

# Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial

Néboa Zozaya González



MINISTERIO  
DE INDUSTRIA, TURISMO  
Y COMERCIO

SECRETARÍA GENERAL  
DE INDUSTRIA  
DIRECCIÓN GENERAL DE  
POLÍTICA DE LA PEQUEÑA  
Y MEDIANA EMPRESA

© Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa  
Elabora, coordina y distribuye:  
Dirección General de Política de la PYME  
[www.ipyme.org](http://www.ipyme.org)  
Madrid, marzo de 2007.

## Índice

- 1. Introducción y objetivo del estudio (pág. 3)**
- 2. Motivaciones de las fusiones y adquisiciones (pág. 5)**
- 3. Causas de éxito y fracaso de las fusiones y adquisiciones (pág. 9)**
- 4. Efectos de las fusiones y adquisiciones sobre las variables empresariales (pág 10)**
- 5. Situación actual de las fusiones y adquisiciones en España y su entorno (pág 14)**
  - 5.1. Fusiones y adquisiciones en el mundo (pág 14)
  - 5.2. Fusiones y adquisiciones transfronterizas (pág. 15)
  - 5.3. Fusiones y adquisiciones en España (pág. 19)
    - 5.3.1. F&A en el segmento de las grandes empresas (pág. 20)
    - 5.3.2. F&A en el segmento de las PYME (pág. 21)
- 6. Medidas públicas de fomento de las fusiones y adquisiciones (pág. 24)**
- 7. Conclusiones (pág. 27)**
- Glosario de términos (pág. 29)**
- Bibliografía (pág. 30)**
- Anexo (pág. 33)**

## 1. Introducción y objetivo

La compra de una empresa por parte de otra (adquisición) o la unión de dos empresas, dando lugar a otra de mayor tamaño (fusión) constituyen una de las maneras más recurrentes en la actualidad para ganar dimensión y competitividad. Generalmente, este tipo de operaciones empresariales están provocadas por la identificación de una amenaza o de una oportunidad en el mercado.

Actualmente nos encontramos en el momento de mayor auge de este tipo de operaciones, tanto a nivel mundial como nacional. En el año 2006 se superó incluso el último récord, datado en el año 2000 y cimentado en la burbuja tecnológica. Esta vez, las presiones a la compraventa o fusión de empresas provienen de distintos factores. Por un lado, la bonanza de la economía y la evolución positiva de las bolsas (cuando la Bolsa sube, las empresas valen más y por tanto pueden incrementar su capacidad de endeudamiento para adquirir otras empresas), junto con los bajos tipos de interés (que facilitan a las empresas asumir un mayor nivel de endeudamiento para afrontar la compraventa de empresas, incrementando su capacidad de pago) han propiciado que la liquidez de las empresas sea muy elevada. Por otro lado, la apertura de mercados y la globalización han reforzado la competencia a la que se enfrentan las empresas, que han de competir con otras en costes, tamaño y capacidad tecnológica. Asimismo, el auge del capital riesgo ha multiplicado las posibilidades de inversión empresarial.

En España, además de los factores ya mencionados, se da la situación peculiar de que debido a la gran proporción de empresas creadas tras la guerra civil (años 50 y 60), un gran número de empresarios se acercan a la edad de jubilación, motivo por el cual se ven obligados a vender su empresa. En el caso de que la empresa pertenezca ya a la segunda o tercera generación (la generación “de los primos”), la falta de interés o de acuerdo entre ellos puede provocar la disolución de la empresa. Además, la próxima puesta en marcha de un mercado alternativo bursátil para las PYME dotará a las empresas que participen de mayor liquidez. A esto se unen las nuevas condiciones fiscales operativas en España desde enero de 2007<sup>1</sup>, que impulsan una venta más rápida de las empresas.

Este informe pretende dar una visión general sobre la situación actual de las fusiones y adquisiciones (F&A o M&A por las siglas en inglés) en España y en el mundo, prestando atención a los datos, pero también a las motivaciones que las sustentan, a los efectos que tienen sobre las empresas y a las políticas públicas puestas en marcha para fomentarlas.

Se estructura de la siguiente manera. En un primer apartado se introducen las motivaciones teóricas y prácticas que inducen a las empresas a realizar fusiones y adquisiciones. En un segundo apartado se resumen las principales causas de fracaso de este tipo de operaciones mencionadas en la literatura económica. Después se

---

<sup>1</sup> Aumento del gravamen de las plusvalías desde un 15% a un 18% y supresión de los coeficientes de abatimiento, que eximían de tributación por plusvalías a los bienes adquiridos antes de diciembre 1994.

analizan los efectos que según diversos estudios tienen las F&A sobre distintos aspectos de la empresa (empleo, precio de las acciones, poder de mercado, rentabilidad, crecimiento, productividad y rendimiento tecnológico). En otro apartado se dan a conocer datos sobre el número y volumen de operaciones en España y en el mundo, prestando especial atención a las operaciones transnacionales, a las operaciones entre pequeñas y medianas empresas (PYME) y a las diferencias sectoriales. Luego se presta atención a las medidas de fomento de las F&A puestas en marcha en la Unión Europea (UE) y en España. Por último, las conclusiones recogen un resumen del estudio y esbozan los próximos retos a los que se enfrentan las operaciones de concentración.

## 2. Motivaciones de las fusiones y adquisiciones

En las empresas cuyos propietarios no son a la vez los gestores de la misma surge el problema denominado “de agencia”, ya que los objetivos de gestores y accionistas pueden no coincidir. En general, los accionistas o dueños de una empresa desean maximizar el valor de sus acciones. En cambio, los retos de los gestores son varios, y maximizar el valor de la empresa es sólo uno de ellos, pudiéndoles resultar igual de importante el poder y crecimiento que alcance la empresa o incluso su propia persona.

En base a la **alineación de los intereses** de ambos agentes, los motivos que pueden llevar a una empresa a realizar una fusión o adquisición con otra(s) pueden dividirse en tres grupos, el primero basado en un comportamiento racional de los gestores y los otros dos en un comportamiento irracional (Abellán, 2004):

- Alcanzar sinergias (operativas o financieras) entre las empresas involucradas, para maximizar el valor de los accionistas, cuyos objetivos están alineados con los de los gestores. Este constituye el argumento neoclásico de las F&A.
- Actuar como un mecanismo corrector en el mercado. Aún cuando los intereses de ambos agentes sean los mismos, los gestores pueden actuar de forma que no se maximice el valor de los accionistas, hecho que el mercado detecta y castiga, disminuyendo así el valor de las acciones. Puede ocurrir por distintos motivos:
  - Para aumentar las ganancias por acción: centrarse sólo en este objetivo a corto plazo sin contemplar las implicaciones futuras de la estrategia puede limitar las perspectivas empresariales.
  - Especulación: ante la existencia de imperfecciones en el mercado, que producen ruido en torno a la valoración empresarial, algunas empresas son infravaloradas. Un gestor con información privilegiada puede adquirir dicha empresa y beneficiarse de la diferencia de valoraciones.
  - Estrategia defensiva en periodos de estancamiento y retornos reducidos: utilizan la F&A para aumentar la cuota de mercado y dar imagen de fortaleza, pero suele fracasar, ya sea por la mala gestión post-operación o por la sobrevaloración pre-operación de la empresa adquirida (las sinergias previstas no llegan a suceder).
  - Gestores con exceso de confianza: (generada por sus actuaciones recientes, por los medios de comunicación y por su personalidad), que achacan la mala valoración de su empresa por parte del mercado a las ineficiencias del mismo. Se ve fortalecido por la falta de vigilancia del consejo de dirección de la empresa (Hipótesis *hybrid*, de Roll, 1986).
- Aumentar el crecimiento o poder de la empresa, exacerbando la diferencia de objetivos entre gestores y accionistas. La F&A puede también estar motivada por cuestiones de índole personal del gestor (ego, búsqueda de mayor poder o salario, diversificación del riesgo laboral personal, etc.)

Dentro de los argumentos neoclásicos de las fusiones y adquisiciones destacan las sinergias operativas y las sinergias financieras, que abarcan distintos aspectos:

- **sinergias productivas:**
  - o *Reducción de costes:* a través de economías de escala y de alcance, de una gestión más eficiente, y de poder de precios (tanto para comprar como para vender). Esto es más común en las F&A horizontales. En las integraciones verticales la reducción de costes se debe sobre todo a una gestión logística más eficiente.
  - o *Mejora de los ingresos* por beneficios estratégicos y recursos complementarios.
  - o *Crecimiento:* permite crecer en el mercado actual o penetrar en otros nuevos. En los 90', el crecimiento potencial esperado de las empresas tecnológicas dotaba a éstas de un valor superior al real, lo que se tradujo en una oleada de F&A.
  - o *Poder de mercado:* aumentar la cuota de mercado de la empresa. Si el objetivo de la fusión o adquisición es alcanzar una posición dominante en el mercado, las leyes antitrust pueden impedir la operación, ante las repercusiones negativas que tendría para los consumidores.
  
- **sinergias financieras**, para producir mayores flujos de caja o una reducción en el coste de capital de la empresa:
  - o Combinar una empresa con exceso de efectivo pero pocas oportunidades de crecimiento y una con proyectos de elevado rendimiento pero restricciones de efectivo.
  - o *Beneficios fiscales*, al beneficiarse una empresa del crédito fiscal de la otra.
  - o *Mayor capacidad de apalancamiento de la deuda* tras la fusión/adquisición, gracias a los flujos de caja más estables o predecibles.
  - o *Menor coste del capital*, ya que a menudo los costes de emisión de valores están sujetos a economías de escala.

Durante las décadas de los 60 y los 70, muchas empresas utilizaron las F&A como instrumento de diversificación industrial y geográfica (en forma de conglomerados). Las empresas aversas al riesgo minimizaban su riesgo concentrándose con empresas de otras regiones y sectores, aumentando sus beneficios a través de mayores economías de escala y de alcance y de un mayor ratio de deuda. Sin embargo, los costes de la diversificación pueden superar a los beneficios, y gestionar e integrar una organización más compleja resulta difícil. No está claro pues que la diversificación genere valor para la empresa (Berger, 1995; Ezzamel, 1998).

Además de estas motivaciones de las F&A a nivel empresarial, existen otras a nivel sectorial y macroeconómico (ver gráficos 1 y 2 del anexo). Entre las existentes a nivel macroeconómico, destacan:

- ✦ las oleadas de F&A suelen coincidir con las **etapas de expansión económica**. Una elevada capitalización del mercado de valores afecta a las F&A a través

de dos vías: ayuda a las empresas a financiar sus adquisiciones si éstas utilizan sus stocks como medio de pago, de modo que la empresa adquiriente no necesita gastar sus beneficios retenidos o lanzar deuda adicional para financiar la operación; durante los booms económicos, las reservas de efectivo de las empresas suelen ser altos, y la financiación de la deuda está más disponible que durante las recesiones. Sin embargo, la bonanza económica no es una razón suficiente para las F&A. Unos **tipos de interés bajos** fomentan las adquisiciones de deuda para financiar las operaciones de compra.

- ✦ la **globalización** aumenta la competencia y fomenta las F&A.
- ✦ las **decisiones políticas** (legislación y regulación). La creación de áreas de libre comercio cambian el entorno empresarial, aumentando la competencia. Las desregulaciones de los mercados han tenido efectos positivos sobre las F&A. La eliminación de las restricciones sobre propiedad internacional de las empresas ha fomentado las operaciones transnacionales.
- ✦ el **desarrollo tecnológico** obliga a las empresas a ser más competitivas y favorece la adquisición de empresas tecnológicas por parte de otras menos avanzadas tecnológicamente que las necesitan para crecer o sobrevivir.

Según el Instituto de Estudios Económicos, los motivos más y menos rentables para comprar y vender empresas, así como los más y menos comunes son los siguientes:

**Tabla 1. Motivos más y menos rentables y más y menos comunes para comprar y vender una empresa.**

<p><b>Motivos más rentables para comprar empresas</b></p> <p>Creación de valor para el accionista Mejorar la gestión de la empresa adquirida Aumentar la cuota de mercado Aumentar la rentabilidad Buscar productos y servicios complementarios</p>	<p><b>Motivos más rentables para vender una empresa</b></p> <p>Creación de valor para el accionista Concentrarse en la actividad principal Efectuar un alineamiento estratégico Optimizar el uso de los recursos naturales Abandonar actividades maduras</p>
<p><b>Motivos menos rentables al comprar empresa</b></p> <p>Motivos personales de la dirección Dilución de la participación de algún accionista Motivos personales Aumento de la capacidad de endeudamiento Necesidad de dimensionar la plantilla</p>	<p><b>Motivos menos rentables para vender una empresa</b></p> <p>Demanda de liquidez por parte de los accionistas Dificultades sucesorias en empresas familiares Dificultades laborales Necesidad de recursos para financiar pérdidas Disparidad de objetivos e intereses</p>
<p><b>Motivos más comunes para comprar empresas en España</b></p> <p>Perseguir el liderazgo del sector Crear valor para el accionista Aumentar la cuota de mercado Obtener sinergias productivas Aumentar la rentabilidad</p>	<p><b>Motivos más comunes para vender una empresa en España</b></p> <p>Concentrarse en la actividad principal Crear valor para el accionista Efectuar un alineamiento estratégico Obtener financiación para nuevos proyectos Motivos fiscales</p>
<p><b>Motivos más irrelevantes para comprar empresas en España</b></p> <p>Dilución participación de algún accionista no deseado Motivos personales Defensa ante posibles adquisiciones hostiles Aumentar la capacidad de endeudamiento Invertir el exceso de liquidez</p>	<p><b>Motivos más irrelevantes para vender una empresa en España</b></p> <p>Dificultades sucesorias Demanda de liquidez por los accionistas Dificultades laborales Dificultades transitorias de liquidez Disparidad de intereses y objetivos</p>

Fuente: Instituto de Estudios Económicos (2000)

Las razones para comprar empresas de base tecnológica se resumen en la siguiente tabla, así como las razones de las empresas de base tecnológica para ser adquiridas.

**Tabla 2. Razones para comprar y vender una empresa de base tecnológica.**

Razones para adquirir una empresa de base tecnológica emergente	Razones de las empresas de base tecnológica emergente para ser adquiridas
Adquirir tecnología clave	Acceder a productos y mercados complementarios
Adquirir un nuevo canal de distribución	Acceder a mano de obra
Asegurar una fuente de provisión	Evitar la disolución de la infraestructura inmobiliaria propia
Eliminar un competidor	Favorecer la liquidez de fundadores e inversores
Expandir o crear una línea de producto	Retorno de la inversión rápido y provechoso
Aumentar el talento creativo	Rápido acceso a la infraestructura
Ganar experiencia y entrar en un nuevo mercado	Ganar masa crítica
Adquirir una ventaja <i>time-to-market</i>	Mejorar la capacidad de distribución
Incrementar las ganancias por acción	Expansión más rápida de la base de clientes

Fuente: Daunt JA (2002)

Nota: una encuesta afirma que por cada empresa de base tecnológica emergente que realiza una Oferta Pública Inicial, hay de dos a cinco empresas de tales características que son adquiridas por otras empresas.



### 3. Causas de éxito y fracaso de las F&A

Aunque no es posible determinar todos los factores que originan el éxito y el fracaso de las fusiones y adquisiciones porque cada caso es único, sí pueden enumerarse las causas más comunes.

El éxito de una operación de fusión o de compra estará muy ligada a la correcta estructuración de la oportunidad, teniendo en cuenta multitud de factores, tales como los recursos de las empresas, las restricciones legales y regulatorias, el entorno macroeconómico, etc. Resulta crucial analizar la posición competitiva del comprador y la empresa objetivo, realizando una valoración objetiva de la operación, lo que a menudo requiere el asesoramiento de especialistas en F&A, y contando con agilidad en la negociación. Se deben identificar y analizar las sinergias que se derivarán de la operación y prestar atención a los perfiles de organización y cultura empresariales (p.e. facilidad de promoción, forma de vestir, horario flexibles,...) de ambas empresas, ya que la integración de ambas puede resultar difícil si son contrarias en muchos aspectos. A medio plazo, el éxito dependerá del tamaño y alcance global de la empresa, de la capacidad y grado de realismo del gestor y de cómo se integren las empresas sin repercutir en el trabajo del día a día. Sin embargo, atender a todos estos argumentos es una condición necesaria pero no suficiente de éxito.

Por otro lado, el fracaso de una F&A puede deberse a factores tan dispares como los siguientes. Antes incluso de que la operación tenga lugar, algunos comportamientos aumentan la probabilidad de fracaso. Esto puede suceder como consecuencia de una insuficiente investigación de la empresa a adquirir-fusionar o de no entender suficientemente el negocio de la empresa comprada-adherida o porque el motivo que promovió la operación no se basaba en alcanzar sinergias, sino en aprovechar el efectivo de la empresa, en imitar a otras empresas, en no quedarse atrás o en perseguir intereses personales (ego de gestor, comisiones bancos y gestores, etc.).

Una vez que la operación se ha realizado, su éxito final podría peligrar si se descuida la integración y planificación posteriores, si la empresa se centra demasiado en recortar costes y olvida los negocios del día a día, si se desatiende a clientes, proveedores y empleados por prestar más atención a la nueva estructura esbozada, si se descuida la administración del personal o si se pospone la toma de decisiones importantes por no existir una clara definición de responsabilidades post-fusión o por el surgimiento de conflictos internos.

A corto o medio plazo, los factores que más influyen sobre el fracaso empresarial están relacionados con la incapacidad de superar los retos prácticos, con la negligencia para mantener una comunicación permanente, clara y abierta, tanto interna como externa, con evidenciar poco respeto hacia la otra empresa, su gente, su metodología de trabajo o sus logros o con la dilación en proveer un liderazgo reconocido, visible y accesible (OnetoOne; ACG/Thomson).

## 4. Efectos de las fusiones y adquisiciones sobre las variables empresariales

En la literatura económica se han analizado extensamente los efectos teóricos y reales que las fusiones y adquisiciones provocan sobre distintas variables de la empresa:

### ✦ Empleo:

A priori, el efecto neto de una M&A sobre la demanda de trabajo es ambiguo. Por un lado, reducirá el empleo, al producirse sinergias y compartirse departamentos, proveedores y clientes. Además, permitirá incumplir los contratos laborales fijados con anterioridad que obstaculizaban el despido (Shleifer, 1987). Por otro lado, si la fusión aumenta significativamente la eficiencia de la empresa resultante, conducirá a mejoras en los productos y a desplazamientos en la demanda, repercutiendo positivamente en el empleo. Un mayor poder de mercado de la nueva empresa podrá requerir también mayor fuerza laboral.

Los resultados empíricos al respecto no son concluyentes, pero parece que en Europa las fusiones han reducido la demanda de empleo (en media, un 10% según Gugler, 2004), mientras que no hay constancia de que en EE UU el efecto haya sido distinto de cero. Esto es consistente con la idea de que las fusiones se están utilizando en Europa como un dispositivo de reestructuración de los mercados laborales, mientras que en EEUU este tipo de operaciones no necesitan ser utilizadas para restaurar el empleo óptimo, al poder hacerse en cualquier momento a un coste bajo. Existe cierta evidencia de que las fusiones nacionales acarrearán unas mayores consecuencias negativas sobre el empleo que las fusiones transnacionales (Lehto, 2006).

Además, parece que las plantas involucradas en F&A experimentaron un mayor incremento en la calidad del capital humano, en términos de mayor experiencia y educación (Siegel, 2006).

### ✦ Precio de las acciones:

La mayoría de estudios encuentran ganancias significativas para los accionistas de la empresa adquirida (retornos un 25 por ciento superiores después de la operación<sup>2</sup> (Andrade, 2001). Las ganancias se producen tras el anuncio de la operación, incluso aunque ésta finalmente no llegue a producirse, debido a la anticipación del mercado de valores ante una futura adquisición exitosa (si la empresa se defiende de la OPA<sup>3</sup> hostil, el valor de sus acciones volverá a caer hasta los límites alcanzados antes del anuncio). En media, los retornos son mayores en las fusiones hostiles que en las amistosas (Hou, 2000). Las operaciones financiadas con efectivo obtienen en media mejores resultados que las financiadas con intercambio de valores (Kaplan, 2006).

---

<sup>2</sup> En el periodo 1973-1998.

<sup>3</sup> Oferta pública de adquisición.

En cambio, las implicaciones de la fusión sobre el precio de las acciones de la empresa adquiriente no están tan claras. Hay indicios de que en la década de los 60, los precios de éstas subieron un 5%, en la de los setenta un 2,2% y en la de los ochenta y noventa disminuyeron ligeramente (Jarrell, 1989). Berkovitch (1993) afirma que si la fusión se realiza en base a criterios de eficiencia económica, el efecto sobre la empresa base será positivo, pero será negativo si las motivaciones son híbridas o basadas en problemas de agencia. De igual modo, el efecto total sobre la ganancia de la nueva empresa dependerá del argumento que fomentó la fusión/adquisición (ver tabla 3).

**Tabla 3. Implicaciones de las F&A sobre las ganancias empresariales, según las motivaciones que la impulsaron.**

	Ganancias para la empresa adquiriente	Ganancias para la empresa adquirida	Ganancias totales
Económica o eficiencia	+	+	+
Agencia	-	+	-
Híbrida	-	+	0

Fuente: Berkovitch y Narayanan, 1993.

#### ✦ Poder de mercado:

Las M&A que crean o refuerzan el poder de mercado permiten a la empresa resultante y a sus rivales aumentar los precios. Este incremento en los precios se reflejará en un aumento del valor del capital de las empresas rivales en el momento del anuncio. La actuación de una política antimonopolio dañará a las empresas rivales, al prevenir la subida de precios de sus productos, y por tanto el valor del capital de las empresas rivales caerá al anunciarse una política de este tipo. Existe controversia sobre si esta teoría se cumple o no.

Eckbo (1983) afirma que los accionistas de empresas rivales involucradas en fusiones horizontales obtuvieron retornos positivos fuera de lo común cuando se anunciaron las fusiones. Pero rechaza la hipótesis de poder de mercado, al considerar que los retornos aumentaron porque el anuncio aportó nueva información acerca de un posible incremento en eficiencia de las empresas de una industria a través de la consolidación.

La evidencia empírica aplicada a distintos sectores industriales no es unánime. En el segmento de las líneas aéreas, algunos autores encuentran incrementos en el poder de mercado y otros no. En el de supermercados, Hosken (2001) no halla evidencia de efectos anticompetitivos. Banerjee (1998) concluye que las fusiones en el sector del tabaco tienden a ser procompetitivas. En cambio, otros estudios encuentran indicios de que las fusiones aumentan el poder de mercado. Mueller (1985) observa caídas significativas en la cuota de mercado de empresas manufactureras rivales de empresas fusionadas durante los 10 años siguientes a la operación. Baldwin (1990)

concluye que las fusiones horizontales reducen el poder de mercado de las empresas competidoras, aunque no se puede afirmar lo mismo en el caso de otros tipos de F&A.

#### ✦ Beneficios / rentabilidad:

A menudo resulta difícil discernir si un incremento en los beneficios empresariales se debe a un aumento en la eficiencia o a un mayor poder de mercado. Por eso, Gugler (2001) divide a las empresas fusionadas en cuatro grupos, dependiendo de si sus beneficios y ventas toman valores positivos o negativos. Un 29,1% de ellas aumentaron sus beneficios y sus ventas, satisfaciendo así el criterio de eficiencia. Más o menos la misma proporción (un 28,2%) vio reducido tanto sus beneficios como sus ventas (caída de eficiencia), mientras que un 15,1% de las empresas aumentó sus ventas, pero sus beneficios se redujeron. El restante 27,6% de la muestra lo constituyen fusiones que aumentaron su poder de mercado, al verse incrementado sus beneficios, pero no sus ventas.

No existe una evidencia clara sobre si las M&A incrementan los beneficios de las empresas con respecto a antes de la operación, aunque predominan los estudios con resultados que apoyan la caída de la rentabilidad. Ravenscraft (1983) afirma que las empresas con ganancias por encima de la media antes de la adquisición (en los años 60 y 70) obtuvieron caídas en sus beneficios tras la operación, debido a la pérdida del control gestor. Otros autores como Hughes (1989), Ravenscraft (1987) o Meeks (1977) sugieren también que las fusiones tienden a reducir la rentabilidad de las empresas fusionadas.

No todos los tipos de M&A generan la misma rentabilidad. Las fusiones horizontales y las relacionadas con los negocios tienden a ser más rentables que los conglomerados. La fusión horizontal lleva a precios un 1,5% mayores de lo que habrían sido sin operación, mientras que la fusión no horizontal lleva en general al resultado opuesto: reducciones de entre un 2,5 y 3,1% en el precio (Steward, 1992).

#### ✦ Tasa de crecimiento

Los estudios empíricos sugieren que, en general, las tasas de crecimiento de las empresas fusionadas no varían (McDougall 1986, Cosh 1980), o decrecen ligeramente (Peer, 1980) tras la operación, pero raramente se observan tasas de crecimiento interno positivas en las empresas fusionadas.

#### ✦ Productividad:

La productividad se incrementará si la reducción en el empleo es superior a la reducción en la producción. Generalmente, la transferencia de activos resulta en

incrementos en productividad, en la medida en que son transferidos a aquellos que los pueden gestionar de manera más eficiente.

La mayoría de M&A parecen mejorar la productividad de las plantas, aunque existen ciertas excepciones. Las empresas que tenían una productividad superior a la media antes del cambio en propiedad mejoraron su productividad al cambiar de propietarios, al igual que las plantas de mayor tamaño que no se utilizaban de manera totalmente eficiente antes de la operación (McGuckin, 1995). Sin embargo, no se produjeron mejoras en la productividad de los activos de aquellas empresas inicialmente menos eficientes que se fusionaron (Makismovic, 2001). El aumento en productividad es en media mayor para adquisiciones parciales que para adquisiciones de empresas completas (Siegel, 2006).

#### ✦ Rendimiento tecnológico:

Aunque éste constituye uno de las principales motivos empresariales para realizar M&A, los resultados empíricos sobre el impacto real en el rendimiento tecnológico de la empresa resultante son muy heterogéneos. Una de las razones es que es que la mayoría estudios se basan o en los inputs (gasto en I+D) o en los outputs (patentes) de la innovación, pero raramente en ambos.

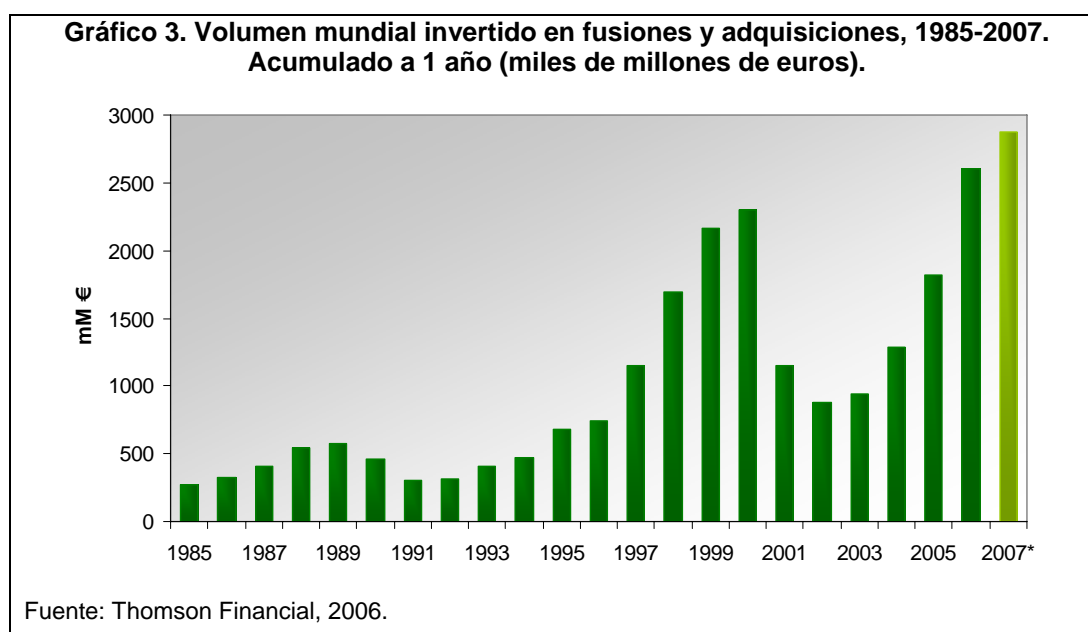
Cefis (2005) concluye que, tras la adquisición de una empresa tecnológica, la empresa contará con una mayor inversión total en I+D, pero con una eficiencia de la I+D de la empresa resultante menor que la de las dos empresas independientemente. Cassiman (2005) afirma que las M&A entre empresas con operaciones de I+D solapadas afectan negativamente a la I+D. Sin embargo, según Hagedoorn (2000) las M&A contribuyen a mejorar el rendimiento tecnológico a largo plazo de las empresas que están en un entorno high-tech.

Una integración de dos empresas excesivamente enfocada hacia la tecnología puede dañar el éxito económico de la empresa resultante. Por tanto, parece que lo más importante para obtener resultados positivos sobre el rendimiento tecnológico es encajar de forma adecuada la estrategia y organización de las empresas involucradas, así como vincularse a otras empresas intensivas en investigación, ya que permitirá a la empresa adquiriente mejorar sus capacidades tecnológicas y sus habilidades de aprendizaje esperadas. Por otro lado, los recursos de I+D adquiridos internacionalmente ofrecen un mayor potencial de recombinación con los existentes que los nacionales, al estar relacionados con un capital humano más cualificado y con una relación con los recursos humanos existentes más complementaria que sustitutiva (Grimpe, 2006).

## 5. Situación actual de las fusiones y adquisiciones en España y su entorno

### 5.1. Fusiones y adquisiciones en el mundo

El año 2006 estuvo marcado por unas cifras récord en el ámbito de las fusiones y adquisiciones a nivel mundial, alcanzándose los 2,6 billones de euros, cifra que supera al anterior récord del año 2000, cuando la burbuja tecnológica condujo a las empresas a una actividad frenética de adquisiciones (ver gráfico 3). El volumen mundial invertido en fusiones y adquisiciones aumentó en 2006 un 35% con respecto al año anterior, la misma tasa que en 2005<sup>4</sup>. Se prevé que este buen comportamiento continúe en 2007, aunque con una moderación hacia niveles del 10% (Thomson Financial).



Las empresas norteamericanas estuvieron involucradas en un 28 por ciento de las operaciones M&A anunciadas en 2006, la misma proporción que Europa Occidental. Sin embargo, el volumen medio de las operaciones realizadas por empresas estadounidenses supera al de las empresas europeas (101 M€ frente a 88 M€).

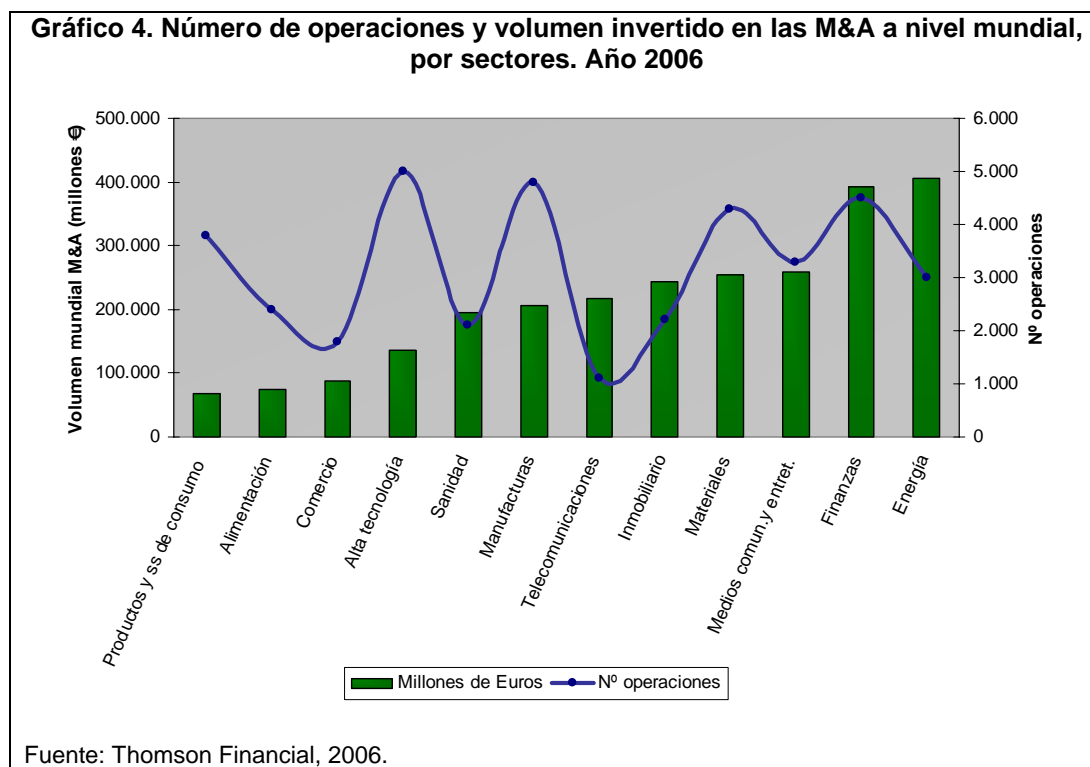
**Tabla 4. Volumen invertido y número de F&A en el mundo en 2005 y 2006.**

	2006		Variación 2006-05 (%)		2006
	Volumen M€	Nº operaciones	Volumen	Nº oper.	Valor medio op.
Estados Unidos	1.056.959	10.433	36	13	101,3
Europa Occidental	912.597	10.343	40	9	88,2
Resto	596.058	16.182	39	9	36,8
<b>Mundo</b>	<b>2.565.614</b>	<b>36.958</b>	<b>38</b>	<b>10</b>	69,4

Fuente: Thomson Financial

<sup>4</sup> Debe precisarse que los datos varían mucho dependiendo de la fuente. Por ejemplo, según KPMG, en 2005 se realizaron 24.806 operaciones M&A a nivel mundial, valoradas en 1.390 miles de millones de euros. Los resultados dependen del rango de empresas considerado por cada fuente, de la fecha en la que estén tomados los datos, de si se consideran las operaciones completadas o las anunciadas, etc.

Por sectores económicos, el energético ha sido el más activo en cuanto al volumen invertido en las M&A anunciadas en 2006, seguido por el sector de las finanzas. Estos dos sectores experimentaron incrementos en el volumen invertido de en torno al 40% entre 2005 y 2006. El tamaño medio de las operaciones varía mucho entre sectores, siendo elevado en las telecomunicaciones, la energía y el sector inmobiliario y reducido en el sector de bienes de consumo, en el sector high-tech y en el agroalimentario (ver gráfico 4).

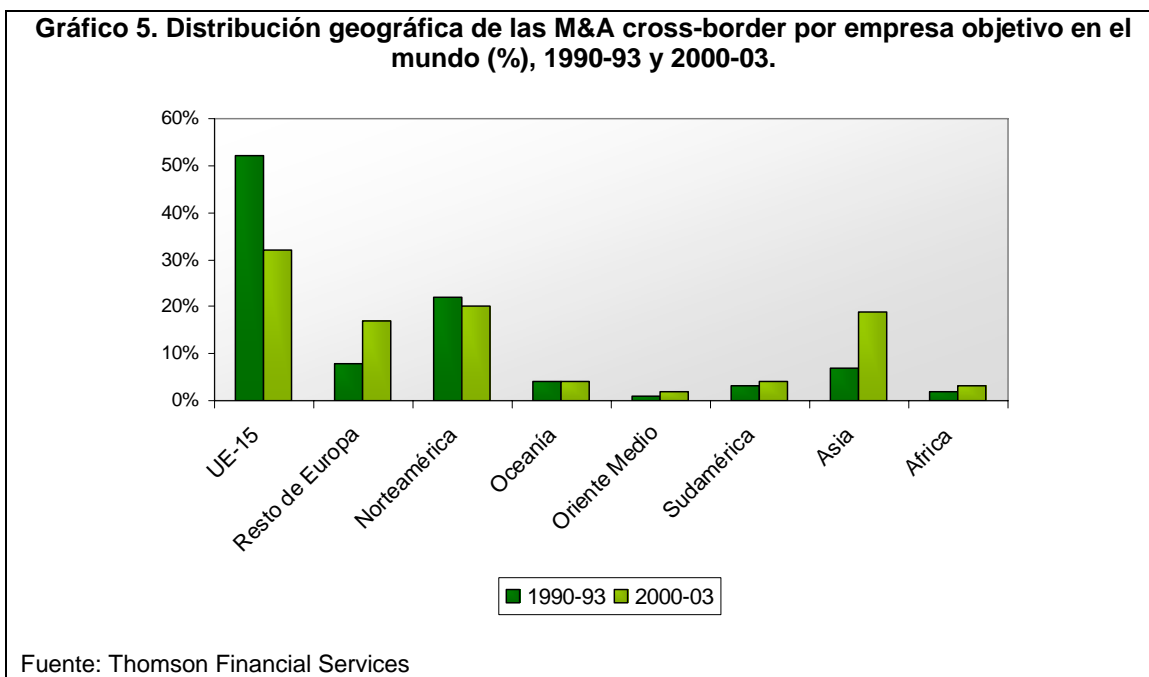


Según Standard & Poor's, en promedio, el 80% del precio de las operaciones M&A en Europa se paga en efectivo, lo que denota que Europa se encuentra en la fase inicial del ciclo de M&A, pero solo cuando las empresas empiecen a usar acciones o bonos como medio de pago se podrá decir que el segmento está entrando en su fase de madurez.

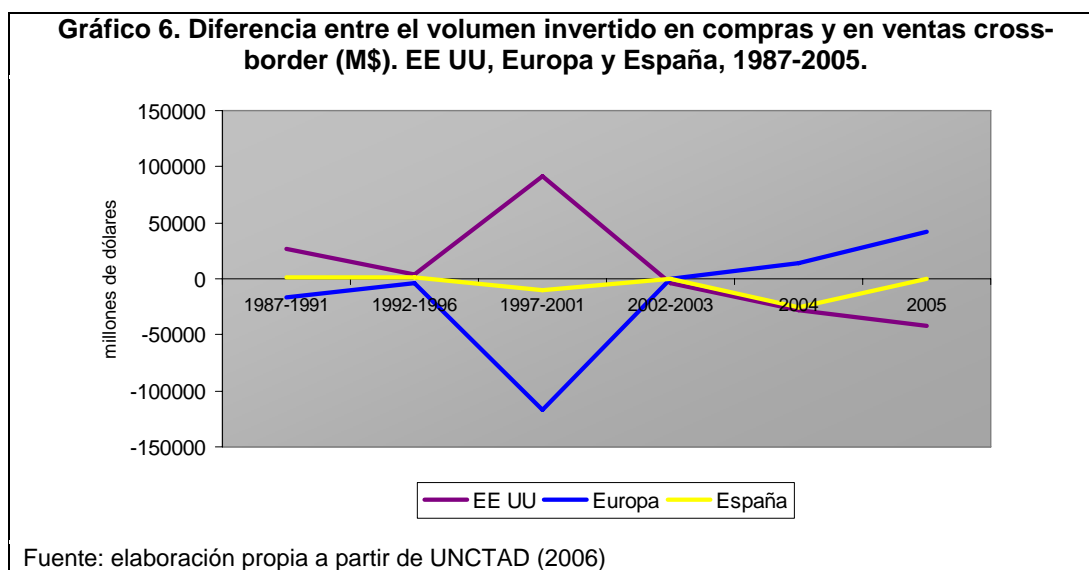
## 5.2. Fusiones y adquisiciones transfronterizas

La globalización ha llevado a una distribución geográfica más extensa de la actividad de fusiones y adquisiciones transnacionales o cross-border en el mundo. Otros motores de este tipo de operaciones han sido la estabilidad económica y política mundial y el bajo coste de la deuda. Las empresas españolas se han ido involucrando cada vez más en las M&A transfronterizas, dirigiéndose sobre todo hacia Europa y Latinoamérica. Esta tendencia ha sido favorecida por las iniciativas gubernamentales de promoción de la consolidación empresarial y creación de campeones nacionales en los sectores clave y por el fin de las ayudas europeas, que afectaron sobre todo a los sectores tradicionales.

En la última década, la UE-15 y EE UU se han vuelto lugares menos atractivos para realizar M&A en beneficio de Asia y el resto de Europa (gráfico 5), reflejo de la estrategia que están siguiendo éstos últimos para volverse más eficientes y competitivos en el panorama internacional.

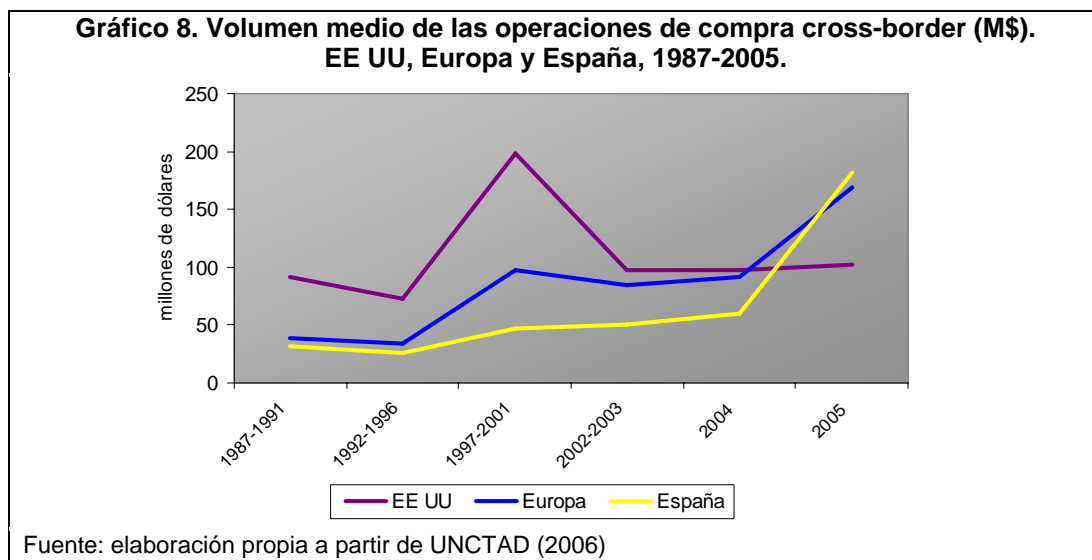
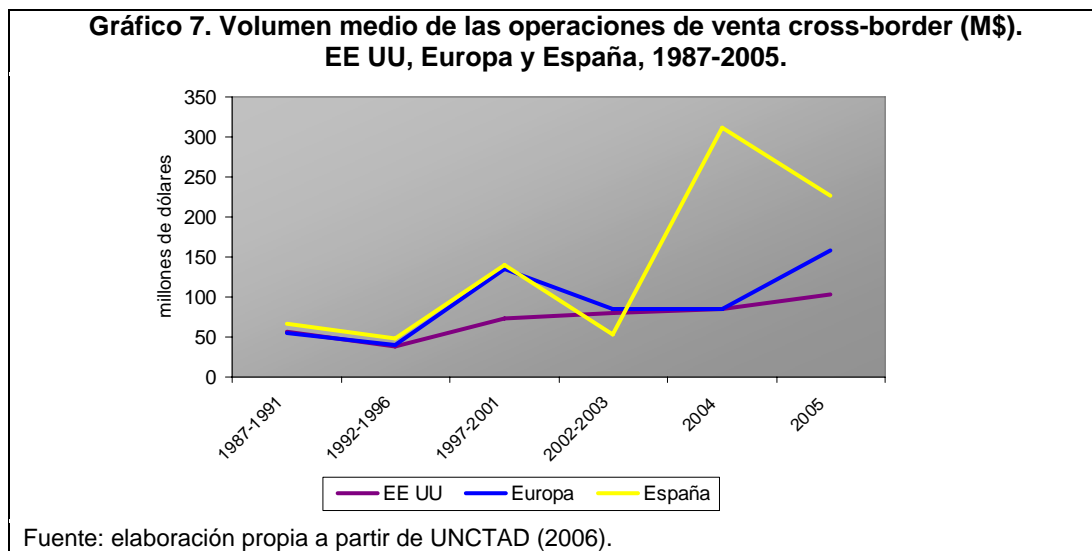


En este contexto, las M&A cross-border protagonizadas por empresas españolas han ido ganando importancia desde la década de los ochenta hasta el presente. Nuestro país ha sido generalmente vendedor neto de empresas, mientras que Europa y Estados Unidos dependen mucho más del ciclo económico. Se observa cómo la forma que toma la diferencia entre las compras y las ventas de ambas regiones es totalmente simétrica, lo que significa que la mayor parte de las ventas transnacionales de una zona son las compras de la otra, y viceversa (gráfico 6).

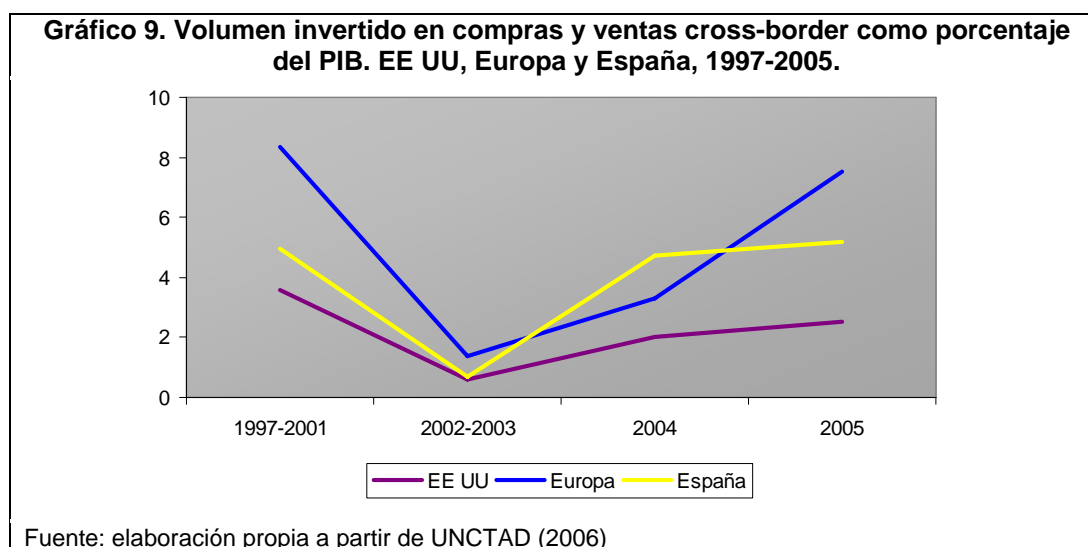




Las operaciones de venta de empresas españolas alcanzan volúmenes medios de inversión mayores que las operaciones de compra, tónica también observada en Europa. En cambio, en EE UU ambas partidas no se equilibran hasta los últimos años. Antes de 2004, sus compras requerían más inversión de lo que proporcionaban sus ventas. En los dos últimos años se ha incrementado considerablemente el volumen medio de las operaciones transnacionales de compraventa en España hasta tal punto que en 2005 se ha superado el montante medio de las realizadas en EE UU y en Europa (ver gráficos 7 y 8). Esto se debe a las importante megaoperaciones realizadas en los últimos años.



En términos relativos al PIB nacional, 2004 y 2005 han supuesto un cambio de tendencia favorable tanto en Europa como en Estados Unidos. España también ha seguido esta pauta, involucrándose en 2005 en operaciones M&A transnacionales por valor del 5% de su PIB, ratio superior al alcanzado en dicho año por EE UU, pero inferior al europeo (ver gráfico 9).



Concretamente, las principales operaciones de compra transnacional realizadas por empresas españolas entre 1996 y 2005 se recogen en la siguiente tabla. Nótese que los sectores que destacan especialmente en este tipo de operaciones son el bancario, el energético y el de telecomunicaciones.

**Tabla 5. Las diez mayores operaciones de adquisición transnacional de las empresas españolas entre 1996 y 2005.**

Empresa española	Empresa adquirida	Nacionalidad emp. adquirida	% capital adquirido	Volumen operación (M€)	Año operación
Repsol	YPF	Argentina	100%	15.901	1999
Santander	Abbey Nacional	Reino Unido	100%	13.682	2004
Telefónica	Sao Paulo Telec.	Brasil	62%	8.086	2000
Telefónica	Lycos	EE UU	100%	5.600	2000
Telefónica	Endemol	Holanda	100%	5.500	2000
Metrovacesa	Gecina	Francia	69%	3.804	2005
Telefónica	Bell South LA	América Latina	100%	4.731	2004
Telefónica	Telesp	Brasil		4.467	1998
Endesa	Eletrogen	Italia	100%	3.680	2001
Telefónica	Telefónica Argentina	Argentina	44%	3.554	2000

Fuente: Thomson Financial y Capital & Corporate.

En el año 2006, España alcanza cifras récord en volumen de capital dirigido a fusiones y adquisiciones no nacionales. Según datos de Thomson Financial, el volumen de operaciones cross-border ascendió a 113.149 millones de euros. Algunas de las principales compras fueron las siguientes: Telefónica compró el operador británico O2 por 26.000 millones; Ferrovial compró el operador de los aeropuertos de Heathrow, Gatwick y Glasgow, por 14.500 millones; Iberdrola lanzó una OPA por Scottish Power valorada en 18.000 millones; BBVA incrementó su presencia en EE UU y puso un pie en China.

De las 1.050 operaciones anunciadas por las grandes empresas españolas en el año 2006, 557 (un 53% del total) son operaciones domésticas, por un valor de 77.288 millones de euros (un 41% del total). Por tanto, las operaciones transnacionales en las

que participaron las empresas españolas presentan un volumen medio superior a las operaciones de ámbito nacional. En el último año, el crecimiento experimentado por las M&A nacionales ha sido mayor que el de las F&A cross-border (ver tabla 6).

**Tabla 6. Número y volumen de las operaciones M&A realizadas por empresas españolas, por origen de las operaciones. Años 2005 y 2006.**

	Año 2005	Año 2006	Variación 2005-06
Total operaciones domésticas	379	557	47%
Volumen operaciones domésticas (M€)	41.002	77.288	88%
Total operaciones cross-border	343	493	44%
Volumen operaciones cross-border (M€)	72.005	113.149	57%
<b>Total operaciones</b>	<b>722</b>	<b>1.050</b>	<b>45%</b>
<b>Total volumen operaciones (M€)</b>	<b>113.007</b>	<b>190.438</b>	<b>69%</b>

Fuente: Atlas Capital (2006), datos de Thomson Financial.

Europa Occidental sigue siendo el primer destino de las empresas nacionales que compran empresas extranjeras, con el 64% de las operaciones realizadas. Latinoamérica ocupa el segundo lugar, aunque ha sido Norteamérica la región que mayor expansión ha tenido en el último año, aumentando el número de operaciones un 150%. Respecto a las empresas extranjeras que compran empresas españolas, Europa es con diferencia el principal agente (con un 79% de las operaciones totales), seguido de lejos por Norteamérica (con un 15%).

**Tabla 7. Distribución del número de operaciones M&A cross-border de España. Año 2006 y variación con respecto a 2005.**

	Empresa española comprando fuera		Empresa extranjera comprando en España	
	Año 2006	Variación 2005-06 (%)	Año 2006	Variación 2005-06 (%)
Norteamérica	20	150	37	42
Europa Occidental	159	61	193	37
Europa del Este	12	20	4	100
Latinoamérica	37	37	2	100
Asia	16	78	5	-55
Otros	4	-33	4	33
<b>TOTAL</b>	<b>248</b>	<b>56</b>	<b>245</b>	<b>33</b>

Fuente: Atlas Capital (2006), datos de Thomson Financial.

### 5.3. Fusiones y adquisiciones en España

No existe ninguna fuente oficial que recoja la totalidad de las F&A realizadas en España. Thomson Financial contabiliza las operaciones que tuvieron a las empresas grandes (más de 250 empleados y facturación mayor de 50 M€) por protagonistas. La empresa Oneto One Capital Partners<sup>5</sup> acaba de publicar un estudio pionero en España sobre las fusiones y adquisiciones en las PYME, que sirve como referencia para

<sup>5</sup> que actúa como plataforma de encuentro entre PYME (empresas entre 10 y 250 empleados con una facturación entre 2 y 50 millones de euros) que desean comprar o vender su negocio.

analizar la situación actual en este segmento, si bien los datos han de tomarse solo de manera orientativa.

### 5.3.1. F&A en el segmento de las grandes empresas

Según datos de Thomson Financial, el volumen total invertido en fusiones y adquisiciones en España en el segmento de las grandes empresas superó en 2006 los 190.000 millones de euros, cifra récord que nos sitúa como el tercer mercado más activo del mundo, tras Estados Unidos y el Reino Unido (Atlas Capital, 2006). Esto se debe al elevado crecimiento del número de grandes operaciones de compraventa realizadas por las empresas españolas. De hecho, las empresas españolas han participado en cuatro de las diez mayores operaciones europeas anunciadas en 2006 (Endesa participó en la mayor operación europea anunciada del año, por valor de 55.510 M€; Abertis, Grupo Ferrovial e Iberdrola participaron como empresas compradoras en otras tres operaciones, por volúmenes cercanos a los 20.000 M€ cada una).

El número de M&A se ha incrementado un 45% entre 2005 y 2006, alcanzando este último año las 1.050 operaciones. El volumen se ha incrementado aún más -un 69%-, debido al elevado incremento producido en el segmento de operaciones de más de 300 M€, que se ha incrementado un 73% en volumen y un 132% en número ( tabla 8).

**Tabla 8. Número y volumen de las operaciones M&A realizadas por empresas españolas, por tamaño de las operaciones. Años 2005 y 2006.**

	Año 2005	Año 2006	Variación 2005-06
Numero operaciones –300 M€ o más-	41	95	132%
Volumen (M€)	98.986	171.110	73%
Numero operaciones –menos 300 M€-	681	956	40%
Volumen (M€)	14.021	19.627	40%
<b>Total operaciones anunciadas</b>	<b>722</b>	<b>1.050</b>	<b>45%</b>
<b>Volumen (millones euros)</b>	<b>113.007</b>	<b>190.438</b>	<b>69%</b>

Fuente: Atlas Capital (2006), datos de Thomson Financial.

Por sectores de actividad, el inmobiliario y el energético son los que mayor incremento relativo han registrado en el número de operaciones realizadas entre 2005 y 2006 (un 117% y un 114%, respectivamente). Por número absoluto de operaciones destacan la industria y construcción, con 174, y el sector de la alimentación, con 111.

Una de las razones de esta favorable evolución es el destacado protagonismo del capital riesgo. A pesar de que la proporción de M&A que contaron con la participación del capital riesgo ha descendido un 2% (las 79 operaciones de 2005 supusieron un 11% del total, mientras que las 99 de 2006 supusieron un 9%), el valor de éstas se ha incrementado un 59% con respecto a 2005, con un importe de 26.645 millones de euros, frente a los 16.782 millones de euros de 2005 (Atlas Financial, 2006).

Las perspectivas para el 2007 son optimistas, gracias a factores como la elevada disponibilidad de liquidez y financiación, la pujanza del capital riesgo, la variedad en el destino (sectorial y geográfico) de las inversiones o el clima de confianza.

### 5.3.1. F&A en el segmento de las PYME

Según datos de OnetoOne, en el año 2005 las PYME españolas realizaron un total de 2.308 operaciones de compraventa en el mercado nacional, por un valor de 41.607 millones de euros<sup>6</sup>. De las operaciones contabilizadas, 2.109 fueron realizadas únicamente por PYME, por un importe de 8.959 M€, lo que representa el 22% del volumen total de operaciones corporativas efectuadas en el mercado español en dicho año. El tamaño medio de las operaciones varía mucho según el tamaño de las empresas implicadas (164 M€ si había empresas grandes, 16 M€ si participaron empresas medianas y 2 M€ si todas eran empresas pequeñas).

Estos datos ponen de manifiesto que solo 1,2 de cada 100 PYME realizó una M&A, frente al 3,3 de las empresas grandes. En la Unión Europea también se producen proporcionalmente tres veces más operaciones en la gran empresa que en la PYME. Sin embargo, el ratio promedio de las operaciones en las PYME en España es escaso en comparación con el resto de países europeos, con la excepción de Alemania.

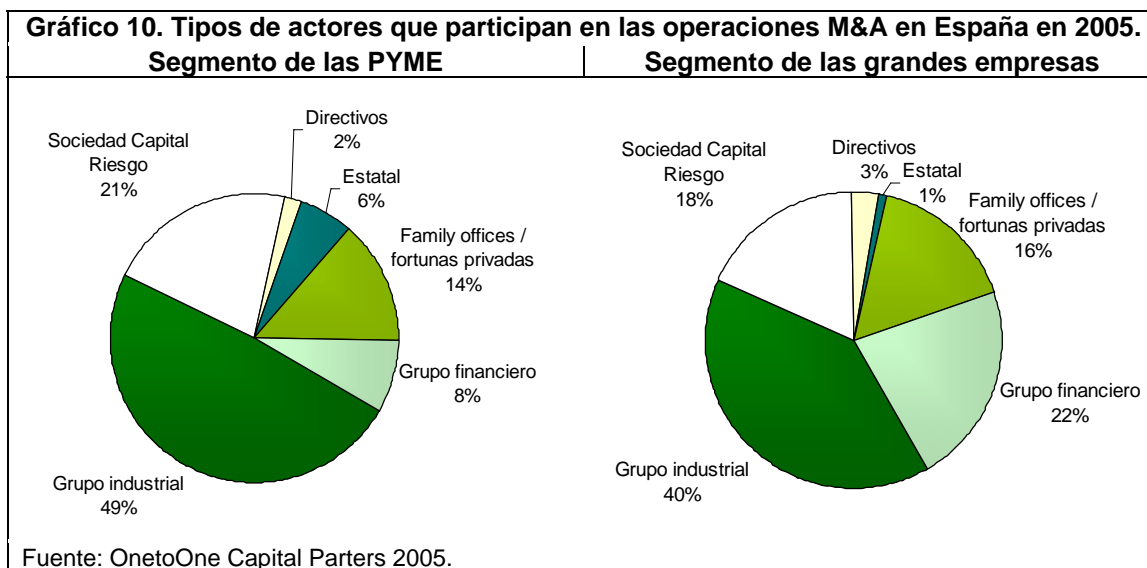
**Tabla 9. Porcentaje de PYME que realizaron M&A sobre el total de PYME. Algunos países europeos, 2005.**

Países	% de operaciones sobre total PYME
España	1,2%
Francia	1,4%
Alemania	0,8%
Países Nórdicos	2,2%
Benelux	1,7%
Reino Unido	3,1%
Italia	1,6%
<b>Media</b>	<b>1,7%</b>

Fuente: OnetoOne 2006 y Thomson Financial

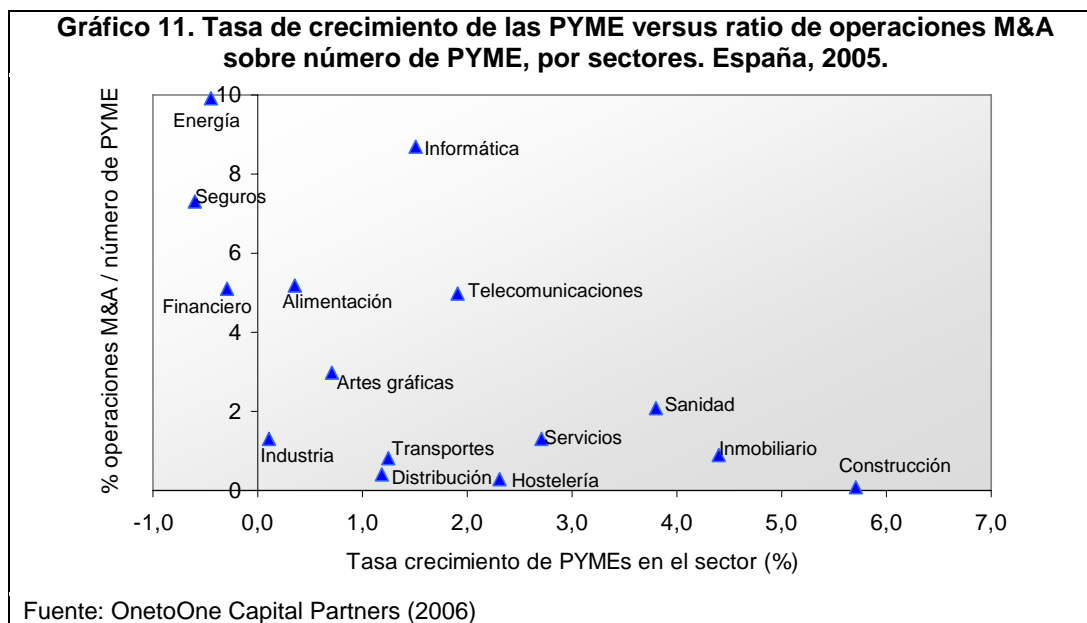
En España, el 82% de las operaciones M&A fueron de compraventa y solo el 4% fueron fusiones entre empresas. Entre las operaciones de compraventa de PYME, los principales participantes fueron los grupos industriales (49%) y las sociedades de capital riesgo (21%). En las empresas grandes estos porcentajes ascienden al 40% y al 18%, respectivamente. Los grupos financieros son en este caso más importantes que las sociedades de capital riesgo, con un 22% (ver gráfico 10).

<sup>6</sup> Obtuvieron los datos basándose en las operaciones que ellos coordinaron, en noticias aparecidas en prensa y en movimientos en el accionariado observados en el Registro Mercantil. Estiman que esta cifra recoge aproximadamente el 70% de las que en realidad ocurrieron.



Los sectores económicos sujetos a fuertes presiones competitivas o con un bajo crecimiento del número de empresas son los que concentraron el mayor número de transacciones M&A en 2005. El 59% de las operaciones de compraventa en España en dicho año se concentraron en los sectores de industria, servicios empresariales y alimentación. En el caso del sector industrial, el porcentaje de operaciones de compraventa entre PYME sobre el total de PYME resulta insuficiente (solo un 1,7%, frente al 9% del informático o el 10% de la energía).

El gráfico 11 combina el crecimiento empresarial del sector con el ratio de operaciones del mismo. Los sectores construcción e inmobiliario son los que más crecen (en número de nuevas empresas) y unos de los que menor número relativo de operaciones M&A presentan sobre el total de empresas de su sector (0,5% y 1%). Por el contrario, el sector asegurador, el de energía, el de telecomunicaciones y el informático muestran un moderado o bajo crecimiento en número de empresas, pero elevados ratios de operaciones de concentración. Por tanto, las operaciones de compraventa se realizan en los sectores sometidos a mayores presiones competitivas, es decir, se trata de operaciones defensivas. Llama la atención el estancamiento que se viene produciendo en la industria española, en la que prácticamente ni ha habido operaciones de compraventa ni ha crecido por si misma. Esto pone en peligro la competitividad del sector.



Los principales detonadores de las fusiones y adquisiciones varían de sector a sector. Así, el elevado ratio del sector energético se debe principalmente a la necesidad de posicionarse en las nuevas fuentes de energía. En el sector informático y de telecomunicaciones, los detonantes son la constante innovación y la exigencia de las economías de conocimiento. En cambio, la fuerte actividad en M&A del sector asegurador se explica a través del crecimiento producido en las primas devengadas y de la fuerte competencia (lucha por clientes, por nuevas redes de distribución y por la penetración en otras áreas geográficas). El elevado ratio de operaciones que presenta el sector de la alimentación en casi todos sus subsectores se explica por la gran competencia, tanto en el mercado interno como por parte de empresas extranjeras, a la que se ve sometido. A esto se une la fuerte necesidad de controlar las cadenas de suministro, de contar con una adecuada distribución de la mercancía, de diversificar sus productos y de consolidar sus marcas.

Según OnetoOne, las firmas de capital riesgo participaron en 2005 en el 21% de las M&A que se cerraron en España en el segmento de las PYME, superando la participación del capital riesgo en las grandes operaciones, que se situó en el 18%.

Las previsiones de crecimiento de las fusiones y adquisiciones en España son muy optimistas. OnetoOne estima que en los próximos años las operaciones entre PYME se incrementarán un 40%, y que, a medio plazo, el crecimiento será del 100%, impulsado por la necesidad de reestructuración del sector industrial español, dados los nuevos retos que supone la ampliación de la UE y la mayor competencia impuesta por la globalización.

## 6. Medidas públicas de impulso de las fusiones y adquisiciones

Como ya se ha mencionado, la concentración de empresas puede ser beneficioso para la productividad y la I+D empresariales, pero también puede perjudicar el bienestar total si la operación refuerza el poder de mercado, dañando la libre competencia y aumentando los precios de los productos sin aumentar su calidad. El poder de monopolio induce a la ineficiencia y el derroche, y se necesita cierto grado de rivalidad para mantener un buen ritmo de innovación en la industria. Las fusiones horizontales son a priori las más perjudiciales para la competencia de mercado, si bien el resto de fusiones pueden resultar también anticompetitivas. Incluso aunque no se produzca una operación de concentración, las empresas de una industria pueden tener incentivos para coludir de forma tácita o explícita, mediante estrategias de recompensa y castigo, y mantener así precios elevados, actuando de manera contraria a lo que dicta la eficiencia económica.

Por este motivo, existen las políticas de defensa de la competencia, dirigidas hacia el fomento de la eficiencia económica. La actuación de estas políticas consiste en el control de las fusiones *ex ante* y *ex post*. Antes de que se produzca la fusión, las autoridades intentan preservar unas estructuras de mercado propicias para la competencia (a través de desinversiones o de mejoras en el acceso de los derechos de propiedad intelectual). De manera *ex post*, las políticas de defensa de la competencia controlan las prácticas restrictivas (acuerdos para la fijación de precios o reparto del mercado en cárteles) y los precios abusivos (intentos de monopolizar o excluir empresas del mercado), e intentan facilitar la rivalidad horizontal (Calmfors, 2006).

A priori, y en base a las motivaciones que sustentan las fusiones y adquisiciones, las políticas públicas deberían centrarse en potenciar aquellas F&A basadas en motivaciones económicas y en desincentivar las operaciones basadas en otros motivos:

- En el caso de las motivaciones económicas, no es necesario incentivar de manera explícita la fusión o adquisición, ya que ésta representará beneficios para la empresa por sí sola. Sin embargo, sí debe controlarse que no haya abuso de posición dominante (leyes antimonopolio nacionales y comunitarias ya existentes). En general, a las empresas medianas y pequeñas no cotizadas en Bolsa les resulta más difícil que a las grandes implicarse en procesos de concentración, ya sea por falta de formación, de conocimiento o de tiempo. Por eso, debería dotarse a los empresarios de la formación suficiente para valorar adecuadamente su empresa, para ser conscientes de los verdaderos retos a los que se enfrentan y para ser capaces de encontrar rápidamente socios para su negocio. Asimismo, podría ser interesante potenciar agentes que actúen como intermediarios entre las PYME que quieran vender su negocio y los agentes que busquen PYME para comprar (intentando minimizar la comisión del intermediario). No debe olvidarse que, en ocasiones, la adquisición de una empresa no tiene por qué ser la mejor



opción para acceder a nuevas tecnologías, mercados o productos, y que los acuerdos de cooperación pueden resultar una mejor vía alternativa.

- Para minimizar las F&A cimentadas en motivos de índole personal del gestor, algunas medidas a tomar serían aumentar el control y grado de responsabilidad del consejo empresarial o vincular los salarios de los gestores a los beneficios, rentabilidad o resultados de la empresa, pero no a su dimensión. Lo ideal es que el mercado reconozca y castigue por sí solo las operaciones no basadas en motivaciones económicas, de modo que si el gestor lo anticipa, no tendrá incentivos a actuar de esta manera. Para evitar que las F&A sean el resultado de utilizar un exceso de liquidez, debe potenciarse el capital riesgo, ya que es preferible que este capital se invierta para participar de forma temporal en empresas en crecimiento que para realizar operaciones no basadas en criterios de eficiencia.

Las M&A realizadas por empresas españolas se ven sometidas a la regulación nacional o a la comunitaria, dependiendo de la dimensión de la operación. Así, la Comisión Europea tiene autoridad sobre las operaciones con facturación combinada anual superior a los 5 millardos de euros o facturación en la UE de cada una de al menos dos de las empresas más grandes de 250 millones de euros. Si cada una de las empresas tiene más de dos tercios de sus ventas en la UE en un mismo Estado miembro, entonces ese Estado tiene la jurisdicción.

El procedimiento de las políticas de defensa de la competencia es similar en Estados Unidos y en Europa. En ambas regiones se empieza por definir el mercado (geográfico y de producto) relevante y se procede a calcular la cuota de mercado y los indicadores de concentración. Sin embargo, en Europa el objetivo de la eficiencia se ha entrelazado con otros objetivos como la integración, la promoción de las PYME o el fomento de la innovación y competitividad exterior de las empresas europeas. Así, en Europa, bajo la antigua regulación de fusiones (operativa desde 1989 hasta 2004) se actuaba según el siguiente dictamen: “una concentración que no cree o fortalezca una posición dominante como resultado de la cual se dificulta la competencia significativamente en el mercado común ... se declarará compatible con el mercado común”. En cambio, las leyes americanas y británicas no son tan estrictas. Una fusión sólo sería cuestionada si “disminuyese sustancialmente la competencia”. Así, permiten realizar fusiones horizontales en mercados concentrados si las autoridades creen que la entrada futura va a impedir incrementos en precios post-concentración.

Bajo la antigua regulación europea hubo un periodo a finales de los años 90 en el que la intervención pública fue muy intensa, triplicándose las transacciones prohibidas con respecto a la primera mitad de la década. En el año 2004, la Comisión introduce una nueva regulación de fusiones que intenta determinar de manera más exacta y próxima a las prácticas americanas la disminución de la competencia, así como reforzar los derechos de proceder de las partes y aumentar el poder de la Comisión para investigar y ejercer control interno. Estos cambios introducen más comprobaciones y control, y dan mayor importancia al análisis económico. Su máxima es: “solo se prohibirán las

F&A en la medida en que potencien el poder de mercado de las empresas, de forma que sea probable que provoque consecuencias perniciosas para los consumidores, en la forma de precios más elevados, productos de inferior calidad o menor elección". Para favorecer el carácter transnacional de las fusiones en el seno europeo, en 2005 se promulga una directiva que reduce el coste de este tipo de operaciones para cualquier sociedad de capital.

En el ámbito nacional, la normativa específica sobre concentración empresarial también ha ido evolucionando en el tiempo. La ley 76/1980, anterior al ingreso de España en la Comunidad Económica Europea, fomentó la concentración empresarial de sociedades anónimas mediante incentivos fiscales. La ley 7/2003 reformó el marco jurídico de las sociedades de responsabilidad limitada, facilitando la entrada del capital riesgo en empresas de menor tamaño. Está previsto que a mediados de 2007 entre en vigor una nueva ley de OPAs que reforme la de 1988. Su principal objetivo teórico es proteger los intereses minoritarios para que éstos puedan beneficiarse de las posibles primas de control. Sus aspectos más relevantes serán que desaparecen las OPAs parciales obligatorias (aunque podrán presentarse de manera voluntaria) y que será obligatorio lanzar una OPA por el 100% del capital de una sociedad cuando se adquiera al menos el 30% del derecho de voto o cuando la participación aumente en al menos un 5% en 12 meses<sup>7</sup>. Además, se eliminan automáticamente las restricciones de voto en caso de OPA hostil si el comprador alcanza el 75% o más de los derechos de voto, y no se prohibirán las medidas defensivas preventivas o blindajes de capital. Los tribunales de defensa de la competencia de las Comunidades Autónomas podrán dar su opinión sobre las operaciones (si bien no será vinculante), así como recurrir la decisión final. Además, a principios del año 2007 se creó el Observatorio Español de OPAs, cuyos objetivos son analizar el desarrollo de la legislación sobre OPAs en España.

---

<sup>7</sup> La regulación actual obliga a la OPA total cuando se tengan participaciones del 50% o la intención de designar a más de la mitad del consejo.

## 7. Conclusiones

La globalización y la revolución en las tecnologías de la información, con la consecuente ampliación de mercados y reducción en los costes del comercio que originan, han impuesto la reestructuración de muchos sectores económicos.

Las fusiones y adquisiciones constituyen uno de los principales instrumentos utilizados por las empresas para llevar a cabo el cambio estructural que necesitan, y para aumentar su tamaño de manera rápida. Este tipo de operaciones representan una oportunidad para alcanzar economías de escala y de alcance y para aumentar la capacidad innovadora de la empresa. A través de las F&A, las empresas pueden acceder a nuevos canales de ventas, entrar en nuevos mercados o adquirir capacidades y recursos clave para su prosperidad futura. Sin embargo, las empresas también utilizan la concentración para aumentar su poder de mercado, perjudicando a consumidores –con mayores precios y menor calidad de los productos y una menor capacidad de elección- y a la libre competencia –repercutiendo así de forma negativa en la innovación, la eficiencia y la productividad.

El reto de las políticas públicas consiste en permitir la reestructuración necesaria en ciertos sectores y el incremento en el tamaño empresarial, protegiendo al mismo tiempo la competencia. En la Europa continental, la legislación de defensa de la competencia es más estricta que en Estados Unidos o el Reino Unido, al considerar en la decisión de aprobación de la operación otros factores distintos del perjuicio de la competencia efectiva, tales como la integración europea o la promoción de las PYME.

Las empresas deben evitar basar su decisión de fusión o adquisición en factores de corto plazo, como el ahorro en costes, o en motivaciones de índole personal o de especulación. Asimismo, deben comprender que la probabilidad de éxito de una F&A se incrementa cuando el entendimiento del negocio adquirido es elevado, cuando las estructuras y el diseño organizativo son apropiados y cuando los sistemas de compensaciones e incentivos son los adecuados.

Actualmente nos encontramos en un momento histórico en el ámbito de las fusiones y adquisiciones, al superar el volumen invertido en 2006 el anterior récord, que databa del año 2000, fruto de la burbuja tecnológica. Los principales responsables de este hecho son las operaciones transfronterizas, cuya dimensión crece de año en año. Dichas operaciones se producen fundamentalmente entre los países más desarrollados del mundo, si bien la importancia de las regiones asiáticas como destino preferente es creciente, como consecuencia de la globalización y la apertura de mercados.

Las empresas españolas se encuentran entre las más activas del mundo en F&A transnacionales, sobre todo debido a las megaoperaciones acaecidas en los sectores energético, bancario y de telecomunicaciones. Sin embargo, esta pauta todavía es poco común entre las PYME, que se concentran principalmente por motivos

defensivos y en aquellos sectores que experimentan una baja rotación empresarial. La estructura empresarial española está demasiado sesgada hacia las PYME<sup>8</sup>, lo que repercute negativamente en la competitividad, productividad y grado de innovación del país. Por tanto, para fortalecer las empresas nacionales frente a la creciente competencia exterior es necesario potenciar las fusiones y adquisiciones en este segmento. La nueva ley de OPAs sigue este camino, pero el trecho que dista por recorrer hasta el nivel óptimo aún es largo.

La reestructuración del tejido empresarial europeo tampoco se está produciendo a la velocidad y profundidad esperados, a pesar de la favorable evolución de las F&A. La mayor parte de la concentración empresarial sucede entre empresas de un mismo país y la importancia relativa de las fusiones intraeuropeas ha disminuido desde 1990, como consecuencia de la falta de transparencia legislativa, las dificultades de integración, las diferencias idiomáticas, la falta de movilidad geográfica y las distintas prestaciones sociales. Por tanto, los decisores públicos deberían considerar estas taras a la hora de diseñar las políticas europeas más adecuadas.

Además, las políticas europeas deberían estar menos influenciadas por presiones de grupos de interés y gobiernos nacionales. Tendrían que eliminarse los obstáculos a las fusiones hostiles (que denotan que el mercado de control corporativo goza de buena salud) y a las fusiones transfronterizas (que sirven para controlar el incremento de la concentración en el mercado nacional). Así, debería debatirse la idoneidad de crear una Agencia Europea para la defensa de la competencia que sea independiente, similar a la Comisión Federal de Comercio de Estados Unidos. Ya a nivel internacional, existe un extenso debate sobre si la regulación antimonopolio debería desplazarse desde el foco tradicional del poder de mercado y la eficiencia productiva hacia otro más moderno que incorpore la innovación y la eficiencia dinámica.

Aunque se ha avanzado mucho en este aspecto, los retos a los que se enfrentan las políticas no son pocos. El resultado de las propuestas influirá de modo determinante en la competitividad empresarial nacional y de nuestro entorno, y por ende en el bienestar social, por lo que las políticas deberían diseñarse y adoptarse con cuidado y precisión.

---

<sup>8</sup> Las PYME españolas representan el 99,9% del total de empresas nacionales (frente al 99,8% de la UE-25). Dan empleo al 79,1% de los empleados nacionales totales (en la UE, el 67,7%). Facturan el 69% del total facturado (58% en la UE). Su valor añadido es el 68% del total, frente al 57% de la UE. Datos de Eurostat referentes al año 2003.

## Glosario de términos

Fusión horizontal: fusión entre empresas cuyos productos se encuentran en el mismo mercado competitivo.

Fusión vertical: fusión entre empresas localizadas en distintos escalones del ciclo productivo, con una empresa produciendo inputs que la otra utiliza. Puede ser “hacia delante” o “hacia atrás”.

Conglomerado: fusión entre empresas con diferentes líneas de negocio. El objetivo es lograr una mayor rentabilidad del capital y disminuir el riesgo.

## Bibliografía

Abellan D (2004) Mergers and Acquisitions: a survey of motivations. Documento de trabajo 0401. Universidad Complutense de Madrid.

Andrade G, Mitchell M y Stafford E (2001) New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives* 15:2, 103-120.

Atlas Capital. Nota de prensa 2006. El volumen de fusiones y adquisiciones en España aumentó un 70% en 2006.

Baldwin J y Gorecki O (1990) Mergers Placed in the Context of Firm Turnover. Bureau of the Census. Washington, D.C. U.S. Department of Commerce, pp. 53-73.

Banerjee A y Eckard WE (1998) Are Mega-Mergers Anticompetitive? Evidence From the First Great Merger Wave. *RAND Journal of Economics* 29:4, 803-827.

Berger P y Ofek E (1995) Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* 37: 39-65.

Berkovitch E y Narayanan M (1993) Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. *Journal of Financial Economics* 11: 51-83.

Calmfors L, Corsetti G et al (2006) Fusiones y Política de Defensa de la Competencia en Europa. Occasional Paper nº 07/5 IESE Business School – Universidad de Navarra.

Cassiman B (2005) El impacto de las fusiones y adquisiciones en la innovación. *Universia Business Review – Actualidad Económica* 1698-5117.

Cefis E (2005) Effects of Acquisitions on Product and Process Innovation and R&D Performance.

Cosh A, Hughes A y Singh A (1980) The Causes and Effects of Takeovers in the United Kingdom: An Empirical Investigation for the Late 1960s at the Microeconomic Level, En: Mueller DC, ed., *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*, Cambridge, Mass.: Oelgeschlager, Gunn & Hain, pp. 227-70.

Daunt J (2002) Mergers and Acquisitions: A Strategy for High Technology Companies. Fenwick & West LLP.

Eckbo EB (1983) Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics* 11, 241-274.

Ezzamel M (1998) Discussion of International Diversification and Firm Value. *Journal of Business, Finance & Accounting* 25(9-10): 1284-1285.

Grimpe G (2006) Technology Transfers in Firm Acquisitions: The Role of Research and Development. Centre for European Economic Research (ZEW).

Gugler K y Yurtoglu BB (2004) The Effects of Mergers on Company Employment in the USA and Europe. *The International Journal of Industrial Organization* (22): 481-502.

Gugler K y Mueller DC (2002) The Effects of Mergers: An International Comparison. *The International Journal of Industrial Organization* 21(5): 625-653.

Hagedoorn J, Duysters G (2000) The Effects of Mergers and Acquisitions on the Technological Performance of Companies in a High-tech Environment. *Technology Analysis and Economic Management* 14(1): 67-85.

Hosken D y Simpson JD (2001) Have Supermarket Mergers Raised Prices? An Event Study Analysis. *International Journal of the Economics of Business* 8(3): 329-342.

Hou K, Olsson P y Robinson D (2000) Does Takeover Increase Stockholder Value? Mimeo, University of Chicago.

Hughes, A (1989) The Impact of Merger: A Survey of Empirical Evidence for the UK: En: Fairburn J y Kay J, eds., *Mergers and Merger Policy*. Oxford University Press.

Jarrell GA y Poulsen AB (1989) The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades. *Financial Management* 18, 371-407.

Kaplan SN (2006) Mergers and Acquisitions: A Financial Economics Perspective. Prepared for the Antitrust Modernization Commission Economist's Roundtable on Merger Enforcement.

Lehto E y Böckerman P (2006) Enemy of Labour? Analysing the Employment Effects of Mergers and Acquisitions. MPRA Paper N° 1812.

Makismovic V y Phillips G (2001) The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and are there Efficiency Gains? *Journal of Finance* 2020-2065.

McDougall FM y Round DK(1986) The Determinants and Effects of Corporate Takeovers in Australia, 1970-1981, Victoria: Australian Institute of Management.

McGuckin RH y Nguyen SV (1995) On Productivity and Plant Ownership Change: New Evidence from the Longitudinal Research Database. *RAND Journal of Economics* 26:2, 257-276.

Meeks G (1977) *Disappointing Marriage: A Study of the Gains From Merger*. Cambridge University Press.

Mueller DC (1980) The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison. Cambridge, MA: Oelgeschlager, Gunn, & Hain.

Mueller DC (1985) Mergers and Market Share. *Review of Economics and Statistics* 67: 259-67.

OnetoOne Capital Partners (2006) Informe Fusiones y Adquisiciones en la PYME.

Peer H (1980) The Netherlands, 1962-1973. En: Mueller DC, ed., *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*, Cambridge, Mass.: Oelgeschlager, Gunn & Hain, pp.163-91.

Ravenscraft DJ (1983) Structure-Profit Relationships at the Line of Business and Industry Level. *Review of Economics and Statistics* 65, 22-31.

Ravenscraft DJ y Scherer FM (1987) *Mergers Sell-Offs and Economic Efficiency*. The Brookings Institution, Washington, D. C., 1987.

Roll, R (1986), *Hubrid Hypothesis of Corporate Takeovers*, *Journal of Business*, 59, 197-216.

Shleifer A y Summers LH (1988) *Breach of Trust in Hostile Takeovers*. En: Auerbach A (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, IL.

Siegel DS y Simons KL (2006) *Assessing the Effects of Mergers and Acquisitions on Firm Performance, Plant Productivity and Workers: New Evidence from Matched Employer-Employee Data*. Rensselaer Working Papers in Economics.

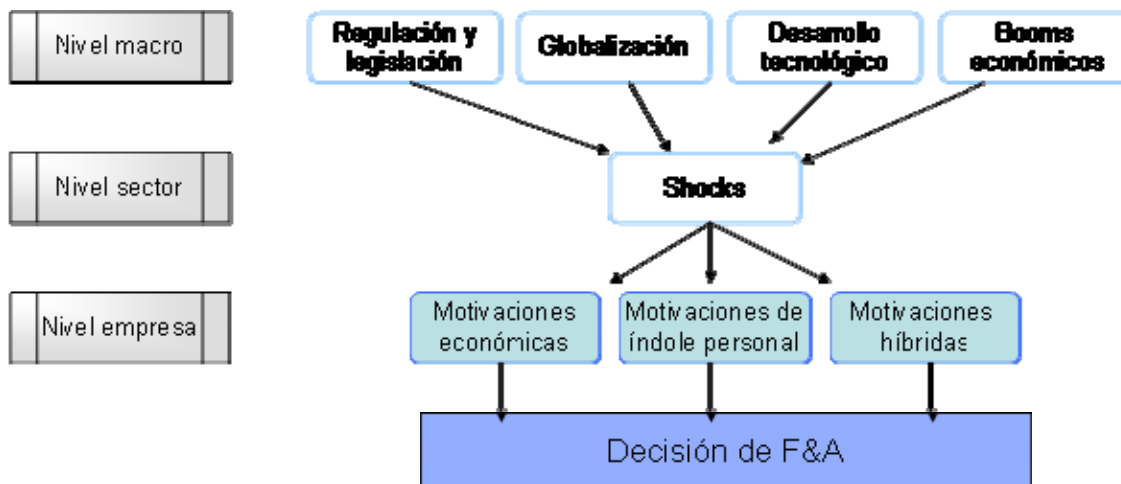
Steward JF y Kim S-K (1992) *Price Changes and Mergers in U.S. Manufacturing 1985-86*. En D. Audretsch and J. Siegfried eds. *Empirical Studies in Industrial Organization: Essays in Honor of Leonard W. Weiss*, Norwell, MA: Kluwer Academic Publishers, 77-96.

UNCTAD (2006) *World Investment Report. FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development*.



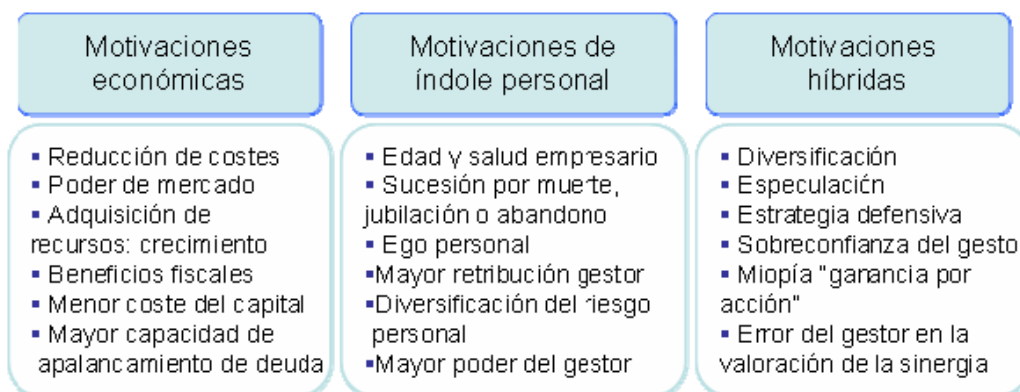
**Anexo**

**Gráfico 1. Motivaciones de las fusiones y adquisiciones a nivel macro, sector y empresa.**



Fuente: Ali-Yrkkö, 2002

**Gráfico 2. Motivaciones de las fusiones y adquisiciones a nivel empresa.**



Fuente: Abellán, 2004