



INSEAD Case Study

M&A - Do Financial Conglomerates Create or Destroy Economic Value?

con análisis de Eduardo Petracca

Publicado en el Herald Management
(abril-2007)

Two of the enduring issues concerning the industrial organization of financial intermediation relate to scale and scope. Is bigger better? Is broader better? And is broader by function better than broader by geography? Or the reverse? A great deal of research has focused on scale, but much less work has been done on scope. In this working paper, Markus M Schmid from the Department of Finance, University of Basel, and Ingo Walter, Seymour Milstein Professor of Finance, Corporate Governance and Ethics at the Stern School of Business, New York University, and Visiting Professor of International Management at INSEAD, fill a gap in the literature with their study of diversification in the financial services sector.

One of the key aspects of the debate on scope in the financial services sector is whether or not broader functional and geographical scope is value-enhancing or value-destroying. The degree of diversification can change as a firm buys or sells assets, moves into new business segments, grows differentially in existing business segments, or moves into new geographical areas. The rapid expansion worldwide of M&A activity in the financial services sector between 1985 and 2005 indicates the attraction of diversification - with M&A transactions either increasing a firm's market share, defined functionally or geographically, or increasing its business geographical scope.

There are numerous arguments for and against diversification, from cost economies of scope and reduced bankruptcy risk to excessive merger premiums and conflicts between central and divisional management. In a first step towards quantifying the effects of diversification, the authors use a large US dataset for the period 1984-2004, taken from the Compustat Segment and Industrial Annual data files, comprising 4,060 firm-year observations on 664 firms. The data cover the broadly defined US financial services sector - commercial banks and bank holding companies, insurance companies, asset managers and broker-dealers. Schmid and Walter use a series of alternative measures of diversification to explore whether activity and geographical diversification is associated with a share price premium or discount, and test the existence of the 'too big to fail' notion associated with conglomerates.

The authors find strong statistical evidence against functional diversification but in favour of geographical diversification. Financial services conglomerates appear to trade at a discount from specialized firms for the same reasons that non-financial firms have been found to trade at a discount. In contrast, the benefits of geographical diversification appear to outweigh the associated costs, thus enhancing value. Schmid and Walter's results also indicate that the discount is not simply the result of already troubled firms diversifying into other, more promising areas, and that the 'too big to fail' guarantee does exist and increases shareholder value for very large financial conglomerates.

Análisis del caso en la página siguiente



Publicado en el Herald Management
(abril-2006)

Análisis sobre el Caso (por Eduardo J. A. Petracca)

M&A – All that glitters is not gold

La historia de la administración está plagada de búsquedas y construcción de recetas, que se transformen en axiomáticas a la hora de decidir.

Los autores realizaron un arduo trabajo estadístico, buscando el efecto producido por la expansión mediante M&A en la creación de valor económico (valor para el accionista).

Su conclusión fuerte es que, en el caso de entidades financieras o similares, se estaría destruyendo valor en los M&A que pivotaron sobre la diversificación funcional, mientras que crearían valor aquellos M&A que buscaban una ampliación de la base geográfica de operaciones.

¿ Podemos considerar esta conclusión como una regla de decisión? Quizás estemos cayendo en un simplismo extremo si no buceamos en las posibles causas.

Es indudable que los flujos de dineros y capital entre países productores y grandes mercados de consumo, entre generadores de ahorros y tomadores de prestamos, etc. resultan más capturables con presencias in situ y mediante estructuras ya instaladas en dichos mercados. En tal sentido una ampliación territorial brinda una vía rápida vs. la alternativa de construir desde la base.

Por supuesto, mayores masas de captación y de colocación, facilidad de conexión entre mercados oferentes y demandantes, disipación de riesgos, etc. complementan las ventajas.

Con respecto a los M&A basados en ampliación del scope de portafolios de servicios, los autores manifiestan haber encontrado “fuerte evidencia estadística” en su contra, lo que nos lleva al preguntarnos cuales pudieron ser las causa posibles que generaron “deterioro de valor” (no debemos confundir clasificación con causalidad).

Es innegable que el tamaño y la diversificación reducen riesgos por lo que el “too big to fail” es una idea fuerte y con respaldo teórico-práctico. Mayor portafolios, menores covarianzas entre divisiones, productos, canales, regiones, etc. implican menor riesgo. Mayor tamaño implica mayor poder de negociación e influencia en el mercado; economías de escala, curva de aprendizaje, sinergías, y un sinúmero de beneficios. Pero evidentemente algo opera con otro signo.

El aumento del tamaño afecta el orden organizacional, tamaño y entropía están directamente relacionados.

En un mundo donde la velocidad de los sucesos es fantástica y cuando un mercado de valores cierra en occidente, comienza a operar otro en oriente, la necesidad de articulación requiere un esfuerzo titánico, que no siempre es logable.



El alineamiento organizacional es vital, pero difícil, cuando hay dispersión de formato organizacional por el tamaño de la corporación y más aún cuando esa dispersión se agudiza por una diversificación de servicios que congrega a especialistas con una posible diferente comprensión de la realidad. Muchos buenos músicos no hacen una buena orquesta.

Seguramente las causas del desvalor generado por los M&A basados en diversificación funcional, no sea propiedad exclusiva de los servicios financieros; y sus causales no estén en las variables duras del análisis, sino en los comportamientos organizacionales y los formatos.

La problemática de articular comportamientos y velocidad en grandes organizaciones pasa a ser esencial para lograr una ejecución armoniosa de la partitura.

Entonces optemos entre aceptar la conclusión estadística encontrada por los autores como sentencia ineludible o profundizar en el fenómeno para descubrir y operar sobre sus causalidades profundas.