea eficiente en ello, y así, incrementar los ingresos y márgenes. Aunque como se dijo anteriormente, es complejo

la medición de este tipo de sinergias por lo que generalmente se hace foco en aquellas que disminuyen los costos.

Mascareñas (2000), refiriéndose al sector bancario, indica que las economías de alcance suelen ser un factor importante en las fusiones y adquisiciones, ya que les permite a las empresas ampliar su ritmo de generación de servicios o productos manteniendo constantes los costos.

Por lo tanto, bancos pequeños que deben invertir importantes fondos para prestar diferentes servicios son comprados por grandes bancos que ya cuentan con una gran variedad de productos (Gaughan, 2011).

3.1.2. Crecimiento, sinergias financieras, poder de mercado y otras razones

Crecimiento

La búsqueda de un crecimiento acelerado a través de una fusión o adquisición es la principal razón, según Gaughan (2011), por la cual las empresas realizan este tipo de operaciones, que, sería muy complejo alcanzarlo con el crecimiento orgánico de la misma empresa. Siguiendo con el autor, una ventaja competitiva con una ventana de tiempo reducida para explotar es la causa para buscar dicho crecimiento.

Un ejemplo que proporciona el mismo autor, es cuando una empresa desarrolla un producto y lo quiere posicionar internacionalmente, le tomaría más tiempo expandirse en otros mercados abriendo sus propias oficinas que adquiriendo una empresa ya constituida. Este tiempo que toma la apertura de oficinas propias, puede ser aprovechado por los competidores para desarrollar un producto igual o mejorado que desaparezca o reduzca su ventaja competitiva.

Este motivo se ve evidenciado en el desarrollo del presente trabajo, porque empresas de diferentes partes del mundo, como se observará en el capítulo de hallazgos, adquirieron empresas de América Latina, que es un mercado que recién en los años 90s empezó a expandirse por la desregulación del sector. Estos bancos compradores buscaban explotar las ventajas competitivas que tenían respecto a la banca local.

Si bien, el crecimiento es uno de los motivos más importantes para realizar fusiones y adquisiciones, no es una medida del éxito para la evaluación de una inversión, de acuerdo

con Graham y Harvey (1999) quienes encuestaron a 392 CFOs encontraron que la técnica más utilizada es el valor presente de la inversión.

El cálculo del valor de una fusión o adquisición se explicó brevemente en el capítulo de sinergias operativas, el cual resultaba positiva solo si las sinergias eran más grandes que la suma de la prima pagada y los gastos de la operación.

Sinergia Financiera

Uno de los motivos en los que todavía no hay un consenso es el efecto de las sinergias financieras en el valor de una fusión o adquisición. Si los flujos de fondos de las dos empresas no están perfectamente correlacionados, disminuiría el costo de capital de las compañías combinadas y por ende aumentaría el valor. (DePamphilis, 2014; Mascareñas, 2000; Gaughan, 2011).

Sin embargo, Higgins y Schall (1975) quienes estudiaron las fusiones y adquisiciones en conglomerados, encuentran que el valor de la empresa combinada no resulta afectada, y que hay una redistribución de la riqueza, de los accionistas hacia los acreedores.

Esto, explica Gaughan (2011) se debe a que los tenedores de deuda resultan beneficiados al disminuirse el riesgo de la empresas combinadas, porque cobran una tasa de interés mas alta a la que realmente se deberían aplicar.

Contrario a lo anterior, Penas y Unal (2004) encuentran evidencia de que no hay traslado de riqueza en fusiones y adquisiciones en el sector bancario. Los tenedores de bonos de las empresas compradoras y objetivos obtienen retornos estadísticamente significativos luego del anuncio. Asimismo, encuentran retornos positivos anormales en el precio de las acciones luego del anuncio de la operación, esto según el estudio se debe a que disminuye el costo financiero de las nuevas emisiones de deuda.

Contrario a la teoría de la disminución del costo de capital vía una disminución del riesgo de la empresas combinadas, cuando sus flujos de fondos no están perfectamente correlacionados, Furfine y Rosen (2011) encuentran que el riesgo de default aumenta en las fusiones, una de las principales causas está relacionada a la administración.

En su estudio muestran que las empresas con mayor incremento en el riesgo de default, son aquellas en las que la administración tiene un alto componente de pago en opciones y la performance pasada del mercado es pobre.

Debido a los diferentes hallazgos que se han encontrado en diversos estudios como los expuestos anteriormente, las sinergias financieras continúan siendo un tema de debate respecto a su efecto en la creación de riqueza en las fusiones y adquisiciones.

Diversificación

Otro motivo que se relaciona con la sinergia financiera es la diversificación, ya que como se describió, la primera se obtiene por una reducción del costo de capital que se refleja por la no correlación de los flujos de fondos de las dos empresas individualmente. En teoría comprar una empresa de otro segmento u otro mercado disminuye el riesgo y por lo tanto debería incrementarse el valor de la empresa combinada (DePamphilis, 2014; Mascareñas, 2000).

Sin embargo los mismos autores coinciden en que hay evidencia que demuestra la pérdida de valor en fusiones y adquisiciones diversificadas, a continuación se describirán algunos estudios.

Akbulut y Matsusaka (2010) estudian fusiones de empresas diversificadas realizadas entre 1950 y 2002. Encuentran que las empresas combinadas obtienen retornos positivos significativos en el período analizado, sin embargo este retorno se declina después de los años 70s consistente con la caída de fusiones de este tipo luego de la ola de los conglomerados.

Lins y Servaes, (1999) encuentra que los precios de las empresas que tienen su negocio diversificados ubicadas en Reino Unido tienen un descuento del 15%, asimismo, las empresas ubicadas en Japón tienen un 10% de descuento y en Alemania no encuentran diferencias significativas. Además, Lang y Stulz (1994); Berger y Ofek (1995) encuentran un descuento del 15% en empresas estadounidenses.

Por otro lado, Hyland (2003) estudia la evolución de empresas estadounidenses que eran especializadas en un segmento y que luego fusiones o adquisiciones diversificaron sus actividades. Este estudio no encuentra evidencia en el largo plazo de la reducción del valor de la firma asociado a la diversificación.

Así como en el análisis de las sinergias financieras, en el análisis que recién se realizó de la diversificación, no hay un consenso académico respecto a su efecto en valor de las empresas cuando se realizan fusiones y adquisiciones, pero los estudios se inclinan hacia la destrucción de valor cuando se realiza una diversificación de segmentos.

En esta línea, luego de la ola de conglomerados durante los años 60s, se realizó un proceso de escisiones y desinversiones durante los 70s y 80s, lo cual cuestiona el valor que la diversificación pueda generar. (Gaughan, 2011)

Poder de Mercado

El poder de mercado es otro de los motivos que puede perseguir la administración de una empresa, este poder representa la capacidad para establecer los precios en un mercado, el cual puede surgir de la diferenciación de productos, barreras de entrada y participación en el mercado. Aunque la participación en el mercado puede no ser suficiente ya que el incremento de precios puede dar lugar a la entrada de nuevos competidores con precios mas bajos. (Gaughan, 2011; Mascareñas, 2000).

Otras razones

La hipótesis hubris desarrollada por Roll (1986) indica que los directivos de una empresa sobreestiman las sinergias que pueden generar con una fusión o adquisición, es por esto, según esta hipótesis, al momento de anunciarse la operación, la empresa objetivo incrementa su precio significativamente, por otro lado, el precio de las acciones de la empresa compradora debería caer y el efecto combinado es una pérdida de valor por los costos de la transacción.

En efecto, esta hipótesis sostiene una ineficiencia en el control corporativo ya que los intereses personales de los directivos se interponen a los intereses de los accionistas. Hay diversos estudios que evidencian estos efectos en los precios de las acciones, sin embargo, se describirán cada uno de ellos en el capítulo 3.2, sobre los análisis empíricos en América Latina y en el resto del mundo.

El último motivo es el beneficio fiscal que se logra a partir de un pago inferior de impuestos de las empresas combinadas que si lo hicieran individualmente. Esto, generalmente se logra

con la compensación de créditos fiscales que no pueden ser tomados individualmente por las pérdidas económicas de una de las empresas. (Gaughan, 2011; Mascareñas, 2000).

Si bien, hay otros motivos por los cuales las empresas realizan fusiones o adquisiciones, el alcance de este estudio explica las razones más comunes en este tipo de operaciones, que generalmente buscan crecer y generar sinergias operativas.

Ahora, surge la cuestión si realmente se materializan en la creación de riqueza. Numerosos estudios se han realizado respecto a esta temática, y que además, intentan hallar cuáles son las causas por las cuales se crea o se destruye valor.

En el siguiente capítulo se analizarán diversos estudios que se han realizado en el mundo y particularmente en mercados emergentes, que es el foco de este estudio. Se muestra, a su vez, si existe un consenso acerca de la creación de riqueza en este tipo de operaciones y como difieren las causas de creación de valor de una región a otra.

3.2. Análisis empíricos de la creación de riqueza en estas transacciones

En este capítulo se describirán los diferentes estudios que se han realizado en el mundo y particularmente en mercados emergentes. En cada uno de ellos se describe el sector económico en el cual se centró cada estudio y la localización geográfica de las empresas compradoras y objetivos, además del tamaño de la muestra. Esta descripción de cada estudio se realiza para entender por qué difieren los hallazgos encontrados de una investigación a otra.

3.2.1. Investigaciones en países emergentes

Williams y Liao (2008) estudian el efecto en la riqueza de 73 fusiones y adquisiciones bancarias entre 1998 y 2005. Estas operaciones se caracterizan porque la empresa compradora se localiza en un país industrializado y la empresa objetivo se encuentra en un país en desarrollo, esta investigación utiliza el estudio de eventos basado en el retorno anormal acumulado (CAR) desarrollada en la metodología del presente estudio.

El primer hallazgo es que en las ocho ventanas de tiempo analizadas el CAR es positivo y estadísticamente significativo para las empresas objetivo. Cuando miden el CAR por

regiones, encuentran que las empresas objetivo ubicadas en América obtiene un mayor retorno anormal acumulado.

Continuando con el mismo estudio, encuentran retornos anormales mixtos para la empresa compradora cuando la empresa objetivo se encuentra en mercados emergentes, sin embargo, cuando la empresa objetivo se encuentra particularmente en América Latina, la empresa compradora obtiene retornos negativos significativos en todas las ventanas de tiempo analizadas, y se mantiene este mismo efecto cuando analizan el efecto combinado entre la empresa compradora y objetivo.

Un estudio más reciente desarrollado por Kolaric y Schiereck (2013) analiza 94 empresas compradoras y 24 empresas objetivos en fusiones y adquisiciones del sector bancario entre 1995 y 2011, cuando la empresa empresa compradora está ubicada en América Latina, Europa o Norte América y la empresa objetivo solo está ubicada en Amércia Latina.

Dicho estudio utiliza el estudio de eventos de la metodología expuesta en el presente trabajo. Encuentran un retorno positivo estadísticamente significativo en las 12 ventanas de tiempo analizadas para la empresa objetivo, que estaría en línea con lo encontrado por Williams y Liao (2008).

Por otra parte, los resultados para la empresa compradora son mixtos y no son significativos, que, si bien no está en línea con el anterior estudio, la localización de las empresas compradoras difiere significativamente de un estudio a otro, puesto que en el realizado por Kolaric y Schiereck (2013) incluye a las empresas ubicadas en América Latina, que representan el 52% del total de empresas compradoras.

Otro estudio es el desarrollado por Soussa y Wheeler (2006) quienes estudian el efecto en el precio de las acciones de la empresa compradora de 215 anuncios de fusiones y adquisiciones bancarias entre 1990 y 2003. En los que la empresa compradora se localiza en países desarrollados y la empresa objetivo se encuentra en países emergentes.

Siguiendo con esta investigación, también utiliza para el análisis un estudio de eventos basado en el CAR. Encuentran que en solo dos de las ocho ventanas de tiempo analizadas el retorno anormal acumulado es positivo, aunque no significativo, las demás ventanas mostraron retornos negativos, aunque solo tres estadísticamente significativos a un nivel del 10%, en línea con los resultados mixtos a los que llegaron Williams y Liao (2008).

Como se puede observar y a pesar de la escasa investigación en países emergentes, la empresa objetivo generalmente obtiene retornos positivos significativos, mientras que la empresa compradora en general obtiene retornos mixtos y no significativos.

A continuación, se describen estudios realizados en países desarrollados para contrastarlos con los estudios analizados y los resultados del presente trabajo.

3.2.2. Investigaciones en países desarrollados

Amiud, DeLong y Saunders (2002) analizan 214 anuncios de fusiones y adquisiciones transfronterizas entre 1985 y 1998 en las que solo una de las partes debe pertenecer al sector bancario. La localización es en cualquier país del mundo, el único criterio es que deben ser de diferente país la compradora y objetivo. Su metodología también se basa en el estudio de eventos en base a los retornos anormales. Encuentran que en promedio las empresas compradoras obtuvieron retornos negativos de 1% estadísticamente significativos.

Asimismo, Cybo-Ottone y Murgia (2000) analizan 54 anuncios de fusiones y adquisiciones realizadas entre 1988 y 1997, en las que, la empresa objetivo es un banco europeo o la compradora es un banco europeo y la objetivo es una empresa europea de servicios financieros.

Ellos encuentran que en promedio las empresas compradoras y objetivos obtienen retornos positivos estadísticamente significativos, influenciados por un retorno positivo de las empresas objetivos, ya que las empresas compradoras no obtuvieron retornos significativos.

Por otra parte, Houston, James, y Ryngaert (2001) investigan 64 fusiones y adquisiciones bancarias con las primas anunciadas más grandes entre los períodos 1985 y 1996 en el mundo. Encuentran que no son significativos los retornos anormales de las empresas combinadas para el período analizado, sin embargo si toman solo las fusiones entre 1991 y 1996 si evidencian retornos positivos significativos.

Asimismo, en promedio los retornos de la empresa compradora fueron negativos pero no significativos. Por el contrario, el rendimiento anormal de la empresa objetivo resultó positivamente significativo en el período 1991 y 1996.

Como se ha podido observar hay una tendencia en que las empresas compradoras tienen retornos negativos o no son significativos, por el contrario las empresas objetivo

generalmente obtienen retornos anormales positivos como se encontró en los estudios realizados en países emergentes.

Por último, en el estudio realizado por Kolaric y Schiereck (2013) realizan una síntesis de 21 estudios que analizan fusiones y adquisiciones. Quienes encuentran esta misma tendencia ganadora para la empresa objetivo y sin un consenso para los rendimientos de la empresa compradora.

4. Metodología

El presente trabajo corresponde a un estudio explicativo ya que tiene como objetivo medir la relación que existe entre diferentes variables, Fassio, Pascual y Suárez (2002), en este caso, se mide la relación entre los rendimientos anormales acumulados y las características de la empresa compradora, variables macroeconómicas y del sector bancario.

Adicionalmente es un estudio no experimental, siguiendo con los autores, en este tipo de estudio no hay control ni manipulación sobre las variables estudiadas ya que, entre otras características, pretende mostrar las interacciones que hay entre las variables de un fenómeno.

Se trata además de un estudio transversal, continuando con los autores, son estudios que no miden los cambios en las variables a través del tiempo, por tanto, toman la información en un momento determinado.

Este estudio se realiza a partir de información correspondiente al período 1998-2014, pero no se realiza un seguimiento en el tiempo de las variables. Adicionalmente el enfoque para el presente trabajo es cuantitativo ya que se realizarán análisis estadísticos (Hernandez, Fernandez y Baptista, 2010).

La unidad de análisis, por lo tanto, son los anuncios de fusiones y adquisiciones realizados en dicho período de tiempo. La muestra para este estudio es no probabilística e intencional, según Fassio, Pascual y Suárez (2002) en este tipo de muestra no se conoce la probabilidad de cada miembro de ser incluido y se elige por cumplir con ciertas características prototípicas.

Esta muestra está compuesta por los anuncios de fusiones y adquisiciones bancarias realizadas entre los períodos 1998 y 2014 que a la fecha del estudio se hayan completado, estas operaciones se extrajeron de la base de datos de Bloomberg, adicionalmente se analizan aquellos en los cuales la empresa compradora esté listada en una bolsa de valores porque se requieren conocer los precios de sus acciones y la empresa objetivo debe estar localizada en América Latina.

Por otro lado, la participación accionaria deseada de la empresa objetivo debe ser mayor al 50%, así la empresa compradora tendría mayor influencia para la generación de sinergias.

Estos filtros se aplicaron con la información suministrada de Bloomberg y se obtuvieron 162 operaciones y se excluyeron aquellos tratos en los que no se tenía información del monto

anunciado ni información de precios de las acciones de las empresas compradoras, con lo cual se obtuvo una muestra de 49 anuncios.

La información contable de la empresa compradora también se extrajo de la base de datos de Bloomberg, no se analiza la información contable de la empresa objetivo por la falta de información. Por otro lado, la información bancaria, las tasas efectivas y el producto interno bruto (PIB) de cada país se extrajo de la base de datos del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional.

A continuación, se describen las variables independientes que se incluirán en el análisis:

PIB OBJETIVO que se define como el crecimiento del PIB del país de la empresa objetivo en los últimos cinco años previos a la adquisición. La variable del crecimiento del PIB fue empleada por Kiyzman (2001) resultando estadísticamente significativa e inversamente relacionada con la creación de riqueza de empresas compradora estadounidenses, lo que indicaría una sobrestimación de la prima pagada por esta característica.

Asimismo, la variable **PIB COMPRADORA** se define como el crecimiento del PIB del país de la empresa compradora con el mismo criterio de la variable **PIB OBJETIVO**.

ACTIVOS, logaritmo del total de activos de la empresa compradora en el año anterior al anuncio de la fusión o adquisición, siguiendo con el mismo estudio, esta variable resultó significativa y directamente relacionada con la creación de valor de la empresa compradora.

La variable **PAGO** hace referencia al medio de pago, esta es una variable dicotómica, la cual toma el valor de 1 si el medio de pago es en efectivo y 0 si es otra forma de pago. Esta variable resulta estadísticamente significativa para diversos estudios (Wansely 1983, Huang and Walkling 1987, Travlos 1987, Kaufman 1988, Harris and Ravenscraft 1991, Kiyzman 2001), encontrando efectos positivos en los precios de las dos partes si se realizaba en efectivo.

DESEMPEÑO, es definida como la performance pasada del mercado la cual se mide como el crecimiento del índice de mercado del país de la empresa objetivo en un lapso de 6 meses anteriores a la fecha del anuncio.

En el estudio desarrollado por Alexandris (2010) esta variable resulta estadísticamente significativa y positivamente relacionada a la creación de valor de la empresa compradora, se podría asociar con una buena respuesta del mercado a la fusión cuando este viene teniendo un buen desempeño.

INFLACIÓN OBJETIVO, se calcula con la inflación anual anterior a la fecha del anuncio del país de la empresa objetivo, la misma resultó estadísticamente significativa en el estudio realizado por Williams (2008), se encontró negativamente relacionada con la creación de riqueza de la empresa compradora. Esto explicaría que el mercado castiga a la empresa compradora cuando adquiere una empresa en una economía con inflación alta.

DIVERSIFICACION, corresponde a la diversificación geográfica, es una variable dicotómica que toma el valor de 1 si es una transacción internacional y 0 si es nacional. Esta variable en el estudio realizado por Kolaric y Schiereck (2013) resultó estadísticamente significativa en uno de sus modelos de regresión, obtuvo una relación inversa, es decir que si era una adquisición internacional la empresa recibía un menor rendimiento respecto a los tratos domésticos.

FRECUENTE, esta variable es dicotómica y toma el valor de 1 si la empresa compradora ha adquirido más de cinco empresas durante los diez años previos a la fecha del anuncio y 0 si ha hecho menos de cinco adquisiciones. En el estudio de Kolaric (2013) esta variable resultó significativa, que podría asociarse a la experiencia en este tipo de operaciones, explica en el mismo estudio.

También se emplea la variable DESARROLLO, de acuerdo a la clasificación del Fondo Monetario Internacional (FMI) para cada país, en este estudio se aplicará a la empresa compradora ya que todas las empresas objetivo no son desarrolladas. Se define como una variable dicotómica, por lo cual tomará el valor de 1 si la empresa compradora se encuentra en una economía desarrollada y 0 si el país está en desarrollo.

En el estudio realizado por Kiyzman (2001), resulta ser una variable significativa y positivamente relacionada con la creación de riqueza de la empresa compradora, aunque en este caso la variable correspondía al desarrollo del país de la empresa objetivo.

Asimismo, se testearon las siguientes variables para observar su relación con el CAR, MONTO ANUNCIADO, que es el logaritmo natural del monto anunciado registrado en la plataforma de Bloomberg. FINANCIAMIENTO, se define como el cociente entre el pasivo total y el activo total mostrados en el estado contable de la empresa compradora en el año previo al anuncio de la adquisición.

VENTAS, es el logaritmo natural de las ventas de la empresa compradora expuestas en el estado contable del año previo a la adquisición. INFLACION COMPRADORA, se define como la inflación del país de la empresa compradora del año previo al anuncio de la adquisición.

Otras variables que se testearon son el PBIPER COMPRADORA y PBIPER OBJETIVO que para este estudio se definen como el PBI per cápita del país de la empresa compradora y empresa objetivo correspondiente al año previo a la fecha de la fusión o adquisición.

La variable TC REAL COMPRADORA y TC REAL OBJETIVO corresponden al tipo de cambio real en el año previo a la fecha del anuncio del país de la empresa compradora y objetivo respectivamente.

Las variables BALANCE COMPRADORA y BALANCE OBJETIVO, están definidas como el cociente entre la cuenta corriente y el PBI del año previo al anuncio de la empresa compradora y la empresa objetivo respectivamente.

INGRESO POR INTERESES, corresponde al cociente del ingreso por intereses y el ingreso total de la empresa compradora correspondiente al año previo del anuncio, así mismo se tomó el logaritmo natural del resultado neto del ejercicio previo al anuncio de la fusión o adquisición RESULTADO NETO, también se testeó la variable INTERES NETO, que corresponde al logaritmo natural del ingreso neto por intereses expuesto en el estado contable de la empresa comprado del año previo al anuncio.

Además, se analiza la variable MERCADO que se define como la variación del índice del mercado representativo del país de la empresa compradora en la misma ventana de tiempo que se analiza el CAR, si resulta significativa indicaría que independiente del resultado de la fusión o adquisición, el movimiento del mercado contra restaría cualquier otro efecto. Por último, se observó la variable % DESEADO, que se define como el porcentaje deseado de la empresa objetivo que la empresa compradora anunció.

Para el análisis la creación de valor en el corto plazo, se sigue el modelo de mercado descrito por Dodd y Warner (1993) y Brown y Warner (1985) usualmente utilizado en este tipo de estudios:

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{Mt} + \varepsilon_{j,t}$$

Donde,

$R_{j,t}$ Es el retorno de la acción j en el día t,

α_j es el intercepto de la función,

β_j es la pendiente entre los retornos diarios de la acción y los del mercado de cada país,

R_{Mt} es el retorno del mercado y

$\varepsilon_{j,t}$ es el término de error.

Para el cálculo del rendimiento esperado de la acción j en el día t, $\hat{R}_{j,t}$, se emplea el modelo de regresión de mínimos cuadrados ordinarios, se estiman los parámetros α_j y β_j tomando los precios de la acción de la empresa compradora y el índice representativo del mercado del país de la misma empresa en una ventana entre 252 ruedas antes del día del anuncio y 20 días también antes del anuncio. Se tomó como referencia el estudio desarrollado por Kolaric y Schiereck (2013) para tomar esta definición.

$$\hat{R}_{j,t} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{Mt}$$

Luego, se calcula el retorno anormal de la acción j en el día t

$$RA_{j,t} = R_{j,t} - \hat{R}_{j,t}$$

Se calcula el retorno anormal promedio de todas las acciones en el día t

$$\overline{RA}_t = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n AR_{j,t}$$

Por último, se calcula el retorno anormal acumulado (CAR) para las diferentes ventanas de tiempo que en el estudio se sitúan entre -20 y +20 días desde la fecha del anuncio.

$$CAR_{[t_1;t_2]} = \sum_{t_1}^{t_2} \widehat{AR}_t$$

5. Hallazgos

5.1. Caracterización de la muestra

La muestra seleccionada se compone por 49 anuncios realizados entre los años 1998 y 2014, los cuales a la fecha del estudio fueron completados. En la tabla 1 se puede observar los países de localización de las empresas compradoras y objetivo.

Brasil es el país con mayor número de fusiones y adquisiciones tanto del lado comprador como del adquirido, obteniendo una participación el 39% dentro de las empresas objetivos y 51% entre las empresas compradoras con un total de 19 y 25 empresas respectivamente.

Las empresas compradoras que se localizan en América Latina son el 67% del total de las empresas, a su vez, el 24% se localizan en Europa, correspondientes a 33 y 12 empresas respectivamente.

Tabla 1. Número de anuncios por localización de la empresa compradora y objetivo

| | | Compradora | | | | | | | | | | | | Total | |
|--------------------------------------|----|------------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|-------|----|
| | | AR | BR | GB | CA | CL | CN | CO | FR | DE | MX | NL | PE | | ES |
| O b j e t i v o | AR | 3 | 1 | | | | | | 1 | | | | | | 5 |
| | BR | | 18 | | | | 1 | | 2 | | 1 | 1 | | 2 | 25 |
| | CL | | | | | 2 | | | | 1 | | | | | 3 |
| | CO | | | | 1 | 2 | | 3 | | | | | | 1 | 7 |
| | SV | | | | 1 | | | | | | | | | | 1 |
| | MX | | | 1 | | | | | | | 1 | | | | 2 |
| | PA | | | 1 | | | | 1 | | | | | | | 2 |
| | PY | | | 1 | | | | | | | | | | | 1 |
| | PE | | | | 1 | | | | | | | | 1 | | 2 |
| | UY | | | | | | | | | | | | | 1 | 1 |
| Total | 3 | 19 | 3 | 3 | 4 | 1 | 4 | 3 | 1 | 2 | 1 | 1 | 4 | 49 | |

Nota: AR: Argentina, BR: Brasil, CL: Chile, CO: Colombia, SV: El Salvador, MX: Mexico, PA: Panamá, PY: Paraguay, PE: Perú, UY: Uruguay, GB: Reino Unido, CA: Canadá, CN: China, FR: Francia, DE: Alemania, NL: Países Bajos y ES: España.

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

La tabla 2, muestra el monto anunciado clasificados por los países de la empresa compradora y objetivo. En total se realizaron anuncios por USD 30.938 millones.

Nuevamente Brasil es el mayor comprador y adquirido, el monto anunciado por sus empresas objetivo suma USD 12.918 millones y los anuncios de las empresas compradoras del mismo país suman USD 15.915 millones correspondientes al 42% y 52% del monto total anunciado.

Tabla 2. Montos anunciados por localización de la empresa compradora y objetivo

| | | Compradora (millones de dólares) | | | | | | | | | | | | Total | |
|--------------------------------------|----|----------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|------------|-----------|--------------|------------|------------|--------------|---------------|
| | | AR | BR | GB | CA | CL | CN | CO | FR | DE | MX | NL | PE | | ES |
| O b j e t i v o | AR | 173 | 480 | | | | | | 75 | | | | | | 728 |
| | BR | | 12,438 | | | | 725 | | 455 | | 45 | 769 | | 1,483 | 15,915 |
| | CL | | | | | 2,760 | | | | 38 | | | | | 2,798 |
| | CO | | | | 1,011 | 2,549 | | 679 | | | | | | 425 | 4,664 |
| | SV | | | | 180 | | | | | | | | | | 180 |
| | MX | | | 923 | | | | | | | 1,135 | | | | 2,059 |
| | PA | | | 1,770 | | | | 2,234 | | | | | | | 4,004 |
| | PY | | | 20 | | | | | | | | | | | 20 |
| | PE | | | | 337 | | | | | | | | 179 | | 517 |
| | UY | | | | | | | | | | | | | 54 | 54 |
| Total | | 173 | 12,918 | 2,713 | 1,528 | 5,309 | 725 | 2,913 | 530 | 38 | 1,180 | 769 | 179 | 1,962 | 30,938 |

Nota: AR: Argentina, BR: Brasil, CL: Chile, CO: Colombia, SV: El Salvador, MX: Mexico, PA: Panamá, PY: Paraguay, PE: Perú, UY: Uruguay, GB: Reino Unido, CA: Canadá, CN: China, FR: Francia, DE: Alemania, NL: Países Bajos y ES: España.

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

En la tabla 3, se muestran el número de anuncios por año y el correspondiente monto anunciado. No hay concentración en el número de anuncios por año, por el contrario, si se observan los montos anunciados, en el año 2008 se realizó el 20% del monto total anunciado correspondiente a USD 6.209 millones.

Esto se debe a que dos de los anuncios más importantes por su monto se realizaron en dicho año. Adicionalmente los 10 anuncios más importantes suman un total de USD 18.429 millones correspondiente al 60% del total anunciado.

Tabla 3. Muestra seleccionada por año y monto anunciado

| Año | Número de anuncios | Monto anuncio (mill USD) |
|--------------|--------------------|--------------------------|
| 1998 | 1 | 75 |
| 1999 | 1 | 147 |
| 2000 | 2 | 1,237 |
| 2001 | 4 | 1,244 |
| 2002 | 4 | 2,487 |
| 2003 | 3 | 1,792 |
| 2004 | 4 | 340 |
| 2005 | 6 | 1,745 |
| 2006 | 2 | 3,942 |
| 2007 | 3 | 826 |
| 2008 | 5 | 6,209 |
| 2010 | 3 | 1,622 |
| 2011 | 4 | 2,896 |
| 2012 | 1 | 1,320 |
| 2013 | 3 | 3,008 |
| 2014 | 3 | 2,047 |
| Total | 49 | 30,938 |

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

5.2. Análisis de la creación de riqueza

En la tabla 4 se muestran los resultados del CAR calculado para las 440 ventanas de tiempo entre los 20 días antes del anuncio y 20 días después del mismo. Se puede observar que en 366 ventanas de tiempo los rendimientos anormales fueron negativos y en 74 ventanas fueron positivos.

Aunque, en solo cinco ventanas los retornos fueron estadísticamente significativos de acuerdo con la prueba t-student que compara las medias del rendimiento promedio de las acciones para cada una de las ventanas de tiempo analizadas y el rendimiento promedio esperado de las acciones para el mismo período.

Estas ventanas de tiempo en días son -1,+4; -1,+5; -1,+7; -1,+8; 0,+8 los retornos promedios para cada una son -0.9%, -0,9%, -1%, -1% y -0,68% respectivamente. En todas las ventanas la significancia se toma a un nivel del 10% salvo para la ventana -1,+8 que llega al nivel del 5%.

Estos resultados mixtos y sin significatividad estadística son consistentes con los encontrados por Kolaric y Schiereck (2013) y la mayoría de estudios realizados en países desarrollados descritos en el capítulo del marco teórico.

Tabla 4. % CAR para cada venta de tiempo

| Días | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 |
|------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| -20 | -1.04 | -0.98 | -1.24 | -1.22 | -1.41 | -1.44 | -1.35 | -1.51 | -1.60 | -1.44 | -1.28 | -1.15 | -1.26 | -1.58 | -1.70 | -1.45 | -1.38 | -1.30 | -0.84 | -0.80 | -1.11 |
| -19 | 0.13 | 0.19 | -0.08 | -0.06 | -0.25 | -0.27 | -0.18 | -0.34 | -0.44 | -0.27 | -0.11 | 0.01 | -0.09 | -0.41 | -0.54 | -0.28 | -0.22 | -0.14 | 0.32 | 0.37 | 0.05 |
| -18 | 0.01 | 0.07 | -0.20 | -0.18 | -0.37 | -0.39 | -0.30 | -0.46 | -0.56 | -0.39 | -0.23 | -0.11 | -0.21 | -0.53 | -0.66 | -0.40 | -0.34 | -0.26 | 0.20 | 0.25 | -0.07 |
| -17 | 0.27 | 0.34 | 0.07 | 0.09 | -0.10 | -0.12 | -0.04 | -0.19 | -0.29 | -0.12 | 0.04 | 0.16 | 0.05 | -0.26 | -0.39 | -0.14 | -0.07 | 0.01 | 0.47 | 0.51 | 0.20 |
| -16 | 0.29 | 0.35 | 0.08 | 0.11 | -0.09 | -0.11 | -0.02 | -0.18 | -0.28 | -0.11 | 0.05 | 0.18 | 0.07 | -0.25 | -0.37 | -0.12 | -0.06 | 0.02 | 0.49 | 0.53 | 0.21 |
| -15 | 0.28 | 0.34 | 0.07 | 0.10 | -0.09 | -0.12 | -0.03 | -0.19 | -0.28 | -0.12 | 0.04 | 0.17 | 0.06 | -0.26 | -0.38 | -0.13 | -0.06 | 0.02 | 0.48 | 0.52 | 0.20 |
| -14 | 0.11 | 0.17 | -0.10 | -0.07 | -0.26 | -0.29 | -0.20 | -0.36 | -0.46 | -0.29 | -0.13 | 0.00 | -0.11 | -0.43 | -0.55 | -0.30 | -0.24 | -0.16 | 0.31 | 0.35 | 0.03 |
| -13 | 0.23 | 0.30 | 0.03 | 0.05 | -0.14 | -0.16 | -0.08 | -0.23 | -0.33 | -0.16 | 0.00 | 0.12 | 0.01 | -0.30 | -0.43 | -0.17 | -0.11 | -0.03 | 0.43 | 0.47 | 0.16 |
| -12 | -0.03 | 0.03 | -0.23 | -0.21 | -0.40 | -0.43 | -0.34 | -0.49 | -0.59 | -0.42 | -0.26 | -0.14 | -0.25 | -0.57 | -0.69 | -0.44 | -0.37 | -0.29 | 0.17 | 0.21 | -0.10 |
| -11 | -0.34 | -0.28 | -0.54 | -0.52 | -0.71 | -0.74 | -0.65 | -0.81 | -0.90 | -0.74 | -0.58 | -0.45 | -0.56 | -0.88 | -1.00 | -0.75 | -0.68 | -0.60 | -0.14 | -0.10 | -0.42 |
| -10 | -0.69 | -0.63 | -0.90 | -0.87 | -1.07 | -1.09 | -1.00 | -1.16 | -1.26 | -1.09 | -0.93 | -0.80 | -0.91 | -1.23 | -1.35 | -1.10 | -1.04 | -0.96 | -0.49 | -0.45 | -0.77 |
| -9 | -0.61 | -0.55 | -0.81 | -0.79 | -0.98 | -1.01 | -0.92 | -1.07 | -1.17 | -1.00 | -0.85 | -0.72 | -0.83 | -1.15 | -1.27 | -1.02 | -0.95 | -0.87 | -0.41 | -0.37 | -0.68 |
| -8 | -0.45 | -0.39 | -0.66 | -0.63 | -0.82 | -0.85 | -0.76 | -0.92 | -1.01 | -0.85 | -0.69 | -0.56 | -0.67 | -0.99 | -1.11 | -0.86 | -0.79 | -0.71 | -0.25 | -0.21 | -0.53 |
| -7 | -0.20 | -0.14 | -0.41 | -0.39 | -0.58 | -0.60 | -0.51 | -0.67 | -0.77 | -0.60 | -0.44 | -0.32 | -0.42 | -0.74 | -0.87 | -0.61 | -0.55 | -0.47 | -0.01 | 0.04 | -0.28 |
| -6 | -0.32 | -0.26 | -0.53 | -0.51 | -0.70 | -0.72 | -0.63 | -0.79 | -0.89 | -0.72 | -0.56 | -0.44 | -0.54 | -0.86 | -0.99 | -0.73 | -0.67 | -0.59 | -0.13 | -0.08 | -0.40 |
| -5 | 0.02 | 0.08 | -0.18 | -0.16 | -0.35 | -0.38 | -0.29 | -0.44 | -0.54 | -0.38 | -0.22 | -0.09 | -0.20 | -0.52 | -0.64 | -0.39 | -0.32 | -0.24 | 0.22 | 0.26 | -0.05 |
| -4 | 0.07 | 0.13 | -0.14 | -0.11 | -0.31 | -0.33 | -0.24 | -0.40 | -0.50 | -0.33 | -0.17 | -0.04 | -0.15 | -0.47 | -0.59 | -0.34 | -0.28 | -0.20 | 0.27 | 0.31 | -0.01 |
| -3 | -0.11 | -0.04 | -0.31 | -0.29 | -0.48 | -0.50 | -0.42 | -0.57 | -0.67 | -0.50 | -0.34 | -0.22 | -0.33 | -0.64 | -0.77 | -0.52 | -0.45 | -0.37 | 0.09 | 0.13 | -0.18 |
| -2 | -0.20 | -0.14 | -0.40 | -0.38 | -0.57 | -0.60 | -0.51 | -0.67 | -0.76 | -0.60 | -0.44 | -0.31 | -0.42 | -0.74 | -0.86 | -0.61 | -0.54 | -0.46 | 0.00 | 0.04 | -0.28 |
| -1 | -0.51 | -0.45 | -0.71 | -0.69 | -0.88* | -0.91* | -0.82 | -0.97* | -1.07** | -0.91 | -0.75 | -0.62 | -0.73 | -1.05 | -1.17 | -0.92 | -0.85 | -0.77 | -0.31 | -0.27 | -0.58 |
| 0 | | -0.05 | -0.32 | -0.30 | -0.49 | -0.51 | -0.42 | -0.58 | -0.68* | -0.51 | -0.35 | -0.22 | -0.33 | -0.65 | -0.78 | -0.52 | -0.46 | -0.38 | 0.09 | 0.13 | -0.19 |

Nota: Estadísticamente significativo a los niveles de *10% y **5%

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

En las siguientes páginas se analiza el CAR clasificando los anuncios por medio de pago, diversificación geográfica y frecuencia. En la tabla 4 se muestra el porcentaje del CAR según el medio de pago. Si el pago de la compra es en efectivo o si es en otro medio de pago.

Con la forma de pago efectivo se anunciaron 30 fusiones, que corresponde al 61% de la muestra seleccionada, mientras que con otro medio de pago ya sea en acciones, una combinación de acciones con efectivo u otro se realizaron 19 anuncios.

En la tabla 4 se puede observar que las empresas compradoras que anunciaron sus compras en efectivo obtuvieron en todas las ventanas de tiempo, retornos anormales negativos, aunque ninguno es estadísticamente significativo.

Por otro lado, los anuncios realizados en otro medio de pago obtuvieron rendimientos anormales mixtos, 4 ventanas de tiempo fueron positivas, pero ninguna significativa y 6 ventanas negativas dos de estas estadísticamente significativas a un nivel del 1%.

Los resultados para las 440 ventanas de tiempo se pueden observar en los anexos 1 y 2, de aquí se puede analizar que en 60 ventanas el rendimiento anormal es positivo y en 380 es negativo cuando el medio de pago es en efectivo, aunque ninguno es estadísticamente significativo. Asimismo, cuando el medio de pago es otro, las ventanas con rendimientos positivos son 176 y aquellas con rendimientos negativos son 246, aunque de las 440 ventanas solo 29 ventanas obtuvieron rendimientos negativos estadísticamente significativos.

Tabla 4. % CAR según medio de pago

| Ventana del evento (días) | Efectivo | | Otro medio | |
|---------------------------|----------|---------|------------|---------|
| | % CAR | p valor | % CAR | p valor |
| -20;20 | -2.64 | 0.30 | 1.29 | 0.61 |
| -10;10 | -0.57 | 0.67 | -1.50 | 0.35 |
| -5;5 | -0.57 | 0.57 | -0.07 | 0.96 |
| -3;3 | -0.30 | 0.74 | -0.26 | 0.84 |
| -20;0 | -2.68 | 0.27 | 1.56 | 0.43 |
| -10;0 | -0.97 | 0.43 | -0.25 | 0.87 |
| -5;0 | -0.57 | 0.55 | 0.96 | 0.47 |
| -3;0 | -0.41 | 0.66 | 0.37 | 0.79 |
| -1;5 | -0.45 | 0.43 | -1.63 | 0.01 |
| -1;8 | -0.47 | 0.43 | -2.02 | 0.00 |

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg
El siguiente análisis del CAR se realiza de acuerdo con la diversificación geográfica. Del total de anuncios 28 fueron domésticos, es decir la empresa compradora y objetivo son del mismo país y 21 fueron internacionales.

La tabla 5 muestra que cuando la fusión es doméstica solo en una ventana de tiempo el rendimiento es positivo, y solo en la ventana -1;8 el rendimiento negativo es estadísticamente significativo a un nivel del 10%. Por otro lado, cuando el anuncio es internacional, en 5 ventanas el rendimiento es positivo, pero en ningún caso es significativo, y en las otras 5 el rendimiento es negativo tampoco estadísticamente significativo.

En los anexos 3 y 4 se realiza el análisis para las 440 ventanas de tiempos. Cuando el anuncio es doméstico solo en 15 ventanas el rendimiento es positivo y en las demás 425 ventanas es negativo, aunque solo en cuatro de estas últimas ventanas es estadísticamente significativo.

Por otro lado, cuando el anuncio es internacional el rendimiento positivo se refleja en 308 ventanas de tiempo, mientras en 132 ventanas el retorno es negativo, aunque en ningún caso es estadísticamente significativo.

Tabla 5. % CAR según la diversificación geográfica

| Ventana del evento (días) | Doméstica | | Internacional | |
|---------------------------|-----------|---------|---------------|---------|
| | % CAR | p valor | % CAR | p valor |
| -20;20 | -3.08 | 0.34 | 1.51 | 0.36 |
| -10;10 | -1.20 | 0.44 | -0.58 | 0.66 |
| -5;5 | -0.59 | 0.63 | -0.09 | 0.92 |
| -3;3 | -0.47 | 0.67 | -0.04 | 0.96 |
| -20;0 | -2.65 | 0.35 | 1.11 | 0.31 |
| -10;0 | -1.11 | 0.35 | -0.14 | 0.87 |
| -5;0 | 0.00 | 1.00 | 0.05 | 0.92 |
| -3;0 | -0.37 | 0.74 | 0.25 | 0.63 |
| -1;5 | -1.54 | 0.13 | -0.06 | 0.94 |
| -1;8 | -1.90 | 0.08 | 0.04 | 0.97 |

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg. Por último, se realiza un análisis del CAR según la frecuencia del comprador, que es el número de adquisiciones que realizó la empresa compradora diez años previos a la fecha del anuncio.

Se clasificaron en tres grupos las empresas compradoras, aquellas que adquirieron hasta dos empresas, las empresas que compraron entre tres y ocho firmas y las que compraron más de ocho empresas, cada grupo se compone de 12, 16 y 21 empresas respectivamente.

Las empresas que adquirieron hasta dos compañías obtuvieron rendimientos negativos para todas las ventanas de tiempo analizadas en la tabla 6, y en cuatro ventanas de estas fueron estadísticamente significativos, dos a un nivel del 10% y otras dos al 5%.

Las empresas que adquirieron entre tres y ocho firmas también obtuvieron rendimientos negativos, pero en solo dos fueron significativos a un nivel del 10%. Por último, las empresas que adquirieron más de 8 compañías obtuvieron en todas las ventanas salvo en una, rendimientos positivos, aunque en ningún caso estadísticamente significativos.

En los anexos 5, 6 y 7 se puede observar los rendimientos de cada grupo para las 440 ventanas de tiempo. En las empresas que adquirieron hasta dos compañías el resultado es bastante consistente en todas las ventanas de tiempo, solo en una el rendimiento es positivo mientras que en las otras 439 ventanas el rendimiento es negativo, además, en 213 ventanas el rendimiento es estadísticamente significativo, de estas, dos al nivel del 99%, 110 al 95% y 101 al 90%.

Asimismo, cuando las empresas adquirieron entre tres y ocho empresas, solo en seis ventanas el rendimiento fue positivo mientras que en las otras 434 obtuvieron rendimientos negativos, aunque en solo tres ventanas los rendimientos fueron estadísticamente significativos.

Para terminar este análisis, cuando las empresas adquirieron más de ocho empresas obtuvieron rendimientos promedios positivos en 425 ventanas de tiempo y en 15 ventanas fueron negativos. Aunque, en solo 25 ventanas el rendimiento anormal fue estadísticamente significativo a un nivel del 90%.

Esta variable muestra una fuerte relación con los rendimientos anormales, mostrando la reacción positiva del mercado cuando la empresa compradora tienen una mayor experiencia ejecutando este tipo de transacciones.

Tabla 6. % CAR según la frecuencia del comprador realizando adquisiciones

| Ventana del evento (días) | de 0 a 2 adquis. | | 3 a 8 adquis. | | mas de 8 adquis. | |
|---------------------------|------------------|---------|---------------|---------|------------------|---------|
| | % CAR | p valor | % CAR | p valor | % CAR | p valor |
| -20;20 | -4.43 | 0.06 | -0.98 | 0.80 | 0.68 | 0.85 |
| -10;10 | -2.92 | 0.04 | -2.08 | 0.47 | 1.08 | 0.46 |
| -5;5 | -1.83 | 0.07 | -2.15 | 0.41 | 1.80 | 0.12 |
| -3;3 | -1.40 | 0.12 | -1.40 | 0.56 | 1.20 | 0.30 |
| -20;0 | -2.07 | 0.32 | -0.38 | 0.90 | -0.95 | 0.77 |
| -10;0 | -1.57 | 0.20 | -1.38 | 0.60 | 0.34 | 0.80 |
| -5;0 | -1.23 | 0.27 | -1.23 | 0.63 | 1.47 | 0.17 |
| -3;0 | -0.24 | 0.72 | -1.75 | 0.49 | 1.23 | 0.28 |
| -1;5 | -1.18 | 0.11 | -3.65 | 0.09 | 1.34 | 0.23 |
| -1;8 | -1.59 | 0.04 | -3.93 | 0.09 | 1.40 | 0.23 |

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

5.3. Análisis de las variables que inciden en la creación de riqueza

Para el análisis bivariado se testearon 24 variables en las 440 ventanas de tiempo comprendidas entre los 20 días previos a la fecha del anuncio y 20 días posteriores a la misma fecha.

Los resultados de este análisis se muestran en la tabla 7. la variable que mostró significancia estadística en la mayor cantidad de ventanas de tiempo es el INTERES NETO, a un nivel del 1% se observaron 48 ventanas de tiempo en las que la variable fue significativa, al 5% se evidenciaron 194 ventanas y 97 al 10%, además esta variable se relaciona positivamente con el CAR en las 440 ventanas de tiempo.

Tabla 7. Resultados del análisis bivariante

| Variable | N° de ventanas significativas | Ventanas significativas / Total | Significativa al nivel del 1% | Significativa al nivel del 5% | Significativa al nivel del 10% | N° de ventanas con coeficientes positivos | N° de ventanas con coeficientes negativos |
|-----------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| INTERES NETO | 339 | 77% | 48 | 194 | 97 | 440 | 0 |
| FRECUENTE | 320 | 73% | 2 | 138 | 180 | 440 | 0 |
| RESULTADO NETO | 293 | 67% | 0 | 175 | 118 | 413 | 27 |
| VENTAS | 189 | 43% | 0 | 48 | 141 | 432 | 8 |
| MONTO ANUNCIADO | 188 | 43% | 32 | 65 | 91 | 440 | 0 |
| PBI OBJETIVO | 164 | 37% | 12 | 74 | 78 | 432 | 8 |
| PBI COMPRADORA | 87 | 20% | 1 | 32 | 54 | 152 | 288 |
| TC REAL COMPRADORA | 63 | 14% | 0 | 5 | 58 | 424 | 16 |
| ACTIVOS | 62 | 14% | 0 | 7 | 55 | 440 | 0 |
| MERCADO | 44 | 10% | 19 | 14 | 11 | 15 | 425 |
| FINANCIAMIENTO | 31 | 7% | 0 | 3 | 28 | 138 | 302 |
| DESEMPEÑO | 18 | 4% | 0 | 6 | 12 | 114 | 326 |
| TC REAL OBJETIVO | 18 | 4% | 0 | 2 | 16 | 0 | 440 |
| INGRESO POR INTERESES | 10 | 2% | 0 | 0 | 10 | 274 | 166 |
| PBI PER COMPRADORA | 7 | 2% | 0 | 3 | 4 | 364 | 76 |
| % DESEADO | 5 | 1% | 0 | 0 | 5 | 440 | 0 |
| PAGO | 0 | 0% | 0 | 0 | 0 | 188 | 252 |
| DESARROLLO | 0 | 0% | 0 | 0 | 0 | 261 | 179 |
| DIVERSIFICACIÓN | 0 | 0% | 0 | 0 | 0 | 24 | 416 |
| INFLACION OBJETIVO | 0 | 0% | 0 | 0 | 0 | 350 | 90 |
| INFLACIÓN COMPRADORA | 0 | 0% | 0 | 0 | 0 | 440 | 0 |
| PBI PER OBJETIVO | 0 | 0% | 0 | 0 | 0 | 48 | 392 |
| BALANCE COMPRADORA | 0 | 0% | 0 | 0 | 0 | 8 | 432 |
| BALANCE OBJETIVO | 0 | 0% | 0 | 0 | 0 | 87 | 353 |

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

En segundo lugar, se encuentra la variable FRECUENTE, la cual es significativa en 320 ventanas de tiempo, a los niveles del 1%, 5% y 10% se evidenciaron 2, 138 y 180 ventanas de tiempo respectivamente. También se encuentra esta variable positivamente relacionada con el CAR en todas las ventanas de tiempo analizadas. Este resultado es consistente con los hallazgos encontrados en el estudio de Kolaric y Schiereck (2013) quienes proponen que este resultado positivo se debe a la experiencia ganada en los tratos previos.

En tercer lugar, se encuentra el RESULTADO NETO que resulta estadísticamente significativo en 293 ventanas de tiempo y se relaciona positivamente con el CAR en 413 ventanas, seguido de la variable VENTAS y MONTO ANUNCIADO, para las cuales se encuentran 189 y 188 ventanas respectivamente en las que fueron significativas y en 432 y 440 ventanas respectivamente estuvieron positivamente relacionadas.

Luego, las variables como PBI OBJETIVO, PBI COMPRADORA, TC REAL COMPRADORA, ACTIVOS y MERCADO resultaron significativas en el 37%, 20%, 14%, 14% y 10% del total de las ventanas analizadas respectivamente. A su vez, se encontraron positivamente relacionadas con el CAR en 432, 152, 424, 440 y 15 ventanas respectivamente.

Las demás variables obtuvieron significancia en menos del 10% de las ventanas analizadas. Las variables que no resultaron significativas en ninguna ventana de tiempo fueron BALANCE OBJETIVO, BALANCE COMPRADORA, PBI PER OBJETIVO, INFLACIÓN COMPRADORA, INFLACIÓN OBJETIVO, DIVERSIFICACIÓN, DESARROLLO Y PAGO.

6. Conclusiones

Luego del análisis previo de los anuncios de fusiones y adquisiciones bancarias realizadas entre los años 1998 y 2014, en las que las empresas objetivo están ubicadas en América Latina se llega a la conclusión de que en promedio estas operaciones no tienen un efecto significativo en la riqueza de los accionistas de la empresa compradora. Si bien, en 366 ventanas de tiempo de las 440 ventanas analizadas el CAR fue negativo, solo se observaron 5 ventanas de tiempo en las que los rendimientos anormales acumulados fueron estadísticamente significativas.

Similares conclusiones llegaron los estudios realizados por Kolaric y Schiereck (2013); Cybo-Ottone y Murgia (2000); Houston, James y Ryngaert (2001) en los que los accionistas de la empresa compradora no tienen efectos significativos en su riqueza.

Por otro lado, se encuentra que la frecuencia en que la compradora realiza fusiones y adquisiciones es una de las variables más importantes para explicar la creación de riqueza. Se observa una relación positiva entre esta variable y el CAR, en 320 ventanas de tiempo se obtuvieron retornos anormales significativos.

Este resultado es consistente con los hallazgos encontrados por Kolaric y Schiereck (2013); Zollo y Singh (2004); Haleblan, Kim, y Rajagopalan (2006) quienes encuentran que a través de la experiencia las empresas compradoras puede aprender a crear valor a través de las fusiones y adquisiciones.

Otras variables que resultaron significativas para explicar la creación de riqueza en la empresa compradora relacionadas también a características de la empresa compradora son los ingresos por interés neto, resultado neto y ventas, con 339, 293 y 189 ventanas de tiempo significativas respectivamente. Las cuales mantienen una relación positiva, esto quiere decir que las empresas con mejores resultados pasados obtuvieron mayores rendimientos anormales acumulados con el anuncio de la operación.

Por otro lado, una variable exógena a la empresa compradora que resultó significativa en el 37% de las 440 ventanas analizadas, es el crecimiento del PBI del país de la empresa objetivo. Este resultado se puede explicar en que invertir en un país que ha tenido un buen desempeño causa una reacción en el mercado positiva incrementando el precio de sus acciones al momento del anuncio.

Resulta de esta investigación otros cuestionamientos que se podrían abordar en trabajos posteriores. Podrían analizarse si se llegan a resultados similares al estudiarse sectores que en los últimos años han sido dinámicos en fusiones y adquisiciones de América Latina, tales como, manufactura, consumo masivo, energía y tecnología.

7. Referencias bibliográficas

- Akbulut, M., & Matsusaka, J. (2010). Fifty years of diversification announcements. *The Financial Review*, 45(2), 231-262. doi:10.1111/j.1540-6288.2010.00245
- Amihud, Y., DeLong, G., & Saunders, A. (2002). The effects of cross-border bank mergers on bank risk and value. *Journal of International Money and Finance*, 21(6), 857-877. Obtenido de [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(02\)00026-8](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(02)00026-8)
- Berger, P., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65. doi:10.1016/0304-405X(94)00798-6
- Cybo-Ottone, A., & Murgia, M. (2000). Mergers and shareholder wealth in European banking. *Journal of Banking & Finance*, 24(6), 831-859. Obtenido de <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jbfina:v:24:y:2000:i:6:p:831-859>
- DePamphilis, D. M. (2014). *Mergers, acquisitions and other restructuring activities*. San Diego: Academic Press.
- Fassio, A., Pascual, L., & Suárez, F. (2002). *Introducción a la metodología de la investigación aplicada al saber administrativo*. Buenos Aires: Ediciones Cooperativas.
- Furfine, C., & Rosen, R. (2011). Mergers increase default risk. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 832-849. doi:10.1016/j.jcorpfin.2011.03.003
- Gaughan, P. A. (2011). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Graham, J., & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243. doi:10.1016/s0304-405x(01)00044-7
- Haleblian, J., Kim, J., & Rajagopalan, N. (2006). The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: evidence from the US commercial banking industry. *Academy of Management Journal*, 49(2), 357-370. doi:10.2307/20159768
- Hernandez, R., Fernandez, C., & Baptista, P. (2010). *Metodología de la investigación*. Mexico: McGraw-Hill.
- Higgins, R., & Schall, L. (1975). Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger. *The Journal of Finance*, 30(1), 93-113. doi:10.2307/2978433
- Houston, J., James, C., & Ryngaert, M. (2001). Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 285-331. Obtenido de [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00046-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00046-0)
- Hyland, D. (2003). The effect of diversification on firm value: a pre and post diversification analysis. *Studies in Economics and Finance*, 21(2), 22-39. Obtenido de <https://doi.org/10.1108/eb028773>
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 5-50.

- Kolaric, S., & Schiereck, D. (2013). Shareholder wealth effects of bank mergers and acquisitions in Latin America. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 11(2), 157-177. Obtenido de <https://doi.org/10.1108/MRJIAM-Feb-2012-0473>
- Lang, L., & Stulz, R. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248-1280. Obtenido de <https://www.jstor.org/stable/2138786>
- Lins, K., & Servaes, H. (1999). International evidence on the value of corporate diversification. *The Journal of Finance*, 54(6), 2215-2239. Obtenido de <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00186>
- Mascareñas, J. (2000). *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: McGraw-Hill.
- Penas, M., & Unal, H. (2004). Gains in Bank Mergers: Evidence from the Bond Markets. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 149-179. Obtenido de <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:74:y:2004:i:1:p:149-179>
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(1), 197-216. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/2353017>
- Scott, C. W. (2012). *Mergers and acquisitions integration handbook: helping companies realize the full value of acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Williams, J., & Liao, A. (2008). The search for value: cross-border bank M&A in emerging markets. *Comparative Economic Studies*, 50(2), 274-296. doi:10.1057/ces.2008.2.
- Zollo, M., & Singh, H. (2004). Deliberate learning in corporate acquisitions: post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers. *Strategic Management Journal*, 25(13), 1233-1256. doi:10.1002/smj.426

8. Anexos

Anexo 1 % CAR cuando el medio de pago es en efectivo

Se muestran los retornos anormales diarios acumulados para las diferentes ventanas de tiempo 20 días antes del anuncio y 20 días posteriores a la misma fecha cuando el pago se realiza en efectivo. Este análisis se compone por 30 anuncios.

| Días | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| -20 | -2.68 | -2.54 | -2.75 | -2.58 | -2.77 | -2.68 | -2.52 | -2.64 | -2.70 | -2.46 | -2.28 | -2.44 | -2.53 | -2.76 | -2.84 | -2.97 | -3.01 | -2.92 | -2.64 | -2.36 | -2.64 |
| -19 | -0.75 | -0.60 | -0.82 | -0.64 | -0.84 | -0.74 | -0.58 | -0.70 | -0.76 | -0.52 | -0.34 | -0.50 | -0.60 | -0.83 | -0.91 | -1.03 | -1.07 | -0.99 | -0.70 | -0.42 | -0.70 |
| -18 | -0.62 | -0.48 | -0.69 | -0.52 | -0.71 | -0.62 | -0.46 | -0.58 | -0.64 | -0.40 | -0.22 | -0.37 | -0.47 | -0.70 | -0.78 | -0.90 | -0.95 | -0.86 | -0.58 | -0.30 | -0.58 |
| -17 | -0.49 | -0.34 | -0.56 | -0.38 | -0.58 | -0.48 | -0.32 | -0.44 | -0.50 | -0.26 | -0.08 | -0.24 | -0.34 | -0.56 | -0.65 | -0.77 | -0.81 | -0.72 | -0.44 | -0.16 | -0.44 |
| -16 | -0.16 | -0.02 | -0.23 | -0.06 | -0.25 | -0.15 | 0.00 | -0.12 | -0.18 | 0.06 | 0.24 | 0.09 | -0.01 | -0.24 | -0.32 | -0.44 | -0.48 | -0.40 | -0.12 | 0.16 | -0.11 |
| -15 | -0.05 | 0.10 | -0.12 | 0.06 | -0.14 | -0.04 | 0.12 | 0.00 | -0.06 | 0.18 | 0.36 | 0.20 | 0.10 | -0.12 | -0.21 | -0.33 | -0.37 | -0.29 | 0.00 | 0.28 | 0.00 |
| -14 | -0.05 | 0.09 | -0.12 | 0.05 | -0.14 | -0.05 | 0.11 | -0.01 | -0.07 | 0.17 | 0.35 | 0.20 | 0.10 | -0.13 | -0.21 | -0.33 | -0.38 | -0.29 | -0.01 | 0.27 | -0.01 |
| -13 | -0.02 | 0.12 | -0.09 | 0.08 | -0.11 | -0.02 | 0.14 | 0.02 | -0.04 | 0.20 | 0.38 | 0.22 | 0.13 | -0.10 | -0.18 | -0.31 | -0.35 | -0.26 | 0.02 | 0.30 | 0.02 |
| -12 | -0.53 | -0.39 | -0.60 | -0.43 | -0.62 | -0.53 | -0.37 | -0.49 | -0.55 | -0.31 | -0.13 | -0.29 | -0.38 | -0.61 | -0.69 | -0.82 | -0.86 | -0.77 | -0.49 | -0.21 | -0.49 |
| -11 | -0.80 | -0.66 | -0.87 | -0.70 | -0.89 | -0.79 | -0.64 | -0.76 | -0.82 | -0.58 | -0.40 | -0.55 | -0.65 | -0.88 | -0.96 | -1.08 | -1.12 | -1.04 | -0.76 | -0.48 | -0.75 |
| -10 | -0.97 | -0.83 | -1.04 | -0.87 | -1.06 | -0.97 | -0.81 | -0.93 | -0.99 | -0.75 | -0.57 | -0.72 | -0.82 | -1.05 | -1.13 | -1.25 | -1.30 | -1.21 | -0.93 | -0.65 | -0.92 |
| -9 | -0.92 | -0.77 | -0.99 | -0.81 | -1.01 | -0.91 | -0.75 | -0.87 | -0.93 | -0.69 | -0.51 | -0.67 | -0.77 | -1.00 | -1.08 | -1.20 | -1.24 | -1.16 | -0.87 | -0.59 | -0.87 |
| -8 | -0.55 | -0.41 | -0.62 | -0.44 | -0.64 | -0.54 | -0.39 | -0.51 | -0.56 | -0.33 | -0.15 | -0.30 | -0.40 | -0.63 | -0.71 | -0.83 | -0.87 | -0.79 | -0.51 | -0.23 | -0.50 |
| -7 | -0.29 | -0.15 | -0.36 | -0.18 | -0.38 | -0.28 | -0.13 | -0.25 | -0.30 | -0.07 | 0.11 | -0.04 | -0.14 | -0.37 | -0.45 | -0.57 | -0.61 | -0.53 | -0.25 | 0.03 | -0.24 |
| -6 | -0.87 | -0.72 | -0.94 | -0.76 | -0.96 | -0.86 | -0.70 | -0.82 | -0.88 | -0.64 | -0.46 | -0.62 | -0.72 | -0.95 | -1.03 | -1.15 | -1.19 | -1.11 | -0.82 | -0.55 | -0.82 |
| -5 | -0.57 | -0.43 | -0.65 | -0.47 | -0.67 | -0.57 | -0.41 | -0.53 | -0.59 | -0.35 | -0.17 | -0.33 | -0.43 | -0.65 | -0.74 | -0.86 | -0.90 | -0.81 | -0.53 | -0.25 | -0.53 |
| -4 | -0.22 | -0.08 | -0.29 | -0.12 | -0.31 | -0.22 | -0.06 | -0.18 | -0.24 | 0.00 | 0.18 | 0.03 | -0.07 | -0.30 | -0.38 | -0.50 | -0.55 | -0.46 | -0.18 | 0.10 | -0.18 |
| -3 | -0.41 | -0.26 | -0.48 | -0.30 | -0.50 | -0.40 | -0.24 | -0.36 | -0.42 | -0.18 | 0.00 | -0.16 | -0.26 | -0.49 | -0.57 | -0.69 | -0.73 | -0.65 | -0.36 | -0.09 | -0.36 |
| -2 | 0.05 | 0.19 | -0.02 | 0.15 | -0.04 | 0.05 | 0.21 | 0.09 | 0.03 | 0.27 | 0.45 | 0.30 | 0.20 | -0.03 | -0.11 | -0.23 | -0.27 | -0.19 | 0.09 | 0.37 | 0.10 |
| -1 | -0.45 | -0.31 | -0.53 | -0.35 | -0.55 | -0.45 | -0.29 | -0.41 | -0.47 | -0.23 | -0.05 | -0.21 | -0.30 | -0.53 | -0.61 | -0.74 | -0.78 | -0.69 | -0.41 | -0.13 | -0.41 |
| 0 | | 0.01 | -0.21 | -0.03 | -0.23 | -0.13 | 0.03 | -0.09 | -0.15 | 0.09 | 0.27 | 0.11 | 0.01 | -0.21 | -0.30 | -0.42 | -0.46 | -0.37 | -0.09 | 0.19 | -0.09 |

Nota: Estadísticamente significativo a los niveles de *10%, **5% y ***1%.

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

Anexo 2. % CAR cuando el medio de pago no es en efectivo

Se muestran los retornos anormales diarios acumulados para las diferentes ventanas de tiempo 20 días antes del anuncio y 20 días posteriores a la misma fecha cuando el pago se realiza en otro medio de pago diferente al efectivo, como acciones o una combinación de acciones y efectivo. Este análisis se compone por 19 anuncios.

| Días | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| -20 | 1.56 | 1.49 | 1.14 | 0.92 | 0.74 | 0.52 | 0.50 | 0.28 | 0.13 | 0.18 | 0.31 | 0.88 | 0.75 | 0.29 | 0.10 | 0.95 | 1.18 | 1.25 | 2.00 | 1.66 | 1.29 | |
| -19 | 1.50 | 1.43 | 1.09 | 0.87 | 0.69 | 0.47 | 0.44 | 0.23 | 0.08 | 0.13 | 0.25 | 0.83 | 0.70 | 0.24 | 0.05 | 0.89 | 1.13 | 1.20 | 1.95 | 1.61 | 1.23 | |
| -18 | 1.00 | 0.93 | 0.58 | 0.36 | 0.18 | -0.04 | -0.06 | -0.28 | -0.43 | -0.38 | -0.25 | 0.32 | 0.19 | -0.27 | -0.46 | 0.39 | 0.62 | 0.69 | 1.44 | 1.11 | 0.73 | |
| -17 | 1.47 | 1.40 | 1.06 | 0.84 | 0.66 | 0.44 | 0.42 | 0.20 | 0.05 | 0.10 | 0.22 | 0.80 | 0.67 | 0.21 | 0.02 | 0.86 | 1.10 | 1.17 | 1.92 | 1.58 | 1.20 | |
| -16 | 0.99 | 0.93 | 0.58 | 0.36 | 0.18 | -0.04 | -0.06 | -0.28 | -0.43 | -0.38 | -0.26 | 0.32 | 0.19 | -0.27 | -0.46 | 0.39 | 0.62 | 0.69 | 1.44 | 1.10 | 0.73 | |
| -15 | 0.79 | 0.72 | 0.38 | 0.16 | -0.02 | -0.24 | -0.27 | -0.48 | -0.63 | -0.58 | -0.46 | 0.12 | -0.01 | -0.47 | -0.66 | 0.18 | 0.42 | 0.49 | 1.24 | 0.90 | 0.52 | |
| -14 | 0.36 | 0.29 | -0.05 | -0.27 | -0.46 | -0.68 | -0.70 | -0.91 | -1.07 | -1.02 | -0.89 | -0.32 | -0.44 | -0.90 | -1.09 | -0.25 | -0.01 | 0.06 | 0.80 | 0.47 | 0.09 | |
| -13 | 0.64 | 0.57 | 0.23 | 0.01 | -0.18 | -0.40 | -0.42 | -0.63 | -0.79 | -0.74 | -0.61 | -0.04 | -0.16 | -0.62 | -0.81 | 0.03 | 0.27 | 0.34 | 1.08 | 0.75 | 0.37 | |
| -12 | 0.77 | 0.70 | 0.36 | 0.14 | -0.04 | -0.26 | -0.29 | -0.50 | -0.66 | -0.60 | -0.48 | 0.09 | -0.03 | -0.49 | -0.68 | 0.16 | 0.40 | 0.47 | 1.22 | 0.88 | 0.50 | |
| -11 | 0.39 | 0.32 | -0.03 | -0.25 | -0.43 | -0.65 | -0.67 | -0.89 | -1.04 | -0.99 | -0.86 | -0.29 | -0.42 | -0.88 | -1.07 | -0.22 | 0.01 | 0.08 | 0.83 | 0.50 | 0.12 | |
| -10 | -0.25 | -0.32 | -0.66 | -0.88 | -1.07 | -1.29 | -1.31 | -1.52 | -1.68 | -1.63 | -1.50 | -0.93 | -1.05 | -1.52 | -1.71 | -0.86 | -0.62 | -0.55 | 0.19 | -0.14 | -0.52 | |
| -9 | -0.12 | -0.19 | -0.53 | -0.75 | -0.94 | -1.16 | -1.18 | -1.39 | -1.55 | -1.50 | -1.37 | -0.80 | -0.92 | -1.38 | -1.57 | -0.73 | -0.49 | -0.42 | 0.32 | -0.01 | -0.39 | |
| -8 | -0.30 | -0.36 | -0.71 | -0.93 | -1.11 | -1.33 | -1.35 | -1.57 | -1.72 | -1.67 | -1.55 | -0.97 | -1.10 | -1.56 | -1.75 | -0.90 | -0.67 | -0.60 | 0.15 | -0.19 | -0.56 | |
| -7 | -0.07 | -0.14 | -0.48 | -0.70 | -0.89 | -1.11 | -1.13 | -1.34 | -1.50 | -1.45 | -1.32 | -0.75 | -0.87 | -1.33 | -1.52 | -0.68 | -0.44 | -0.37 | 0.37 | 0.04 | -0.34 | |
| -6 | 0.54 | 0.47 | 0.12 | -0.10 | -0.28 | -0.50 | -0.52 | -0.74 | -0.89 | -0.84 | -0.71 | -0.14 | -0.27 | -0.73 | -0.92 | -0.07 | 0.16 | 0.23 | 0.98 | 0.64 | 0.27 | |
| -5 | 0.96 | 0.90 | 0.55 | 0.33 | 0.15 | -0.07 | -0.09 | -0.31 | -0.46 | -0.41 | -0.29 | 0.29 | 0.16 | -0.30 | -0.49 | 0.36 | 0.59 | 0.66 | 1.41 | 1.07 | 0.70 | |
| -4 | 0.52 | 0.46 | 0.11 | -0.11 | -0.29 | -0.51 | -0.53 | -0.75 | -0.90 | -0.85 | -0.73 | -0.15 | -0.28 | -0.74 | -0.93 | -0.08 | 0.15 | 0.22 | 0.97 | 0.63 | 0.26 | |
| -3 | 0.37 | 0.30 | -0.04 | -0.26 | -0.45 | -0.67 | -0.69 | -0.90 | -1.06 | -1.01 | -0.88 | -0.31 | -0.43 | -0.89 | -1.08 | -0.24 | 0.00 | 0.07 | 0.81 | 0.48 | 0.10 | |
| -2 | -0.59 | -0.66 | -1.00 | -1.23 | -1.41 | -1.63 | -1.65 | -1.86 | -2.02 | -1.97 | -1.84 | -1.27 | -1.39 | -1.86 | -2.05 | -1.20 | -0.97 | -0.89 | -0.15 | -0.48 | -0.86 | |
| -1 | -0.59 | -0.66 | -1.01 | -1.23 | -1.41 | -1.63 | -1.65 | -1.87 | -2.02 | -1.97 | -1.84 | -1.27 | -1.40 | -1.86 | -2.05 | -1.20 | -0.97 | -0.90 | -0.15 | -0.49 | -0.86 | |
| 0 | | ** | -0.15 | -0.49 | -0.71 | -0.90 | -1.12 | -1.14 | -1.35 | -1.51 | -1.46 | -1.33 | -0.76 | -0.88 | -1.34 | -1.53 | -0.69 | -0.45 | -0.38 | 0.36 | 0.03 | -0.35 |

Nota: Estadísticamente significativo a los niveles de *10%, **5% y ***1%.

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

Anexo 3. % CAR cuando la fusión o adquisición es doméstica

Se muestran los retornos anormales diarios acumulados para las diferentes ventanas de tiempo 20 días antes del anuncio y 20 días posteriores a la misma fecha cuando las dos empresas están ubicadas en el mismo país. Este análisis se compone por 28 anuncios.

| Días | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| -20 | -2.65 | -2.76 | -3.03 | -2.75 | -2.84 | -3.24 | -3.27 | -3.71 | -3.60 | -3.28 | -2.74 | -2.51 | -2.82 | -3.62 | -3.84 | -3.18 | -3.10 | -2.95 | -2.46 | -2.66 | -3.08 | | |
| -19 | -0.36 | -0.47 | -0.74 | -0.46 | -0.54 | -0.95 | -0.98 | -1.41 | -1.31 | -0.99 | -0.44 | -0.21 | -0.53 | -1.33 | -1.54 | -0.89 | -0.80 | -0.66 | -0.17 | -0.36 | -0.79 | | |
| -18 | -0.66 | -0.77 | -1.04 | -0.76 | -0.84 | -1.25 | -1.28 | -1.71 | -1.61 | -1.29 | -0.74 | -0.51 | -0.83 | -1.63 | -1.85 | -1.19 | -1.10 | -0.96 | -0.47 | -0.66 | -1.09 | | |
| -17 | -0.21 | -0.32 | -0.59 | -0.31 | -0.40 | -0.80 | -0.83 | -1.27 | -1.16 | -0.84 | -0.30 | -0.07 | -0.38 | -1.18 | -1.40 | -0.74 | -0.66 | -0.51 | -0.02 | -0.22 | -0.65 | | |
| -16 | -0.27 | -0.38 | -0.65 | -0.37 | -0.45 | -0.86 | -0.89 | -1.32 | -1.22 | -0.90 | -0.35 | -0.12 | -0.44 | -1.24 | -1.46 | -0.80 | -0.71 | -0.57 | -0.08 | -0.27 | -0.70 | | |
| -15 | -0.26 | -0.37 | -0.63 | -0.35 | -0.44 | -0.85 | -0.88 | -1.31 | -1.21 | -0.88 | -0.34 | -0.11 | -0.43 | -1.23 | -1.44 | -0.79 | -0.70 | -0.56 | -0.07 | -0.26 | -0.69 | | |
| -14 | -0.36 | -0.47 | -0.74 | -0.46 | -0.54 | -0.95 | -0.98 | -1.41 | -1.31 | -0.99 | -0.44 | -0.21 | -0.53 | -1.33 | -1.55 | -0.89 | -0.80 | -0.66 | -0.17 | -0.36 | -0.79 | | |
| -13 | 0.11 | 0.00 | -0.27 | 0.01 | -0.08 | -0.48 | -0.51 | -0.95 | -0.84 | -0.52 | 0.02 | 0.25 | -0.06 | -0.86 | -1.08 | -0.42 | -0.34 | -0.19 | 0.30 | 0.11 | -0.32 | | |
| -12 | -0.18 | -0.29 | -0.56 | -0.28 | -0.37 | -0.77 | -0.80 | -1.24 | -1.13 | -0.81 | -0.27 | -0.04 | -0.35 | -1.15 | -1.37 | -0.71 | -0.63 | -0.48 | 0.01 | -0.19 | -0.61 | | |
| -11 | -0.73 | -0.84 | -1.11 | -0.83 | -0.91 | -1.32 | -1.35 | -1.78 | -1.68 | -1.35 | -0.81 | -0.58 | -0.90 | -1.70 | -1.91 | -1.26 | -1.17 | -1.03 | -0.54 | -0.73 | -1.16 | | |
| -10 | -1.11 | -1.22 | -1.49 | -1.21 | -1.29 | -1.70 | -1.73 | -2.17 | -2.06 | -1.74 | -1.20 | -0.96 | -1.28 | -2.08 | -2.30 | -1.64 | -1.55 | -1.41 | -0.92 | -1.11 | -1.54 | | |
| -9 | -1.06 | -1.17 | -1.44 | -1.16 | -1.25 | -1.65 | -1.69 | -2.12 | -2.02 | -1.69 | -1.15 | -0.92 | -1.24 | -2.04 | -2.25 | -1.59 | -1.51 | -1.36 | -0.88 | -1.07 | -1.50 | | |
| -8 | -0.80 | -0.91 | -1.18 | -0.90 | -0.99 | -1.39 | -1.42 | -1.86 | -1.75 | -1.43 | -0.89 | -0.66 | -0.97 | -1.77 | -1.99 | -1.33 | -1.25 | -1.10 | -0.61 | -0.81 | -1.24 | | |
| -7 | -0.51 | -0.63 | -0.89 | -0.61 | -0.70 | -1.10 | -1.14 | -1.57 | -1.47 | -1.14 | -0.60 | -0.37 | -0.69 | -1.49 | -1.70 | -1.04 | -0.96 | -0.81 | -0.33 | -0.52 | -0.95 | | |
| -6 | -0.34 | -0.45 | -0.72 | -0.44 | -0.53 | -0.93 | -0.96 | -1.40 | -1.29 | -0.97 | -0.43 | -0.20 | -0.51 | -1.31 | -1.53 | -0.87 | -0.79 | -0.64 | -0.15 | -0.34 | -0.77 | | |
| -5 | 0.00 | -0.11 | -0.38 | -0.10 | -0.19 | -0.59 | -0.62 | -1.06 | -0.96 | -0.63 | -0.09 | 0.14 | -0.18 | -0.98 | -1.19 | -0.53 | -0.45 | -0.30 | 0.18 | -0.01 | -0.44 | | |
| -4 | 0.01 | -0.10 | -0.37 | -0.09 | -0.18 | -0.58 | -0.61 | -1.05 | -0.94 | -0.62 | -0.08 | 0.15 | -0.17 | -0.96 | -1.18 | -0.52 | -0.44 | -0.29 | 0.20 | 0.00 | -0.43 | | |
| -3 | -0.37 | -0.49 | -0.75 | -0.47 | -0.56 | -0.96 | -1.00 | -1.43 | -1.33 | -1.00 | -0.46 | -0.23 | -0.55 | -1.35 | -1.56 | -0.90 | -0.82 | -0.67 | -0.19 | -0.38 | -0.81 | | |
| -2 | -0.67 | -0.78 | -1.05 | -0.77 | -0.85 | -1.26 | -1.29 | -1.72 | -1.62 | -1.30 | -0.75 | -0.52 | -0.84 | -1.64 | -1.85 | -1.20 | -1.11 | -0.97 | -0.48 | -0.67 | -1.10 | | |
| -1 | -0.95 | -1.06 | -1.33 | -1.05 | -1.14 | -1.54 | -1.57 | *** | *** | -2.01 | -1.90 | -1.58 | -1.04 | -0.81 | -1.12 | -1.92 | -2.14 | -1.48 | -1.40 | -1.25 | -0.76 | -0.96 | -1.38 |
| 0 | | ** | *** | -0.23 | -0.32 | -0.72 | -0.76 | -1.19 | -1.09 | -0.76 | -0.22 | 0.01 | -0.31 | -1.11 | -1.32 | -0.66 | -0.58 | -0.43 | 0.05 | -0.14 | -0.57 | | |

Nota: Estadísticamente significativo a los niveles de *10%, **5% y ***1%.

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

Anexo 4. % CAR cuando la fusión o adquisición es internacional

Se muestran los retornos anormales diarios acumulados para las diferentes ventanas de tiempo 20 días antes del anuncio y 20 días posteriores a la misma fecha cuando las dos empresas no están ubicadas en el mismo país. Este análisis se compone por 21 anuncios.

| Días | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| -20 | 1.11 | 1.40 | 1.14 | 0.82 | 0.49 | 0.96 | 1.22 | 1.43 | 1.07 | 1.02 | 0.67 | 0.66 | 0.83 | 1.15 | 1.15 | 0.86 | 0.90 | 0.89 | 1.32 | 1.67 | 1.51 |
| -19 | 0.77 | 1.06 | 0.80 | 0.48 | 0.15 | 0.62 | 0.88 | 1.09 | 0.73 | 0.68 | 0.33 | 0.32 | 0.49 | 0.81 | 0.81 | 0.52 | 0.56 | 0.55 | 0.98 | 1.34 | 1.17 |
| -18 | 0.89 | 1.18 | 0.92 | 0.60 | 0.27 | 0.75 | 1.00 | 1.21 | 0.85 | 0.80 | 0.45 | 0.44 | 0.61 | 0.93 | 0.93 | 0.64 | 0.69 | 0.67 | 1.11 | 1.46 | 1.29 |
| -17 | 0.92 | 1.21 | 0.95 | 0.63 | 0.30 | 0.78 | 1.03 | 1.24 | 0.88 | 0.83 | 0.48 | 0.47 | 0.64 | 0.96 | 0.96 | 0.67 | 0.71 | 0.70 | 1.14 | 1.49 | 1.32 |
| -16 | 1.03 | 1.32 | 1.06 | 0.74 | 0.41 | 0.88 | 1.14 | 1.35 | 0.99 | 0.94 | 0.59 | 0.58 | 0.75 | 1.07 | 1.07 | 0.78 | 0.82 | 0.81 | 1.24 | 1.60 | 1.43 |
| -15 | 0.99 | 1.28 | 1.02 | 0.70 | 0.37 | 0.85 | 1.10 | 1.31 | 0.95 | 0.90 | 0.55 | 0.54 | 0.71 | 1.03 | 1.03 | 0.74 | 0.79 | 0.78 | 1.21 | 1.56 | 1.40 |
| -14 | 0.73 | 1.02 | 0.76 | 0.44 | 0.11 | 0.58 | 0.84 | 1.05 | 0.69 | 0.64 | 0.29 | 0.28 | 0.45 | 0.77 | 0.77 | 0.48 | 0.52 | 0.51 | 0.94 | 1.30 | 1.13 |
| -13 | 0.40 | 0.69 | 0.43 | 0.11 | -0.22 | 0.26 | 0.51 | 0.72 | 0.36 | 0.31 | -0.04 | -0.05 | 0.12 | 0.44 | 0.44 | 0.15 | 0.19 | 0.18 | 0.62 | 0.97 | 0.80 |
| -12 | 0.18 | 0.47 | 0.21 | -0.11 | -0.44 | 0.03 | 0.28 | 0.50 | 0.14 | 0.09 | -0.26 | -0.27 | -0.10 | 0.22 | 0.22 | -0.07 | -0.03 | -0.04 | 0.39 | 0.74 | 0.58 |
| -11 | 0.18 | 0.47 | 0.20 | -0.12 | -0.45 | 0.03 | 0.28 | 0.50 | 0.13 | 0.09 | -0.26 | -0.28 | -0.10 | 0.22 | 0.21 | -0.07 | -0.03 | -0.04 | 0.39 | 0.74 | 0.58 |
| -10 | -0.14 | 0.15 | -0.11 | -0.43 | -0.76 | -0.28 | -0.03 | 0.18 | -0.18 | -0.23 | -0.58 | -0.59 | -0.42 | -0.10 | -0.10 | -0.39 | -0.34 | -0.35 | 0.08 | 0.43 | 0.27 |
| -9 | 0.00 | 0.29 | 0.03 | -0.29 | -0.62 | -0.14 | 0.11 | 0.32 | -0.04 | -0.09 | -0.44 | -0.45 | -0.28 | 0.04 | 0.04 | -0.25 | -0.21 | -0.22 | 0.22 | 0.57 | 0.40 |
| -8 | 0.02 | 0.31 | 0.04 | -0.28 | -0.61 | -0.13 | 0.12 | 0.34 | -0.03 | -0.07 | -0.42 | -0.44 | -0.26 | 0.06 | 0.05 | -0.23 | -0.19 | -0.20 | 0.23 | 0.58 | 0.42 |
| -7 | 0.21 | 0.50 | 0.24 | -0.08 | -0.41 | 0.07 | 0.32 | 0.53 | 0.17 | 0.12 | -0.23 | -0.24 | -0.07 | 0.25 | 0.25 | -0.04 | 0.01 | -0.01 | 0.43 | 0.78 | 0.61 |
| -6 | -0.30 | -0.01 | -0.28 | -0.60 | -0.93 | -0.45 | -0.20 | 0.02 | -0.35 | -0.39 | -0.74 | -0.76 | -0.58 | -0.26 | -0.27 | -0.55 | -0.51 | -0.52 | -0.09 | 0.26 | 0.10 |
| -5 | 0.05 | 0.35 | 0.08 | -0.24 | -0.57 | -0.09 | 0.16 | 0.37 | 0.01 | -0.04 | -0.39 | -0.40 | -0.23 | 0.10 | 0.09 | -0.20 | -0.15 | -0.16 | 0.27 | 0.62 | 0.46 |
| -4 | 0.15 | 0.44 | 0.17 | -0.15 | -0.48 | 0.00 | 0.25 | 0.47 | 0.10 | 0.06 | -0.29 | -0.31 | -0.13 | 0.19 | 0.18 | -0.10 | -0.06 | -0.07 | 0.36 | 0.71 | 0.55 |
| -3 | 0.25 | 0.54 | 0.28 | -0.04 | -0.37 | 0.11 | 0.36 | 0.57 | 0.21 | 0.16 | -0.19 | -0.20 | -0.03 | 0.29 | 0.29 | 0.00 | 0.05 | 0.03 | 0.47 | 0.82 | 0.65 |
| -2 | 0.42 | 0.72 | 0.45 | 0.13 | -0.20 | 0.28 | 0.53 | 0.74 | 0.38 | 0.34 | -0.01 | -0.03 | 0.14 | 0.47 | 0.46 | 0.18 | 0.22 | 0.21 | 0.64 | 0.99 | 0.83 |
| -1 | 0.08 | 0.37 | 0.11 | -0.21 | -0.54 | -0.06 | 0.19 | 0.40 | 0.04 | -0.01 | -0.36 | -0.37 | -0.20 | 0.12 | 0.12 | -0.17 | -0.12 | -0.13 | 0.30 | 0.65 | 0.48 |
| 0 | | 0.20 | -0.06 | -0.38 | -0.71 | -0.23 | 0.02 | 0.23 | -0.13 | -0.18 | -0.53 | -0.54 | -0.37 | -0.05 | -0.05 | -0.34 | -0.29 | -0.30 | 0.13 | 0.48 | 0.32 |

Nota: Estadísticamente significativo a los niveles de *10%, **5% y ***1%.

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

Anexo 4. % CAR cuando la frecuencia del adquirente es entre cero y dos empresas

Se muestran los retornos anormales diarios acumulados para las diferentes ventanas de tiempo 20 días antes del anuncio y 20 días posteriores a la misma fecha cuando la empresa compradora ha realizado hasta dos adquisiciones durante los 10 años previos a la fusión o adquisición. Este análisis se compone por 12 anuncios.

| Días | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| -20 | -2.07 | -2.57 | -2.79 | -3.23 | -3.13 | -3.05 | -3.18 | -3.52 | -3.46 | -3.24 | -3.42 | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** |
| -19 | -0.91 | -1.41 | -1.63 | -2.07 | -1.97 | -1.89 | -2.02 | -2.36 | -2.30 | -2.09 | -2.26 | -2.68 | -2.79 | -2.68 | -3.01 | -2.84 | -2.86 | -2.97 | *** | *** | *** |
| -18 | -0.58 | -1.09 | -1.31 | -1.75 | -1.65 | -1.57 | -1.70 | -2.04 | -1.98 | -1.76 | -1.94 | -2.35 | -2.47 | -2.35 | -2.68 | -2.52 | -2.53 | -2.64 | -3.12 | -3.15 | -2.95 |
| -17 | -0.17 | -0.68 | -0.89 | -1.33 | -1.23 | -1.15 | -1.28 | -1.62 | -1.56 | -1.35 | -1.52 | -1.94 | -2.05 | -1.94 | -2.27 | -2.10 | -2.12 | -2.23 | -2.71 | -2.73 | -2.54 |
| -16 | -0.48 | -0.98 | -1.20 | -1.64 | -1.54 | -1.46 | -1.59 | -1.93 | -1.87 | -1.66 | -1.83 | -2.25 | -2.36 | -2.25 | -2.58 | -2.41 | -2.42 | -2.53 | -3.01 | -3.04 | -2.85 |
| -15 | -1.00 | -1.50 | -1.72 | -2.16 | -2.06 | -1.98 | -2.11 | -2.45 | -2.39 | -2.18 | -2.35 | -2.77 | -2.88 | -2.77 | -3.10 | -2.93 | -2.94 | *** | *** | *** | *** |
| -14 | -1.14 | -1.64 | -1.86 | -2.30 | -2.20 | -2.12 | -2.25 | -2.59 | -2.53 | -2.32 | -2.49 | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** |
| -13 | -1.15 | -1.66 | -1.88 | -2.31 | -2.21 | -2.14 | -2.26 | -2.61 | -2.54 | -2.33 | -2.50 | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** |
| -12 | -1.15 | -1.66 | -1.88 | -2.32 | -2.22 | -2.14 | -2.27 | -2.61 | -2.55 | -2.33 | -2.51 | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** |
| -11 | -0.79 | -1.30 | -1.52 | -1.96 | -1.86 | -1.78 | -1.91 | -2.25 | -2.19 | -1.97 | -2.15 | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** |
| -10 | -1.57 | -2.08 | *** | ** | *** | *** | ** | ** | ** | ** | ** | ** | ** | ** | ** | ** | ** | ** | ** | ** | ** |
| -9 | -0.67 | -1.18 | -1.40 | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** |
| -8 | -0.68 | -1.19 | -1.41 | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** |
| -7 | -0.55 | -1.05 | -1.27 | -1.71 | -1.61 | -1.53 | -1.66 | -2.00 | -1.94 | -1.73 | -1.90 | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** |
| -6 | -0.51 | -1.01 | -1.23 | -1.67 | -1.57 | -1.49 | -1.62 | -1.96 | -1.90 | -1.69 | -1.86 | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** |
| -5 | -0.84 | -1.35 | -1.57 | -2.00 | -1.90 | -1.83 | -1.95 | -2.30 | -2.24 | -2.02 | -2.19 | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** |
| -4 | -0.62 | -1.12 | -1.34 | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** | *** | ** |
| -3 | -0.24 | -0.75 | -0.97 | -1.40 | -1.30 | -1.23 | -1.35 | -1.70 | -1.64 | -1.42 | -1.60 | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** |
| -2 | 0.16 | -0.35 | -0.56 | -1.00 | -0.90 | -0.82 | -0.95 | -1.29 | -1.23 | -1.02 | -1.19 | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** |
| -1 | -0.20 | -0.70 | -0.92 | -1.36 | -1.26 | -1.18 | -1.31 | -1.65 | -1.59 | -1.38 | -1.55 | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** |
| 0 | | -0.61 | -0.83 | -1.27 | -1.17 | -1.09 | -1.22 | -1.56 | -1.50 | -1.29 | -1.46 | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** | *** |

Nota: Estadísticamente significativo a los niveles de *10%, **5% y ***1%.

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

Anexo 5. % CAR cuando la frecuencia del adquirente es entre tres y ocho empresas

Se muestran los retornos anormales diarios acumulados para las diferentes ventanas de tiempo 20 días antes del anuncio y 20 días posteriores a la misma fecha cuando la empresa compradora ha realizado entre tres y ocho adquisiciones durante los 10 años previos a la fusión o adquisición. Este análisis se compone por 16 anuncios.

| Días | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| -20 | -0.38 | -0.04 | -0.25 | -0.03 | -0.78 | -1.30 | -0.95 | -0.84 | -1.58 | -1.29 | -1.08 | -0.52 | -0.32 | -1.23 | -0.81 | -1.46 | -1.30 | -1.31 | -0.30 | -0.27 | -0.98 | | | |
| -19 | -1.40 | -1.06 | -1.27 | -1.05 | -1.80 | -2.32 | -1.97 | -1.86 | -2.60 | -2.31 | -2.10 | -1.54 | -1.34 | -2.25 | -1.83 | -2.48 | -2.32 | -2.33 | -1.32 | -1.29 | -2.00 | | | |
| -18 | -1.70 | -1.36 | -1.57 | -1.35 | -2.10 | -2.62 | -2.27 | -2.16 | -2.90 | -2.61 | -2.40 | -1.84 | -1.64 | -2.55 | -2.13 | -2.78 | -2.62 | -2.63 | -1.62 | -1.59 | -2.30 | | | |
| -17 | -1.23 | -0.89 | -1.10 | -0.88 | -1.63 | -2.15 | -1.80 | -1.69 | -2.43 | -2.14 | -1.93 | -1.37 | -1.17 | -2.08 | -1.66 | -2.31 | -2.15 | -2.16 | -1.15 | -1.12 | -1.83 | | | |
| -16 | -1.10 | -0.76 | -0.96 | -0.75 | -1.49 | -2.02 | -1.66 | -1.56 | -2.29 | -2.01 | -1.79 | -1.23 | -1.03 | -1.94 | -1.53 | -2.17 | -2.02 | -2.03 | -1.01 | -0.98 | -1.69 | | | |
| -15 | -0.88 | -0.54 | -0.75 | -0.53 | -1.28 | -1.80 | -1.45 | -1.34 | -2.08 | -1.79 | -1.58 | -1.01 | -0.82 | -1.73 | -1.31 | -1.95 | -1.80 | -1.81 | -0.80 | -0.77 | -1.47 | | | |
| -14 | -0.54 | -0.20 | -0.41 | -0.19 | -0.94 | -1.47 | -1.11 | -1.01 | -1.74 | -1.45 | -1.24 | -0.68 | -0.48 | -1.39 | -0.97 | -1.62 | -1.46 | -1.47 | -0.46 | -0.43 | -1.14 | | | |
| -13 | -0.02 | 0.32 | 0.12 | 0.33 | -0.41 | -0.94 | -0.58 | -0.48 | -1.21 | -0.92 | -0.71 | -0.15 | 0.05 | -0.86 | -0.45 | -1.09 | -0.94 | -0.94 | 0.07 | 0.10 | -0.61 | | | |
| -12 | -0.42 | -0.08 | -0.29 | -0.08 | -0.82 | -1.35 | -0.99 | -0.89 | -1.62 | -1.33 | -1.12 | -0.56 | -0.36 | -1.27 | -0.86 | -1.50 | -1.34 | -1.35 | -0.34 | -0.31 | -1.02 | | | |
| -11 | -1.46 | -1.12 | -1.33 | -1.11 | -1.86 | -2.38 | -2.03 | -1.92 | -2.66 | -2.37 | -2.16 | -1.60 | -1.40 | -2.31 | -1.89 | -2.54 | -2.38 | -2.39 | -1.38 | -1.35 | -2.05 | | | |
| -10 | -1.38 | -1.04 | -1.25 | -1.03 | -1.78 | -2.31 | -1.95 | -1.84 | -2.58 | -2.29 | -2.08 | -1.52 | -1.32 | -2.23 | -1.81 | -2.46 | -2.30 | -2.31 | -1.30 | -1.27 | -1.98 | | | |
| -9 | -1.60 | -1.26 | -1.47 | -1.25 | -2.00 | -2.52 | -2.17 | -2.06 | -2.80 | -2.51 | -2.30 | -1.74 | -1.54 | -2.45 | -2.03 | -2.68 | -2.52 | -2.53 | -1.52 | -1.49 | -2.20 | | | |
| -8 | -1.48 | -1.14 | -1.35 | -1.13 | -1.88 | -2.40 | -2.05 | -1.94 | -2.68 | -2.39 | -2.18 | -1.61 | -1.42 | -2.33 | -1.91 | -2.55 | -2.40 | -2.41 | -1.40 | -1.37 | -2.07 | | | |
| -7 | -1.09 | -0.75 | -0.96 | -0.74 | -1.49 | -2.02 | -1.66 | -1.56 | -2.29 | -2.00 | -1.79 | -1.23 | -1.03 | -1.94 | -1.52 | -2.17 | -2.01 | -2.02 | -1.01 | -0.98 | -1.69 | | | |
| -6 | -1.80 | -1.46 | -1.67 | -1.45 | -2.20 | -2.72 | -2.37 | -2.26 | -3.00 | -2.71 | -2.50 | -1.94 | -1.74 | -2.65 | -2.23 | -2.88 | -2.72 | -2.73 | -1.72 | -1.69 | -2.40 | | | |
| -5 | -1.23 | -0.89 | -1.09 | -0.88 | -1.62 | -2.15 | -1.79 | -1.69 | -2.42 | -2.14 | -1.92 | -1.36 | -1.16 | -2.07 | -1.66 | -2.30 | -2.15 | -2.16 | -1.15 | -1.11 | -1.82 | | | |
| -4 | -1.08 | -0.74 | -0.95 | -0.73 | -1.48 | -2.00 | -1.65 | -1.54 | -2.28 | -1.99 | -1.78 | -1.22 | -1.02 | -1.93 | -1.51 | -2.16 | -2.00 | -2.01 | -1.00 | -0.97 | -1.68 | | | |
| -3 | -1.75 | -1.41 | -1.62 | -1.40 | -2.15 | -2.67 | -2.32 | -2.21 | -2.95 | -2.66 | -2.45 | -1.89 | -1.69 | -2.60 | -2.18 | -2.83 | -2.67 | -2.68 | -1.67 | -1.64 | -2.35 | | | |
| -2 | -1.85 | -1.52 | -1.72 | -1.51 | -2.25 | -2.78 | -2.42 | -2.32 | -3.05 | -2.76 | -2.55 | -1.99 | -1.79 | -2.70 | -2.29 | -2.93 | -2.78 | -2.78 | -1.77 | -1.74 | -2.45 | | | |
| -1 | ** | -2.73 | -2.39 | -2.60 | -2.38 | -3.13 | *** | -3.65 | -3.30 | -3.19 | *** | -3.93 | -3.64 | -3.43 | -2.87 | -2.67 | -3.58 | -3.16 | -3.81 | -3.65 | -3.66 | -2.65 | -2.62 | -3.32 |
| 0 | | -1.14 | -1.35 | -1.13 | -1.88 | -2.40 | -2.05 | -1.94 | -2.68 | -2.39 | -2.18 | -1.62 | -1.42 | -2.33 | -1.91 | -2.56 | -2.40 | -2.41 | -1.40 | -1.37 | -2.08 | | | |

Nota: Estadísticamente significativo a los niveles de *10%, **5% y ***1%.

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

Anexo 6. % CAR cuando la frecuencia del adquirente es mayor a 8 empresas

Se muestran los retornos anormales diarios acumulados para las diferentes ventanas de tiempo 20 días antes del anuncio y 20 días posteriores a la misma fecha cuando la empresa compradora ha realizado más de 8 adquisiciones durante los 10 años previos a la fusión o adquisición. Este análisis se compone por 21 anuncios.

| Días | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| -20 | -0.38 | -0.04 | -0.25 | -0.03 | -0.78 | -1.30 | -0.95 | -0.84 | -1.58 | -1.29 | -1.08 | -0.52 | -0.32 | -1.23 | -0.81 | -1.46 | -1.30 | -1.31 | -0.30 | -0.27 | -0.98 |
| -19 | -1.40 | -1.06 | -1.27 | -1.05 | -1.80 | -2.32 | -1.97 | -1.86 | -2.60 | -2.31 | -2.10 | -1.54 | -1.34 | -2.25 | -1.83 | -2.48 | -2.32 | -2.33 | *** | *** | -2.00 |
| -18 | -1.70 | -1.36 | -1.57 | -1.35 | -2.10 | -2.62 | -2.27 | -2.16 | -2.90 | -2.61 | -2.40 | -1.84 | -1.64 | -2.55 | -2.13 | -2.78 | -2.62 | -2.63 | *** | *** | -2.30 |
| -17 | -1.23 | -0.89 | -1.10 | -0.88 | -1.63 | -2.15 | -1.80 | -1.69 | -2.43 | -2.14 | -1.93 | -1.37 | -1.17 | -2.08 | -1.66 | -2.31 | -2.15 | -2.16 | *** | *** | -1.83 |
| -16 | -1.10 | -0.76 | -0.96 | -0.75 | -1.49 | -2.02 | -1.66 | -1.56 | -2.29 | -2.01 | -1.79 | -1.23 | -1.03 | -1.94 | -1.53 | -2.17 | -2.02 | -2.03 | *** | *** | -1.69 |
| -15 | -0.88 | -0.54 | -0.75 | -0.53 | -1.28 | -1.80 | -1.45 | -1.34 | -2.08 | -1.79 | -1.58 | -1.01 | -0.82 | -1.73 | -1.31 | -1.95 | -1.80 | -1.81 | *** | *** | -1.47 |
| -14 | -0.54 | -0.20 | -0.41 | -0.19 | -0.94 | -1.47 | -1.11 | -1.01 | -1.74 | -1.45 | -1.24 | -0.68 | -0.48 | -1.39 | -0.97 | -1.62 | -1.46 | -1.47 | -0.46 | -0.43 | -1.14 |
| -13 | -0.02 | 0.32 | 0.12 | 0.33 | -0.41 | -0.94 | -0.58 | -0.48 | -1.21 | -0.92 | -0.71 | -0.15 | 0.05 | -0.86 | -0.45 | -1.09 | -0.94 | -0.94 | 0.07 | 0.10 | -0.61 |
| -12 | -0.42 | -0.08 | -0.29 | -0.08 | -0.82 | -1.35 | -0.99 | -0.89 | -1.62 | -1.33 | -1.12 | -0.56 | -0.36 | -1.27 | -0.86 | -1.50 | -1.34 | -1.35 | -0.34 | -0.31 | -1.02 |
| -11 | -1.46 | -1.12 | -1.33 | -1.11 | -1.86 | -2.38 | -2.03 | -1.92 | -2.66 | -2.37 | -2.16 | -1.60 | -1.40 | -2.31 | -1.89 | -2.54 | -2.38 | -2.39 | -1.38 | -1.35 | -2.05 |
| -10 | -1.38 | -1.04 | -1.25 | -1.03 | -1.78 | -2.31 | -1.95 | -1.84 | -2.58 | -2.29 | -2.08 | -1.52 | -1.32 | -2.23 | -1.81 | -2.46 | -2.30 | -2.31 | -1.30 | -1.27 | -1.98 |
| -9 | -1.60 | -1.26 | -1.47 | -1.25 | -2.00 | -2.52 | -2.17 | -2.06 | -2.80 | -2.51 | -2.30 | -1.74 | -1.54 | -2.45 | -2.03 | -2.68 | -2.52 | -2.53 | -1.52 | -1.49 | -2.20 |
| -8 | -1.48 | -1.14 | -1.35 | -1.13 | -1.88 | -2.40 | -2.05 | -1.94 | -2.68 | -2.39 | -2.18 | -1.61 | -1.42 | -2.33 | -1.91 | -2.55 | -2.40 | -2.41 | -1.40 | -1.37 | -2.07 |
| -7 | -1.09 | -0.75 | -0.96 | -0.74 | -1.49 | -2.02 | -1.66 | -1.56 | -2.29 | -2.00 | -1.79 | -1.23 | -1.03 | -1.94 | -1.52 | -2.17 | -2.01 | -2.02 | -1.01 | -0.98 | -1.69 |
| -6 | -1.80 | -1.46 | -1.67 | -1.45 | -2.20 | -2.72 | -2.37 | -2.26 | -3.00 | -2.71 | -2.50 | -1.94 | -1.74 | -2.65 | -2.23 | -2.88 | -2.72 | -2.73 | -1.72 | -1.69 | -2.40 |
| -5 | -1.23 | -0.89 | -1.09 | -0.88 | -1.62 | -2.15 | -1.79 | -1.69 | -2.42 | -2.14 | -1.92 | -1.36 | -1.16 | -2.07 | -1.66 | -2.30 | -2.15 | -2.16 | *** | *** | *** |
| -4 | -1.08 | -0.74 | -0.95 | -0.73 | -1.48 | -2.00 | -1.65 | -1.54 | -2.28 | -1.99 | -1.78 | -1.22 | -1.02 | -1.93 | -1.51 | -2.16 | -2.00 | -2.01 | *** | *** | -1.68 |
| -3 | -1.75 | -1.41 | -1.62 | -1.40 | -2.15 | -2.67 | -2.32 | -2.21 | -2.95 | -2.66 | -2.45 | -1.89 | -1.69 | -2.60 | -2.18 | -2.83 | -2.67 | -2.68 | *** | *** | -2.35 |
| -2 | -1.85 | -1.52 | -1.72 | -1.51 | -2.25 | -2.78 | -2.42 | -2.32 | -3.05 | -2.76 | -2.55 | -1.99 | -1.79 | -2.70 | -2.29 | -2.93 | -2.78 | -2.78 | -1.77 | -1.74 | -2.45 |
| -1 | -2.73 | -2.39 | -2.60 | -2.38 | -3.13 | -3.65 | -3.30 | -3.19 | -3.93 | -3.64 | -3.43 | -2.87 | -2.67 | -3.58 | -3.16 | -3.81 | -3.65 | -3.66 | *** | *** | -3.32 |
| 0 | | -1.14 | -1.35 | -1.13 | -1.88 | -2.40 | -2.05 | -1.94 | -2.68 | -2.39 | -2.18 | -1.62 | -1.42 | -2.33 | -1.91 | -2.56 | -2.40 | -2.41 | -1.40 | -1.37 | -2.08 |

Nota: Estadísticamente significativo a los niveles de *10%, **5% y ***1%.

Fuente: Elaboración propia con la base de datos de fusiones y adquisiciones de Bloomberg

| | | |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| Solicitud de constitución de Jurado para Defensa del TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA | | Código de la Maestría 017 |
| Nombre y apellido del alumno Juan Suarez | | Tipo y N° de documento de identidad DNI 95548982 |
| Año de ingreso a la Maestría – Ciclo 2016 | Fecha de aprobación de la última asignatura rendida 04/01/2019 | |
| Efecto en la creación de riqueza de corto plazo en fusiones y adquisiciones del sector bancario en América Latina para el período 1998-2014 | | |
| <p>Solicitud del Director de Trabajo Final</p> <p>Comunico a la Dirección de la Maestría que el Trabajo Final bajo mi dirección se encuentra satisfactoriamente concluido. Por lo tanto, solicito se proceda constituir el correspondiente Jurado para su evaluación y calificación final.</p> <p>Firma del Director de Trabajo Final</p> <p>Aclaración.....</p> | | |
| Datos de contacto del Director | | |
| Correo electrónico dejesusmauro20@gmail.com | Teléfonos | |
| <p>Se adjunta a este formulario:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Trabajo Final de Maestría impreso (indicar cantidad de copias presentadas) • CD con archivo del Trabajo Final en formato digital (versión Word y PDF) • Certificado analítico | | |
| Fecha | Firma del alumno | |

PRESENTAR EN LA RECEPCIÓN DE LA ESCUELA DE ESTUDIOS DE POSGRADO

Form. TFM v0