

**ESTUDIO MULTIDISCIPLINAR DE LOS
PROCESOS DE CONCENTRACIÓN
EMPRESARIAL: DISEÑO DE UNA BASE
DE DATOS DE FUSIONES**

Fernando Crecente Romero

SERIE

ENSAYOS

03/2007



INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANALISIS

ECONOMICO Y SOCIAL

Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225 Fax (34)918855211

E-mail: servilab@uah.es



Universidad
de Alcalá

ENSAYOS

La serie Ensayos que edita el Instituto de Análisis Económico y Social (SERVILAB), incluye avances relacionados con alguna de las investigaciones de los proyectos actualmente en curso en el Instituto.

Los Ensayos se encuentran disponibles en Internet

http://www.servilab.org/iaaes_sp/publicaciones.htm

ISSN: 1988-1606

ÚLTIMOS ENSAYOS PUBLICADOS:

**EN-01/07 CRECIMIENTO ECONÓMICO E INNOVACIÓN EN SERVICIOS:
IMPLICACIONES PARA EUROPA**

Jorge Gallego.

**EN-02/07 LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA Y EL CRECIMIENTO, TEORÍA Y
EVIDENCIA EN LA UE**

Estefano Visintin.



**INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS
ECONÓMICO Y SOCIAL**

Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225 Fax (34)918855211
Correo electrónico de contacto: servilab@uah.es
Página WEB: www.servilab.org



ESTUDIO MULTIDISCIPLINAR DE LOS PROCESOS DE CONCENTRACIÓN EMPRESARIAL: DISEÑO DE UNA BASE DE DATOS DE FUSIONES

RESUMEN:

Con el estudio multidisciplinar de las fusiones se pretende indagar en los diferentes campos de investigación que suponen los procesos de concentración empresarial, desde la perspectiva estratégica de la empresa, con sus implicaciones en la creación de valor, hasta sus consecuencias en el campo organizativo y económico financiero. Para eso se analiza la forma en la que se regulan estos procesos desde el punto de vista contable y desde la Unión Europea con las normas de derecho de la competencia. Por otro lado, además de justificar los motivos de las mismas y su evolución histórica se propone el diseño de una base de datos de empresas españolas que se hayan fusionado en el año 2001 como forma de mitigar la escasa información empresarial no desagregada, que permitirá el desarrollo en próximas investigaciones de análisis sobre sus magnitudes económicas con un horizonte temporal suficiente para saber si estos procesos han contribuido al crecimiento económico y de sus inversores y agentes implicados en la fusión.

PALABRAS CLAVE: fusión, crecimiento externo, OPA, integración de culturas, combinación contable de empresas, derecho de la competencia

ABSTRACT:

This working paper tries to deep into the different fields of research involving Mergers and Acquisitions (M&A) processes. An strategic perspective is used, taking into account the implications on the value creation, to assess the consequences in the organizational and financial areas. In order to achieve this goal, from an accountable approach, the way in which these processes are regulated within the European Union is analyzed. First, it is justified the basis of the competence rules and their historical patterns. Secondly, it is proposed a database of Spanish firms which have been merged during 2001. The objective is to complete the missing information relative to this field of research, allowing future studies to analyze if this kind of processes have raised the welfare of investors and other economic agents involved in them and to assess if they have contributed to economic growth or not.

KEY WORDS: merger, external growth, OPA, integration of cultures, accounting business combination, right of the competition

AUTORES:

FERNANDO CRECENTE ROMERO, Ayudante de Investigación Universidad de Alcalá, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social - SERVILAB. (fernando.crecente@uah.es)



ÍNDICE

1. Introducción	5
2. Conceptos previos sobre los procesos de concentración empresarial. 6	
2.1 Tipos de concentración empresarial.....	6
2.2 Definiciones básicas de las fusiones.....	11
3. Evolución histórica de los procesos de fusión.	13
3.1 Perspectiva internacional:	13
3.2 Situación española:.....	15
4. Motivos para llevar a cabo un proceso de fusión o adquisición empresarial.	19
5. Implicaciones contables de los procesos de fusión.....	26
6. La regulación jurídica en el marco de la unión europea.	31
7. Repercusión en el colectivo de agentes afectados por un proceso de fusión.	35
8. La dimensión institucional y social de los procesos de fusión o concentración empresarial.....	39
9. Motivos por los cuales pueden fracasar las fusiones.....	43
10. Estudios de carácter cualitativo y cuantitativo previos:	46
11. Creación de la Base de Datos:	52
11.1 Obtención y tratamiento de los datos.....	52
11.2 Problemas de trabajar con datos contables:	64
11.3 Otras bases de datos:.....	65
12. Conclusiones y consideraciones finales.....	67
13. Bibliografía y bibliolinks.....	72
1. Referencias legislativas.	72
2. Artículos e investigaciones.	73

1. INTRODUCCIÓN

Las fusiones y adquisiciones de otras empresas es una de las alternativas con las que se encuentran las empresas para crecer, de manera externa, aunque tradicionalmente solían ser las grandes empresas las que se decantarán por esta vía, en los últimos años estos procesos están siendo llevados a cabo en una mayor medida por PYME, consecuencia de la mayor concienciación empresarial de los gestores de las mismas. De esta forma consiguen alcanzar un tamaño suficiente que les permita competir dentro de la cada vez más globalizada economía, pero el error en muchos de estos procesos es precisamente pensar en que con un tamaño mayor se logra incrementar la competitividad de la empresa. Para que este proceso acabe con éxito hay que decidir que motivación nos lleva a optar por esta estrategia, y en especial someter nuevamente la organización a un proceso de reestructuración tras la combinación de los negocios.

Para analizar ese proceso en este trabajo se profundizará en las distintas dimensiones de las fusiones, así como los principales motivos por los cuales se utiliza esta forma de crecimiento empresarial, destacando también los principales obstáculos históricos con los que se han encontrado. En relación a las dimensiones se mostrará su impacto en la dimensión social e institucional de las empresas, en especial en su conjunto de valores; y su relevancia en la dimensión económica y de control de costes, junto con su repercusión en el campo de la tributación empresarial y la problemática normativa en el campo de lo jurídico. También se profundizará en su reflejo contable, como consecuencia de los cambios habidos tras la difusión de las NIIF y el impacto en los inversores de empresas que se fusionan en caso de que estas sean cotizadas en mercados secundarios.

Resulta necesario abordar el estudio de las fusiones de manera interdisciplinar, ya que abordar el tema desde una perspectiva financiera, ayudaría a determinar ítems para conocer por ejemplo el perfil de empresa que es objeto de adquisición, o que tipo de ratios económicos mejorarían, pero esas mejoras económicas puede ser que no vayan asociadas a la dimensión social de la realidad económica, por lo que los efectos de las fusiones no sólo deben valorarse con una perspectiva de corto plazo (mejora de costes, alcanzar a un mercado potencial, eliminar la competencia), sino también el medio plazo, vinculado estrechamente a la categoría social, y por tanto, del buen término de la fusión. De la misma manera que en el medio/largo plazo hay que examinar unos procesos de cambio con un gran potencial de desarrollo, en especial, los avances tecnológicos, o los cambios políticos y económicos que se están dando en la Europa del este que puede influir

de manera muy directa en el transcurso de los procesos de concentración de los próximos años.

Desde un lado más práctico, la otra finalidad de este trabajo es la construcción de una base de datos sobre empresas españolas que se han fusionado. Dada la amplitud que podría tomar dicha base esta se ha elaborado para el conjunto de empresas que se fusionaron en el año 2001, ya que con esta base se permitiría conocer en base a la utilización de ratios financieros como se han comportado estas empresas una vez que se ha producido la fusión, esto es, sin han contribuido a la generación de valor. La justificación de esta base de datos radica en la dificultad que la literatura económica ha puesto de manifiesto sobre la escasez de datos a nivel macroeconómico, ya que la mayor parte de los estudios ofrecen magnitudes agregadas, con las limitaciones que eso produce.

2. CONCEPTOS PREVIOS SOBRE LOS PROCESOS DE CONCENTRACIÓN EMPRESARIAL.

2.1 Tipos de concentración empresarial.

El crecimiento de las empresas puede realizarse de manera tanto externo o interno. El crecimiento interno es el que se realiza con la finalidad de mejorar las inversiones en el seno de la empresa, aumentando su capacidad productiva, mientras que el crecimiento externo como consecuencia de las adquisiciones, fusiones o alianzas con otras empresas, da lugar a la integración empresarial. De hecho, en una primera fase el crecimiento suele ser interno, pero cuando la empresa alcanza una dimensión importante, junto con este autocrecimiento suele aparecer como alternativa el crecimiento externo mediante la concentración con otras empresas.

Según Bueno y Morcillo (1993) con la adquisición de tamaño empresarial se consiguen además de elementos de eficiencia (como las economías de escala) mediante factores técnicos y estratégicos, además se logra una fuerza competitiva a través de los que se denominan los agentes frontera (clientes, proveedores, sindicatos, etc.). No obstante para medir el desarrollo de concentración que existe en un sector elaboraron un índice denominado grado de concentración, consistente en un índice discreto que mide la cuota de mercado controlada por las mayores empresas del sector, y como si de un semáforo se tratará se establece mecanismos de control de ese grado de concertación. Si es superior al 80% (rojo) hay un peligro grave y probable para la competencia, si es entre 80% y 40% (naranja-amarillo) hay una situación de máxima atención y vigilancia, y si es inferior al 40% (verde) es una situación de tranquilidad.

Como ya hemos expresado con los procesos de fusión y adquisición las empresas lo que buscan es el crecimiento de manera externa a la propia empresa. No obstante, la fusión es sólo un instrumento que se puede utilizar, pero las compañías cuentan con otros medios, que describiremos brevemente, siendo el denominador común en la mayoría de estas operaciones la cooperación empresarial. La cooperación empresarial consiste en un acuerdo entre distintas empresas a través del cual tratan de unir sus esfuerzos y aprovechar las ventajas que surgen de actuar conjuntamente. Pueden ser de la siguiente manera (Mascareñas, 2005):

- **Cooperación productiva:** las empresas competidoras a veces cooperan en actividades de producción para obtener economías de escala, o compartir riesgos y recursos.
- **Cooperación comercial:** Las economías de escala también se consiguen, cuando varias empresas forman una central de compras para negociar conjuntamente la adquisición de los materiales que necesitan y conseguir unas condiciones más ventajosas.
- **Cooperación tecnológica:** La cesión de una patente para su explotación a cambio del pago de un precio o Royalty, o la actividad de asistencia técnica, mediante la cual la empresa contrata la realización de ciertos servicios (mantenimiento).

Por tanto, las formas de concentración empresarial que pueden darse son variadas, según la forma en la que se produzca, quienes son los que se agrupan, la disposición posterior de los recursos existentes, etc. Estos parámetros permiten establecer esta clasificación:

a. Por la concentración de recursos:

1. Concentración de carácter técnico: aquellas que comparten los medios de producción o procesos técnicos de los que van a colaborar, optimizado el potencial de funcionamiento de los equipos implicados, logrando alcanzar economías de escala.
2. Concentración de carácter financiera: En este las sociedades que deciden colaborar aportan únicamente unos capitales financieros, de tal forma que el resto de recursos productivos de los que disponen permanecen independientes, por lo que la finalidad es ocasiones abaratar el acceso a determinadas inversiones de carácter permanente.

b. Por la concentración de sociedades intervinientes en un proceso productivo.

1. Integración de sociedades: supone la pérdida de personalidad jurídica de al menos uno de los participantes. Sus variantes son la fusión pura o la fusión por absorción.
 - La fusión por absorción: Esta se caracteriza porque una de las sociedades, la denominada absorbente, acoge el patrimonio y

los socios de las demás (salvo separación de los mismos). Para que esto se logre esta sociedad debe ampliar su cifra de capital social, entregando los títulos emitidos a cambio del patrimonio que se recibe a los socios de las sociedades que se disuelven, denominadas como sociedades absorbidas, convirtiéndose estos en socios de la sociedad absorbente. La forma en la que contablemente se logra esto es a través del canje de los títulos viejos de las sociedades que desaparecen por los nuevos valores emitidos por la sociedad absorbente.

- La fusión por creación de una nueva sociedad: Aquí se crea una nueva sociedad que es la que recibe tanto el patrimonio como los socios de las sociedades que se extinguen. Para esto las sociedades que han decidido fusionarse deben disolverse, pasando a ser sus socios ahora de la nueva sociedad creada mediante el canje de sus títulos antiguos por los nuevos emitido por la sociedad creada para tal efecto.
- 2. Por participación de sociedades: cuando una empresa adquiere una parte de las acciones de otras sociedades. Según el porcentaje de capital adquirido pueden distinguirse dos grandes tipologías de adquisiciones:
 - Control mayoritario: cuando se adquiere más del 50% del capital social.
 - Control minoritario o especulativo: cuando el porcentaje es inferior al 50%.
 - Creación de empresas multigrupo: si la participación se hace a través de una empresa denominada matriz, que adquiere más del 50% de las otras empresas, denominadas filiales, con la finalidad de ejercer el control sobre las decisiones que en ellas se tomen, el grupo que se forma se conoce como **Holding**.
 - Aportación de ramas de actividad.
 - Joint venture.
 - Cesión total o parcial de activos y pasivos.

c. A través de fórmulas jurídicas expresas

O a través de acuerdos en mayor o menor medida explícitos de asociaciones de empresas (Larriba, 2000) .

- Unión temporal de empresas: asociación que forman dos o más empresas para formar un proyecto concreto de duración limitada, siendo la responsabilidad de cada una de las empresas solidaria. Una vez que ha finalizado el proyecto se disuelve la sociedad creada "ad hoc". Entre otras características destaca el hecho de carecer de personalidad jurídica, tributar en régimen de transparencia fiscal con ciertas peculiaridades, y inscribirse en un registro especial del Ministerio de Economía.

- Agrupaciones de interés económico: A diferencia de las uniones temporales de empresas es que tienen carácter mercantil y además están dotadas de personalidad jurídica. Por su parte carecen de ánimo de lucro, estando sus socios obligados a aportar los medios necesarios para poder desarrollar la actividad, además de no poder poseer ni directa ni indirectamente participaciones en el capital sus sociedades socios, ni dirigir o controlar las actividades de estos.
- Agrupación europea de interés económico: Sistema de unión de empresas reguladas por el derecho comunitario, pudiendo tener una duración indefinida y con un objeto social más completo. Están reguladas por el reglamento 2137/85 del consejo, de 25 de Julio.
- Otras formas de asociación: acuerdos entre empresas, sin perder su identidad ni independencia, deciden actuar conjuntamente para conseguir un objetivo común. Si se produce entre empresas de un mismo sector con el objetivo de eliminar la competencia, fijando precios, o repartiéndose el mercado, se conoce como **Cartel**.
- Con vinculaciones contractuales, considerando (Domínguez; 2000):
 - Subcontratas.
 - Asociaciones en participación.
 - Acuerdos de cooperación.
 - Contratos de distribución integrados.
 - Cooperativas de detallistas y de consumidores. (Grupo Eroski)
 - Cadenas de franquicias. La cooperación mediante franquicia consiste en un acuerdo a través del cual la empresa franquiciadora cede a la empresa franquiciada el derecho a usar una marca o fórmula comercial de reconocido prestigio a cambio de unos pagos periódicos. El franquiciador cede su imagen de marca para explotarla en un determinado territorio en exclusiva, encargándose de la promoción, además de proporcionar asesoramiento técnico y comercial. Todo esto tiene un coste para el franquiciado, que es una cantidad inicial y otras de carácter periódico cuya cuantía dependerá del volumen de ventas. Este esquema implica estar integrado en una red que permite la obtención simultánea de las ventajas del tamaño pequeño y grande. Los franquiciadores no asumen grandes inversiones, ya que el franquiciado se responsabiliza de su negocio.

d. Según la naturaleza de las actividades que se unen (Bueno y Morcillo, 1993):

- Horizontal: consistente en la unión de empresas que realizan una misma etapa del proceso de transformación, o que fabrican el

mismo producto o prestan el mismo servicio. Entre sus ventajas destaca el incremento inmediato de la cuota de mercado, la obtención de economías de escala o la consecución de un poder de negociación. Y entre los inconvenientes los problemas de gestión interna, con cuellos de botella y desconexiones departamentales, la complejidad de homogeneizar culturas y capacidades o problemas de intervención pública si se amenaza a la competencia.

- **Vertical:** Agrupa a empresas que realizan distintas fases de la cadena de valor de un bien. Se las conoce como integración **Trust**. A su vez, puede distinguirse la integración hacia atrás o hacia delante, según la integración se produzca con empresas anteriores o posteriores a nuestra propia actividad. Las principales ventajas de esta integración son la consecución de economías técnicas de producción, las mejoras logísticas, los ahorros en los costes de transacción entre empresas o la eliminación de riesgos derivados de la dependencia respecto a proveedores y clientes. Y los problemas que ocasiona son la necesidad de una alta capacidad de gestión y conocimiento técnico, una mayor exposición a las fluctuaciones económicas cíclicas, con la consecuente menor flexibilidad y a veces es posible que no se alcance el óptimo en el uso de las capacidades y de la tecnología.
- **Conglomerados:** cuando las sociedades que se unen no tienen ninguna vinculación productiva o comercial entre sí, bien porque operen en mercados distintos o ya sus intereses sean distintos.

Tradicionalmente las empresas buscaban la especialización en una de las fases del proceso productivo, aunque en su afán por crecer han ido añadiendo actividades posteriores o anteriores. Precisamente cuando se añaden fases y se extiende hacia ambos extremos de la cadena, en unos casos para ser su propio proveedor y en otros su propio cliente, es cuando estamos ante una integración vertical. No obstante, son pocos los casos en los que se dé una integración total, principalmente por el problema de la pérdida de las ventajas de la especialización; la mayor coordinación derivada de tener que dirigir y gestionar nuevas actividades, así como el incremento de dichos costes de coordinación. No obstante, la ventaja que se logra, además de ganar seguridad en los aprovisionamientos y en la distribución, es que se reducen los costes de transacción o costes externos de la empresa.

Como alternativa a la integración horizontal surge **la subcontratación u operaciones de outsourcing** (Casani y otros, 1996). En estas las empresas situadas en distintas fases de la cadena de valor se relacionan entre ellas mediante acuerdos de subcontratación, contratando con empresas independientes todas las operaciones que antes estaban integradas. La empresa integrada es sustituida por una red de empresas independientes que mantienen entre ellas relaciones de coordinación. Mediante la subcontratación una empresa encarga a otra la realización

de una actividad en condiciones estipuladas, con la garantía de que le comprará su producción si cumple esas condiciones. Estos acuerdos suelen ser estables y a largo plazo, y están basados en la confianza mutua y en la expectativa de obtener beneficios recíprocos a largo plazo. Esta relación es beneficiosa tanto para el subcontratista ya que tiene la garantía de unas ventas estables, y para el contratista ya que tiene asegurada una provisión de suministros en tiempo y calidad.

2.2 Definiciones básicas de las fusiones.

Una vez definidos los procesos de concentración empresarial con los que pueden encontrarse las empresas, vamos a fijar una serie de definiciones sobre **las fusiones** que se desprende básicamente del ámbito legal y de la contabilidad. Jurídicamente en España las fusiones se encuentran reguladas en la ley de Sociedades Anónimas de 22 de diciembre de 1989 en sus artículos 233 al 251, y en el Reglamento del registro mercantil. Según estos artículos se define como *“la fusión de cualquiera sociedades en una sociedad anónima nueva implica la extinción de cada una de ellas y la transmisión en bloque de los respectivos patrimonios sociales a la nueva entidad que haya de adquirir por sucesión universal los derechos y obligaciones de aquella”*. Además queda regulada la forma en la que se ha de preparar la fusión, el contenido del proyecto (en especial el tipo de canje que se valla a realizar); el informe de los expertos y administradores sobre el proyecto de fusión, así como la información que hay que suministrar a los accionistas junto al balance de la fusión.

De especial interés para este trabajo es el relativo al artículo 242, en el que se hace constar la publicación del acuerdo, el cual deberá ser publicado tres veces en el Boletín oficial del Registro Mercantil (BORME), puesto que constituye la referencia con la que se ha creado la base de datos, que más adelante explicaremos. La fusión no podrá realizarse antes de que transcurra un mes, contando desde la fecha del último anuncio, ya que durante ese plazo los acreedores de cada una de las sociedades que se fusionan podrán oponerse a la misma.

Para las sociedades limitadas la fusión se encuentra regulada en el artículo 94 de la ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada 2/1995 de 23 de Marzo.

Por su parte, la comisión europea describe en el artículo 2º de la directiva 2005/56/Ce relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital, las fusiones como la operación mediante:

- Una o varias sociedades transfieren a otra sociedad ya existente –la sociedad absorbente – como consecuencia y en el momento de su disolución sin liquidación, la totalidad del patrimonio, activo y pasivo, mediante la atribución a sus socios de títulos o participaciones representativos del capital social de la otra sociedad y, en su caso, de una compensación en efectivo que no supere el 10% del valor nominal o, a falta de valor nominal, del valor contable de dichos títulos o participaciones.

- Dos o más sociedades, como consecuencia y en el momento de su disolución sin liquidación, transfieren a una sociedad constituida por ellas –la nueva sociedad- la totalidad de su patrimonio, activo y pasivo mediante la atribución a sus socios de títulos o participaciones representativos del capital social de esta nueva sociedad y, en su caso, de una compensación en efectivo que no supere el 10% del valor nominal o, a falta de valor nominal, del valor contable de dichos títulos o participaciones.
- Una sociedad transfiere, como consecuencia y en el momento de su disolución sin liquidación, el conjunto de su patrimonio, activo y pasivo a la sociedad que posee la totalidad de los títulos o participaciones representativos de su capital social.

No obstante la comisión europea ha mostrado una preocupación por el tema de las fusiones desde sus orígenes, concretamente a través de la Tercera Directiva de 9 de Octubre de 1978, y con sucesivas leyes, tales como la ley 90/434 relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, o la ley 90/435 relativa al régimen aplicable a las sociedades matrices de estados miembros diferentes, etc (Flores, 1998).

Contablemente es posible distinguir las fusiones de una manera más concreta, ya que cuando se extinguen todas las sociedades participantes y se crea una nueva se las denomina fusiones propiamente dichas, mientras que cuando se mantiene alguna de esas sociedades se las denomina fusiones por absorción. Y según las condiciones en las que se hace es posible apreciar dos tipos de operaciones:

1. *Las operaciones de adquisición*, en las que la intención real de la sociedad absorbente es la de comprar el patrimonio del resto de las entidades, sin que la contraprestación de dicha compra consista en entregas dinerarias, sino en las acciones de la sociedad absorbente, no produciéndose una igualdad teórica entre las diversas entidades que participan en las mismas (Larriba, 2000). Esto es, las **operaciones de adquisición** se caracterizan porque una empresa realiza una inversión en otra con la consecuente toma de participación significativa en el capital, así como una intervención en la gestión, pero sin que cada una de las empresas pierda su personalidad jurídica, de tal forma que la sociedad adquirente ejerza un control parcial sobre la empresa adquirida. Para adquirir esas acciones la forma que suele utilizarse es mediante las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPA's) ya sean de carácter amistoso o hostil (Fernández, A; Gómez, S; 1999)
2. *Operaciones de fusión de intereses*: que son operaciones con la intención de añadir los esfuerzos, patrimonios, know-how de todas las entidades que intervienen reconfigurando una entidad distinta a las precedentes, pero esta vez en un plano de igualdad de todas las entidades.

Otra forma en la que se pueden clasificar las fusiones es siguiendo criterios de carácter financiero, regional, etc., y entre ellas citaremos:

- Middle-up: operaciones iguales o inferiores a 300 millones de euros.
- Cross-border: aquellas donde bien el comprador o el vendedor no son compañías españolas.

3. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LOS PROCESOS DE FUSIÓN.

3.1 Perspectiva internacional:

La nueva oleada de fusiones que se están produciendo a nivel mundial marca un cambio en la tendencia del comportamiento empresarial de los últimos años. Los procesos de fusión y adquisición que se han ido produciendo a lo largo de las últimas décadas se han caracterizado por motivaciones distintas, tal como se aprecia de una comparación de las ocurridas entre los años noventa y las que se están produciendo a mitad de la década del siglo XXI. En las primeras la preocupación se centraba en alcanzar una posición de dominio en el mercado junto con la hegemonía del carácter financiero de las operaciones, con operaciones que se producían dentro del mismo sector, con un consecuente incremento de capacidad que permitiera lograr economías de escala y buscar el liderazgo del mercado nacional.

Ahora la situación ha cambiado ya que tras los estrictos planes de ajuste para eliminar excesos de capacidad, rebajar los perfiles de riesgo y mejorar sus estructuras de costes, las empresas gozan de una gran liquidez, y favorecidas por el ciclo económico con unos tipos de interés realmente bajos, y se busca dar salida a esa liquidez por medio de la compra de otras empresas, lo cual se ve favorecido por unas tasas de rentabilidad interna que se le exigen a estas nuevas inversiones que no deben de ser muy altas para superar el tipo de interés existente en el mercado.

Para obtener una visión más amplia de los procesos de fusión habidos históricamente desarrollaremos los principales momentos históricos en los que se han concentrado. Según las investigaciones realizadas (McCann y Gilkey;1990; Gaughang; 1994) es posible distinguir cuatro grandes oleadas de fusiones:

1. La primera tuvo lugar en los Estados Unidos a comienzos del siglo XX, siendo de tipo horizontales, lo que condujo a la creación de los grandes monopolios, esto es, operaciones entre empresas de un mismo sector caracterizado por una gran rivalidad. El resultado de estas primeras fusiones fue la creación de las grandes corporaciones americanas como American Tobacco y US Steel, y la británica Unilever.

2. La segunda oleada tuvo mayor impacto en Europa, durante los años 20, aunque es esta ocasión predominaron las de carácter vertical, cuyo objetivo era asegurar principalmente el suministro de materias primas. En España estas fusiones tuvieron lugar entre empresas cementeras, aunque el predominio siguió siendo de las empresas anglosajonas, siendo destacable el papel de la banca que apoyo estas transacciones para la creación de esas empresas de mayor dimensión (General Motors o Standair Oil).
3. La siguiente ola llego a mediados de los setenta, con creación de conglomerados en América en donde empezaban a intervenir empresas que se dedicaban a distintos negocios, a diferencia de las olas anteriores en las que adquirida y adquirente pertenecían al mismo sector mientras que estas eran de tipo horizontal en Europa, protagonizadas por grandes empresas con la preocupación de alcanzar un tamaño adecuado para poder competir con las grandes empresas americanas en un contexto que empezaba a globalizarse.
4. En los años 80 las fusiones se caracterizaron por traspasar las fronteras, esto es, se implicaban a industrias de distintos países, cobrando especial interés la intervención de Japón. Otra de las peculiaridades fue la concepción de las propias fusiones como un negocio, así como el empleo de nuevas formas de adquisición, tales como las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs), en especial para las operaciones de carácter especulativo. En cuanto a su orientación en la zona europea ha sido debida a la reestructuración de la capacidad y al logro de una dimensión mínima en costes, como consecuencia de los procesos de desregulación de muchos sectores. De manera resumida los factores más influyentes en esta nueva oleada destacan tres factores (Garrido; 1996):
 - a. El desarrollo de la ingeniería financiera que proporcione productos financieros innovadores, como los leverage buy-out (operaciones de compra con un elevado grado de apalancamiento financiero) y los management buy-out (compra de las compañías por los propios directivos de la misma) que facilitaron el desarrollo de las fusiones y de las adquisiciones.
 - b. Las políticas liberalizadoras en los EE.UU. que favorecieron de manera sustancial los procesos de concentración empresarial.
 - c. En Europa, la preparación por parte de las empresas para la incorporación a un mercado único con plena libertad para la circulación de bienes, servicios y fuerzas de trabajo, lo que supuso un fuerte impulso para los procesos de fusión entre las empresas que buscaban la dimensión más adecuada para poder competir ya no sólo con los países anglosajones, sino con el resto de competidores internacionales.

Durante el año 2004 los procesos de fusiones y de adquisiciones a nivel mundial tuvieron un valores de transición que ascendía a 384.476 millones de dólares, siendo significativo el dato del mes de diciembre

donde el volumen de operaciones ascendió a los 85.000 millones. El 42% de las operaciones provienen de las empresas estadounidenses, aunque la mayor operación realizada en ese año corresponde a la francesa Sanofi-Synthelabo que adquirió Aventis por 66.937 millones de dólares.

Y en la actualidad, hasta el año 2005 la actividad, tanto en volumen como en número de transacciones ha sido de 671 miles de millones de dólares en su primer semestre, con casi 10.600 transacciones, siendo relevante el hecho de que las fusiones y adquisiciones han experimentado en Asia un importante auge, tanto en volumen como en número de transacciones, en particular, con un crecimiento elevado en Japón debido en parte a un proceso de reorganización y consolidación industrial con el objetivo de competir a nivel global.

3.2 Situación española:

Los procesos españoles se empezaron a dar con fuerza en esta época como consecuencia de la incorporación de España a la Unión Europea, y por tanto, el hecho de abrir las barreras a la competencia traslado la preocupación por alcanzar el tamaño suficiente para poder competir con las de la zona, y han tenido un carácter crecientemente internacional. De hecho, es destacable el favorable trato fiscal proporcionado a estas operaciones, basados en los beneficios fiscales de la ley 76/1980 de 26 de diciembre, siendo la principal ventaja la bonificación fiscal que podía llegar hasta el 99% de los impuestos inherentes a la concentración. No obstante, se les exigía a cambio que no se afectará a la libre competencia y que la empresa resultante acogiera la forma de sociedad anónima. Se acogieron a esta normativa un total de 407 empresas, esto es, el 83% de los expedientes que se presentaron ante la secretaria de Estado de Hacienda (Domínguez; 2000) siendo exclusivamente hasta mediados de los 90 entre empresas españolas, siendo las pocas fusiones con capital extranjero con países de la unión, lo que pone de manifiesto como en esos años los capitales extranjeros no eligieron esta vía de acceso al mercado español, por los problemas adicionales de coordinación jurídica, social y cultural.

Ya en los años 90, la armonización de las normas europeas, en especial la fiscal, supuso un cambio en los beneficios de las normas anteriores, en el impuesto de sociedades básicamente, pasando de una situación beneficiosa para las fusiones a crear un marco neutral a tal operaciones. Esta directiva es la 90/434/CEE de 23 de julio de 1990, que en España se adaptó con la ley 29/1991 de 16 de diciembre, y posteriormente por la ley 43/1995 de 27 de diciembre.

Las fusiones experimentan una fase expansiva hasta 1993, con 791 empresas disueltas por fusión, según datos del INE, produciéndose una fase regresiva desde 1994 hasta 1996, momento en que empiezan a reactivarse estas operaciones, siendo lo más significativo en esta etapa la incorporación a este proceso de las sociedades limitadas, ya que en el año 1991 apenas suponían el 2% de las empresas fusionadas,

alcanzando al principios del 2000 el 40% de los casos (Sierra y Gómez, 2000), por lo que puede extraerse como las PYME (ya que son las que suelen usar esta forma societaria) empiezan a preocuparse por adquirir un tamaño suficiente para poder competir en el entorno económico en que se desenvuelven. Las mayores concentraciones de manera geográfica se encuentran en Madrid y Cataluña.

En cuanto a la forma elegida para la fusión predomina la fusión por absorción, ya de además de agilizar los procedimientos, quedan claras las posturas de cada una de las empresas que intervienen en el procedimiento. Los procesos consisten habitualmente en modificar los estatutos de la sociedad y de aumentar el capital social para acoger a los nuevos socios, siendo más complejos los procesos internos, tales como la delimitación del precio de canje de las acciones, o entregas accesorias que se deban dar.

Por otro lado, las empresas españolas durante la época de los 90 tuvieron el papel de empresas objetivo, esto es, las adquiridas, ya que tan sólo, por ejemplo en el periodo 1992-93, sólo lideraron 14 operaciones (Blanco; 1995). Las empresas francesas fueron precisamente las que se más interesadas estaban por las sociedades españolas, seguidas de las inglesas, y menor distancia por las italianas. Fuera de la Unión europea son las compañías americanas y a menor distancia las escandinavas. Sin embargo los objetivos españoles se centran en Portugal, Francia y Alemania a nivel europeo, e internacionalmente los países de América Latina, concretamente Argentina (Caracho y Hugas, 2000). Tradicionalmente las inversiones españolas se han centrado en países latinos, por lo que era de esperar que las fusiones y adquisiciones sean también mayoritarias con estos países, por las razones no sólo de proximidad culturales y de idioma, sino por razones estratégicas al lograr mayores márgenes de beneficios y de suponer un atractivo más para el resto de empresas europeas.

De forma sectorial, desde 1981 hasta 1993 el sector industrial fue el que más intervino en este proceso, con más del 45% del total de operaciones, cediendo el protagonismo a mediados de los 90, al sector servicios, en especial el dedicado a la banca y a los seguros. Por su parte, el sector de la alimentación ha mantenido una participación creciente, pero uniforme a lo largo del tiempo, de tal manera que en el año 1993 su participación dentro de las empresas fusionadas era de prácticamente la mitad.

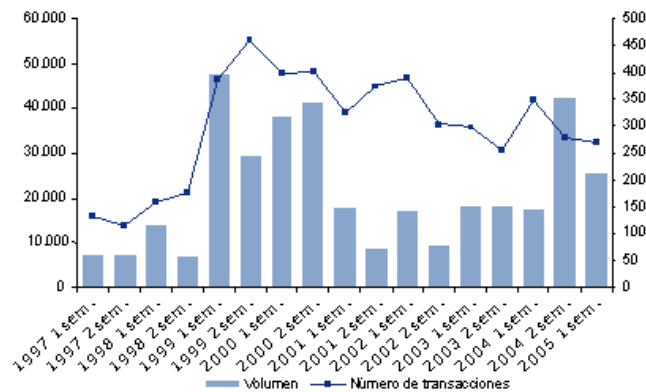
Si se consideran las empresas que cotizan en bolsa, en especial la de Madrid y Barcelona, durante la segunda mitad de la década de los 90, en la Bolsa de Madrid es el sector de la construcción el que más predominio presenta, debido a su aún reducido tamaño, seguido del sector de la alimentación, motivado por la tendencia a la uniformidad en las pautas de consumo dentro de la unión europea y la necesidad de defender sus intereses frente a las grandes superficies. Por su parte en la Bolsa de Barcelona los sectores predominantes en las fusiones fueron la industria cementera y la banca (Sierra y Gómez, 2000).

Por ejemplo, Glaxo y Smithkline formaron en enero del año 2000, como consecuencia de su fusión, el mayor grupo farmacéutico del mundo. Las razones que manifestaron para llevar a cabo la fusión destacaba la necesidad de impulsar las ventas de sus productos aunando esfuerzos para formar centros comunes de I+D. La primera reacción que se produjo fue en el mercado de accionistas, desde el mismo día del anuncio, donde se produjo una pérdida de valor para ambas compañías, del 4,74% en Glaxo y del 6,20% en Smithkline. A nivel de su personal se temía una destrucción de empleo de 15.000 empleados, mientras que sus directores generales abandonarían sus puestos a los pocos meses de la decisión. No obstante, para evitar infringir la normativa, en especial, la ley de antimonopolio estuvieron dispuestas a vender sus filiales alimenticias, suponiendo cambios en sus directivas estratégicas (Luque; 2004).

Si nos detendremos en el año 2001, ya que es esta la fecha elegida para la elaboración de la base de datos que se presenta en este documento, es el primer año en que se produce un descenso a nivel mundial en el número de transacciones, con un total de 22.282. Esta tendencia se mantendrá en los años futuros (por ejemplo en el año 2002 se produjo una reducción del 19%), y de hecho considerando el periodo 2001-2002 se produjo una disminución del 73% respecto a 1999 en relación al valor total.

GRÁFICO 1.

Número y volumen de transacciones cerradas en España



Fuente: KPMG

Para concluir esta visión histórica, ofrecemos a continuación una serie de cuadros en los que se profundiza cuantitativamente el volumen de estas operaciones en fechas más actuales, basándonos en el "Estudio anual sobre operaciones de compra-venta de empresas de KPMG Corporate Finance" revela que la actividad de Fusiones y Adquisiciones en España durante el primer semestre del ejercicio 2005 parece consolidar la tendencia creciente que se inició en el 2004, con un incremento superior al 45%. En el ejercicio 2005 se ha alcanzado hasta la fecha un volumen cercano a los 25.500 millones de dólares siendo el

segundo más alto desde finales del año 2000, siendo el sector inmobiliario en el que se han producido las mayores transacciones, a diferencia del sector financiero, que ha disminuido considerablemente.

CUADRO 1.

La actividad de Fusiones y Adquisiciones en España durante el primer semestre del ejercicio 2004-2005

Sector	Enero-Junio 2004		Enero-Junio 2005	
	Importe (US\$ millones)	Nº transacciones	Importe (US\$ millones)	Nº transacciones
Telecomunicaciones, Media e Información	2.085	42	3.686	28
Financiero y Seguros	7.516	24	1.824	13
Electricidad, agua, gas	2.258	18	1.856	12
Industria	1.437	91	3.381	74
Construcción	625	12	958	14
Transporte y logística	1.178	13	3.035	14
Inmobiliario	990	28	6.326	20
Distribución minorista	98	11	1.095	9
Otros	1.335	108	3.329	87
Total	17.522	347	25.490	271

Fuente: Dealogic (2005).

Y en relación a las mayores transacciones que han tenido lugar durante el año 2005 en España, las dos más importantes pertenecen al sector inmobiliario, correspondientes a los dos tramos de la Francesa Gecina adquiridos por Metrovacesa, por un valor de 2.850 millones de dólares en la primera adquisición del 38.54%, y de 2.254 millones en la segunda fase para hacerse con un 30% más, y a nivel europeo también sobresale por el valor de la inversión (1227 millones) la operación de Abertis infraestructuras que adquirió por 1025 millones de dólares a la inglesa TBI. A nivel internacional se destaca la compra del Grupo Ferrovial de la empresa estadounidense Chicago Skyway Toll Bridge Concession (valorado en 1.820 millones) y el BBVA con la adquisición de Ladero National Bancshares Ltd. Y con América latina destaca la compra de la argentina Bellsouth por Telefónica, con un coste de la operación de 988 millones de dólares (*Estudio KPMG*).

En lo que respecta al grado de internacionalización de las operaciones llevadas a cabo en España, la tendencia a la internacionalización que comenzó en 2000 continúa, a excepción del año 2003 en el que hubo un predominio de las operaciones domésticas. Así, en el año 2005 de cada 10 euros transaccionados en España, casi 7 corresponden a operaciones en las que una de las partes es extranjera, mientras que los 3 restantes están ligados a operaciones de carácter doméstico. A nivel doméstico se destaca la operación de adquisición de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid (Caja Madrid) de un 3.99% de la eléctrica Endesa; y del Management buy out realizado por Retos Cartera S.A. que se hizo con el 98% de Recoletos, Grupo de comunicación en abril de 2005 por 1.227 millones de dólares. Y por el lado contrario, se destaca como la italiana Autogrill S.A. adquirió el 95.89% de la española Aldeasa S.A por 960 millones de dólares (Estudio KPMG y el www.elpais.es).

4. MOTIVOS PARA LLEVAR A CABO UN PROCESO DE FUSIÓN O ADQUISICIÓN EMPRESARIAL.

En cuanto a los motivos por lo que es posible plantearse la fusión se pueden citar desde los puramente estratégicos, hasta los relacionados con el incremento de la competencia en el sector, los políticos, los destinados a aumentar la cuota de mercado, el buscar la presencia internacional, etc. Esto es, la globalización de las economías y la existencia de regímenes neutrales neutros.

En unos de los casos se busca crecer para reducir los costes tratando de obtener economías de escala, o incrementando el poder de negociación frente a proveedores y clientes. En otras ocasiones se trata de controlar el mercado y conseguir mayor poder, eliminando los riesgos de la competencia. Y hay veces, en las que se requiere unir esfuerzos financieros cuando se trata de actividades que requieren grandes inversiones. A continuación se desarrolla una enumeración basada y adaptada en la clasificación elaborada por Mascareñas y Domínguez.

1. Para poder competir en un mercado cada vez más global.

- La estrechez de los mercados nacionales: fuerza a las empresas a buscar salida a sus productos más allá de sus fronteras.
- Controlar la distribución de los productos: se buscan alianzas con empresas extranjeras para vender sobre el terreno, introduciéndose en mercados a los que les sería difícil acceder sin estar presentes.

- Superar las barreras proteccionistas: se instalan en esos países o se asocian con alguna empresa local.
- Reducir los costes de producción: reparten sus actividades entre diferentes países en función de las ventajas que obtienen. Fabrican donde los factores sean menos costosos y, reflejarán sus beneficios donde los impuestos sean más bajos.

Uno de los ejemplos más recientes que fomenta este motivo es la implantación del euro, así como la eliminación de las barreras entre los estados miembros, como consecuencia de la Unión Económica. También, la presión de la Unión Europea que ha exigido la rotura de los mercados protegidos y la eliminación del amparo financiero del Estado sobre las empresas públicas, con las consecuentes privatizaciones que se han producido ha desembocado en procesos de concentración pero ya a nivel privado para mejorar la gestión y la eficiencia de las antiguas empresas públicas (Cuervo, 2004).

2. Para disponer de tecnología avanzada y de conocimientos innovadores:

Vinculadas a empresas que precisan disponer en todo momento de los avances de la tecnología, como pueden ser las empresas farmacéuticas, las telecomunicaciones, o las de aplicaciones informáticas. No obstante, el hecho que motiva esta razón está en el alto coste de desarrollo de las innovaciones, siempre que resulten satisfactorias. De hecho las PYME pueden cooperar en la realización de inversiones colectivas de I+D+I relacionadas con la eficiencia de sus sistemas productivos o con la utilización conjunta de centros de calidad o de innovación industrial (Fernández, Montes y Vázquez; 1996).

3. Deseo de ampliar la gama de productos actuales:

motivado por el ciclo de vida del producto de la empresa. Cuando la empresa lanza un nuevo producto al mercado sabe que pasará por distintas etapas, una primera introductoria con pocos beneficios, una fase de crecimiento donde los ingresos son elevados, para pasar a una fase de madurez, donde el mercado se estanca, y la empresa ha de buscar alternativas para evitar la muerte del producto (Santesmases;1999). Para eso puede buscar la diversificación del producto, entrando en colaboración con otras empresas para desarrollar productos afines a los que estaba realizando o totalmente alejadas de su situación original.

4. Para integrar verticalmente una cadena de valor:

Con la finalidad de garantizar el suministro de recursos y controlar las fases del proceso productivo. Por ejemplo en el caso de empresas del sector manufacturero que necesiten ciertas materias primas naturales pueden optar, para que el proceso de producción sea menos costoso y controlar una fase del proceso que considera esencial, por integrar al proveedor a través de adquisiciones o fusiones. Estas operaciones son las que con más frecuencia se realizan en el exterior de país, y en el caso concreto de España con América Latina (Martinez y Tejerina; 1999).

- 5. Para no perder tiempo:** Normalmente asociado a empresas foráneas que pretende ubicarse en otros territorios. Para lograr vender en el país de destino pueden seguir estrategias de exportación, o bien sistemas de asociación, mediante acuerdos de cooperación con empresas locales a través de concesiones de licencia de patentes, franquicias, etc. o, una tercera vía es a través de la inversión directa, estableciéndose ellas mismas en el país mediante filiales. Si eligen esta última vía deben de tener una serie de factores estratégicos, tales como la disponibilidad y el coste del terreno, la facilidad de acceso a las materias primas y otros suministros, la existencia de mano de obra cualificada, la dotación industrial de la zona a ubicarse, las infraestructuras y las comunicaciones, la normativa legal del nuevo país, el clima laboral, el desarrollo social y económico de la zona, etc. (López y García, 2004).

De hecho, las fusiones resultan más eficaces que el establecimiento por cuenta propia de filiales, ya que al tener que desarrollar todo la empresa perdería mucha tiempo, y daría lugar a que los competidores se adelantasen a sus decisiones, a diferencia de si se busca la cooperación con empresas ya establecidas, que conocen el mercado de primera mano, y que por tanto son capaces de adaptarse más rápidamente al entorno. Un claro exponente de esta situación se encuentra con las empresas de telefonía europeas que se han establecido en España (France – Telecom utilizo la ya extinguida Retevisión).

- 6. Para incrementar la cuota de mercado:** Esto se logra con las concentraciones de tipo horizontal, con la unión de empresas del mismo sector. Al colaborar se pueden conseguir sinergias positivas, ya que acumulan todo el conocimiento del sector, pero para que el éxito sea mayor se debe proceder una fase de saneamiento, ya que habrá muchas duplicidades, tanto de personal como de instalaciones.
- 7. Con objetivos financieros:** Un reducido grado de autoría financiera puede ser un detonante para aliarse con otras empresas que cuentan con un ratio más elevado. Si se aprecia la cuestión desde el activo, la fusión puede resultar interesante si se quieren desarrollar nuevas inversiones, para lo cual es necesario contar con empresas que tengan excesos de liquidez o con capacidad de endeudamiento a costes reducidos. De hecho, las entidades financieras concederán financiación más barata cuanto mayor sea el volumen de la empresa, por llevar asociadas connotaciones de reconocimiento y de menor riesgo.
- 8. Por motivos legales:** Por ejemplo el acceder a determinados concursos de carácter público, como puede ser la construcción de una autopista, exige que las empresas que concurren cuentan con una cifra de capital social elevada, por lo que una forma de lograrlo es mediante las fusiones o adquisiciones, aunque también suele utilizarse en este caso la alternativa de las uniones temporales.

9. Por el afán de los directivos de incrementar su prestigio, el poder y la remuneración al gestionar una empresa mayor, tal y como establece *la teoría de la agencia*. Esta teoría establece que la curva de preferencias y objetivos de los propietarios de la empresa pueden ser distintos de los gerentes o responsables del desarrollo del negocio, ocasionando perjuicios para alguno de ellos. Si los responsables de la empresa están preocupados por maximizar el valor de las acciones en el mercado, tendrán un claro incentivo para intentar incrementar su reputación y la de la empresa, de tal manera que lograrían aumentar la credibilidad del mercado, favoreciendo una expansión en la riqueza de los accionistas. Esta situación descrita puede parecer a simple vista lo ideal, pero tal vez no se han considerado dos elementos importantes, como puede ser la relación temporal y las motivaciones personales.

Desde la dimensión temporal nos interesa que esta relación se produzca a largo plazo, ya que si esos valores solo se tienen en cuenta en el corto plazo, podemos caer en una situación de coincidencia de objetivos aparente, es decir, a los gestores les puede interesar trabajar duro para la empresa para ganarse una reputación, una buena imagen dentro del mercado, de tal manera, que amparándose en la libertad de trabajar que posee el ser humano, este puede abandonar la empresa y pasar a otra que le ofrezca un mayor sueldo o unas mayores garantías personales y profesionales.

Sin embargo, hay ocasiones en las que los directivos pueden tomar decisiones contrarias a los intereses de los accionistas, como puede ocurrir ante la situación de inversiones coyunturales, esto es, no benefician al accionista a largo plazo, pero si producen *efectos positivos a corto plazo* en el prestigio y la reputación de los manager de la firma, lo cual se traduce en un mayor poder de negociación para que incrementen su sueldo y mantengan su status jerárquico (Ayala; 2000). Así, la construcción de su reputación afectará a los riesgos que la empresa asume, los proyectos de inversión que iniciará, pasando el objetivo financiero a un segundo término, en pos de los personales.

10. Por factores medioambientales: cuanto más restrictivas sean las medidas tomadas por los países en cuanto a la protección del medio ambiente las empresas tratarán de buscar empresas ubicadas en territorios con legislaciones más permisivas o adquirir empresas con instalaciones de acorde a las mismas. Para conocer este motivo hay una iniciativa de la Fundación general de la Universidad de Alcalá denominada *Proyecto Biodiversidad* que trata de examinar como las PYMES son capaces de crear estructuras medioambientales.

11. Para lograr economías de escala. A través de las fusiones se consigue que las empresas puedan producir sus semovientes a unos costes más reducidos, ya que se logra utilizar con mayor eficiencia las mismas instalaciones. Esta complementariedad de recursos

puede lograrse en cualquier área de la empresa, no sólo en las de carácter más técnicas o productivas, sino por ejemplo en las propias de marketing, o en el aprovechamiento de una buena gestión de la red comercial. Por tanto lo que se consigue es un aprovechamiento de las estructuras de la empresa, con una reducción de costes de marcha en vacío, como consecuencia de la distribución de los costes fijos.

El crecimiento que se consigue con las fusiones o adquisiciones tiene fuertes implicaciones en una serie de variables internas de la empresa que contribuyen a generar las denominadas economías de escala. Entre esos factores pueden citarse los siguientes: (adaptados de Bueno y Morcillo; 1993).

1. Los de carácter cognitivo: como la incorporación de conocimientos sobre nuevas formas de producir, distribuir o mejorar los procesos, por la adaptación e implantación de buenas prácticas sociales o mejoras en los sistemas de producción, así como la implantación de innovaciones tecnológicas, que ayuden mejorar los ratios de productividad de la empresa. Lo que se consigue es racionalizar los procesos de diseño y elaboración de la producción (o servicios) y clarificar la división y la organización interna del trabajo.
2. Factores de carácter financiero: con una mayor facilidad para acudir a fuentes de financiación ajenas, en especial las bancarias, por la vinculación existente entre tamaño y garantía de reembolso.
3. Factores comerciales: aunque estos factores depende de la demanda a la que nos dirigimos, un mayor tamaño suele ser beneficioso. Por ejemplo, a la hora de realizar campañas de promoción o seleccionar los canales de distribución es donde más se notan las ventajas, asociadas principalmente a costes más bajos.
4. Factores dispositivos y estratégicos: el adquirir un tamaño mayor supone tener que optimizar al máximo los nuevos recursos de los que se dispone, lo que lleva aparejado una labor de dirección más eficiente y profesionalizada, por lo que se necesita mejorar, además de en los procesos de línea, en los sistemas directivos que organizarán el nuevo sistema. De hecho, la posibilidad de disponer de más medios permite ejecutar estrategias más detalladas y ambiciosas.

12. Con ánimo especulativo: En muchas ocasiones la fusión no se desencadena por el motivo anterior, sino que lo que se busca es hacerse con otras empresas para una vez adquirida, reestructurarlas en varias divisiones y seguidamente enajenar la totalidad o partes de las áreas, buscando una rentabilidad en el corto plazo.

13. Por motivos fiscales: En especial relacionados con el impuesto de sociedades y la normativa contable, ya que una empresa podría

fusionarse con otra que tuviera unas pérdidas elevadas compensando ese beneficio, o bien, tras la fusión se lograba a través de las reservas de actualización de activos, dispuestas en virtud de la normativa correspondiente, que aumentasen las posteriores amortizaciones deducibles y simultáneamente se conseguía una reducción del resultado fiscal por la enajenación de activos. En la actualidad, a expensas de la reforma del impuesto sobre sociedades prevista para el año 2007, los aspectos que afectan a las fusiones en relación a su valoración fiscal es (Impuesto de sociedades y del IVA):

- La valoración de los bienes por su precio de adquisición o coste de producción, se establece una serie de supuestos en los que los bienes deben computarse fiscalmente a su valor de mercado, originando con ello la existencia de rentas a computar en la base imponible del impuesto de sociedades. Entre estas operaciones se encuentran los que se transmitan a los socios en los supuestos de disolución, separación de los mismos, reducción de capital con devolución de aportaciones, reparto de prima de emisión y distribución de beneficios, así como los transmitidos en virtud de fusión, absorción o escisión total o parcial.
- En la disolución de sociedades y separación de socios, se integrará en la base imponible de éstos la diferencia entre el valor de mercado de los bienes recibidos y el valor contable de la participación anulada. En los casos de fusión, absorción o escisión total o parcial, se integrará en la base imponible de éstos la diferencia entre el valor de mercado de los bienes recibidos y el valor contable de la participación anulada.
- Desde el punto de vista del IVA la operación de fusión también se encuentra exenta por considerar que no genera valor añadido.

14. Por la situación de los mercados financieros: Con la ratio Q o ratio de creación de valor se aprecia como las decisiones de la dirección contribuyen a crear riqueza para los accionistas. Un ratio superior a la unidad indica la existencia de fuentes de riqueza no consideradas contablemente, tales como los activos de carácter intangibles, lo que puede empujar a adquirir esa empresa (Fernández y otros; 1999).

$$Q = \frac{\text{Valor de mercado de los fondos propios}}{\text{Valor contable de los fondos propios}}$$

15. Otros motivos: Dentro los motivos de carácter estratégico que pueden tener las empresas para ejecutar estas operaciones se pueden citar como más ilustrativos los destinados a la mejora de la gestión interna de la empresa mediante una reducción de costes, o la racionalización de los procesos productivos, o los relacionados con la expansión de la compañía, a través de la diversificación, la cooperación, el desarrollo de nuevas tecnologías, etc.

Por otra parte los motivos por los cuales se realizan las fusiones han sido catalogadas formando teorías. Entre ellas se pueden citar tres grandes corrientes para clasificar a las fusiones. Una primera las considera como una decisión empresarial racional, una segunda como un proceso de crecimiento externo, y la tercera como un fenómeno macroeconómico. Dentro de la primera es posible encontrar otras cuatro teorías según se analicen los beneficios de la fusión para los shareholders (las cuatro primeras) o los directivos (la quinta) (Trautwein; 1989):

- La **teoría de la eficiencia** que interpreta las fusiones como una estrategia para lograr sinergias, las cuales pueden ser de carácter financiero (con el mayor tamaño se facilita el acceso al crédito), de carácter operativo, mediante las transferencias de conocimientos o la combinación de factores productivos; y por último sinergias de tipo corporativas, asociadas a las habilidades del equipo directivo resultante (Jensen, 1986).
- La **teoría del monopolio**, la cual interpreta el desarrollo del proceso como una forma de lograr poder de mercado. De esta manera se logra limitar la competencia en el sector, y establecer barreras a los potenciales competidores que puedan surgir. Sin embargo, esta sinergia sólo se consigue en el caso de las fusiones de tipo horizontal o conglomerados.
- **Teoría de la evaluación:** Esta teoría argumenta que estas se planean y se ejecutan por las asimetrías de la información, esto es, que hay directivos que tienen información privilegiada sobre el valor objetivo de la empresa sobre el mercado de capitales. Los directivos puede ser conscientes de las ventajas que supone la fusión de su empresa con otra, de tal manera que pueden plantear una compra de la misma (Management buy out).
- **Teoría de la agencia:** Esta teoría será desarrollada más adelante, ya que es una de las teorías que más se ha desarrollado por argumentar que las fusiones se llevan a cabo por directivos que quieren maximizar su propio beneficio personal en vez del de los accionistas, entrando de lleno en el estudio de la separación entre la dirección de la empresa y la propiedad. Uno de los primeros investigadores que puso de manifiesto esta situación fue Baumol en 1959.
- **Teoría del proceso:** Esta argumenta la decisión dentro del proceso estratégico de la empresa, pero que en muchas ocasiones ante la falta de información se basa en la propia experiencia o intuición de la persona, u incluso su propia aversión al riesgo, de ahí que la decisión no se haya tomando atendiendo a criterios de carácter racionales.

Otra corriente teórica las concibe como formas de conseguir el crecimiento con ayuda externa. **La teoría del asaltante (Raider Theory)** consiste en que la persona que genera riqueza en la empresa la transfiere a los accionistas de la compañía que el ha elegido mediante excesivas compensaciones después de alguna

operación que haya resultado exitosa. En concreto se paga a una serie de accionistas para que estos se hagan con el control de la compañía. En definitiva una teoría de la fusión de manera fraudulenta. Por último, la concepción macro de la operación es la denominada **teoría de la perturbación**: esta se encuentra relacionada con cuestiones macroeconómicas, ya que argumenta que las fusiones son producidas por perturbaciones en la economía, dando lugar a las ya analizadas olas de fusiones. Estos cambios en la economía causan un desplazamiento de las expectativas individuales y contribuyen a incrementar el nivel de incertidumbre. El defensor de esta teoría es Gort's.

5. IMPLICACIONES CONTABLES DE LOS PROCESOS DE FUSIÓN.

Como consecuencia de la adquisición de una empresa suele surgir lo que se ha venido denominado el "good-will" o **fondo de comercio**, como aquel valor que representa el mayor valor de más pagado por una compañía considerando su patrimonio real existente. Este fondo de comercio suele estar asociado a la marca, al personal de la empresa, a una forma novedosa de encarar el proceso de producción, etc. A nivel contable se recoge dentro de los inmovilizados inmateriales, pero con los cambios introducidos en la contabilidad se han producido alteraciones en su reconocimiento.

De esta forma, para que se registre en el balance de la empresa adquirente es necesario que ese activo intangible identificado sea capaz de producir beneficios en el futuro, y que se disponga de una valoración fiable de su **valor razonable**, entendiéndose como tal el precio de mercado, las operaciones de compraventa de activos similares, o distintas técnicas reconocidas de valoración. Para ello la NIC 22 de 1998 permitía dos alternativas, que difieren de lo expresado en la NIIF 3 (2004) que le atribuye el valor razonable en la fecha de adquisición con independencia del porcentaje de adquisición.

Para su amortización la NIC 22 establecía que debía amortizarse a lo largo de su vida útil, con un plazo máximo de 20 años (Flores, 2000), siendo preferible mediante el sistema lineal. No obstante, la NIIF 3 elimina la amortización y adopta el tratamiento del FASB, que consiste en analizar anualmente las pérdidas de valor que haya podido sufrir de acuerdo a la NIC 36 (2004), que implicara un reconocimiento de la pérdida de valor si el valor recuperable es inferior al valor neto contable.

También es de destacar la existencia del **fondo de comercio negativo**, que también se recogía hasta ahora en la NIC 22, dentro de los ingresos a distribuir en varios ejercicios, en especial en el apartado de criterios de imputación a resultados, en la medida en que tienen lugar los gastos o pérdidas esperadas, si estas pueden medirse de forma fiable en el

momento en que tiene lugar la adquisición, de tal forma que la parte que no exceda del valor razonable de los activos identificable no monetarios, en función de la vida útil de los mismos, y el resto se reconocerá inmediatamente como ingreso (Apellániz; 2004). Sin embargo, la NIFF 3 indica que deberá reconocerse inmediatamente a resultados.

Considerando propiamente la contabilización de las fusiones, en la actualidad se utiliza el criterio del **precio de adquisición** (NIFF nº 3), de tal forma que la adquirente comprará los activos netos y reconocerá los activos adquiridos, los pasivos y pasivos contingentes asumidos, incluyendo aquellos no reconocidos previamente por la entidad adquirida. La valoración de los activos y pasivos de la adquirente no se verán afectados por la transacción, ni se reconocerán activos o pasivos adicionales de la adquirente como consecuencia de la transacción.

De manera resumida planteamos las líneas básicas de la **NIIF 3º** en relación a la forma en la que se deben contabilizar estos procesos:

- Identificar la entidad adquirente.
- Valoración del coste de la combinación de negocios.
- Distribución en la fecha de la adquisición del coste de la combinación de negocios entre los activos adquiridos y los pasivos asumidos.

1. Identificación de la entidad adquirente: Se identificará como sociedad adquirente la entidad combinada que obtiene el control de las demás entidades o negocios que participan en la combinación. Ese control se identifica con la capacidad de dirigir las políticas financieras y de explotación de la entidad, aunque más concretamente se asume el control cuando se adquiere más de la mitad del poder del voto de otra entidad. No obstante, aunque no se de esas circunstancias se entiende que se tiene el poder cuando se dispone del poder de más de la mitad de las acciones con derecho a voto, o del poder de nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración.

En una combinación de negocios que se efectúe mediante el intercambio de participaciones en el patrimonio neto, la entidad que realice la emisión de esas participaciones será normalmente la adquirente. En algunas adquisiciones de negocios consideradas **adquisiciones inversas**, la adquirente es la entidad cuyas participaciones en el patrimonio neto han sido adquiridas y la entidad que las emite es la adquirida. Este podría ser el caso de que cuando una entidad no cotizada acuerde que va a ser adquirida por una cotizada más pequeña con el objetivo de conseguir la cotización en un mercado de valores. Aunque desde un punto de vista legal la entidad que emite las participaciones se considera la dominante y a la entidad no cotizada como dependiente, la dependiente legal será la adquirente si tiene el poder para dirigir las políticas financieras de la dominante legal.

2. Valoración del coste de la fusión: La entidad adquirente valorará el coste de la combinación de negocios como la suma de los valores razonables en la fecha del intercambio de los activos entregados, los pasivos incurridos o asumidos y los instrumentos del patrimonio neto emitidos por la adquirente a cambio de control de la entidad adquirida, más cualquier coste directamente atribuible a la combinación de negocios. Por esta razón, cuando se difiera la liquidación de la totalidad o de una parte del coste de la combinación de negocios, el valor razonable del componente aplazado se determinará descontando los importes a pagar para calcular su valor actual en la fecha del intercambio, teniendo en cuenta cualquier prima o descuento en el que probablemente se incurra en el momento de la liquidación. Para conocer ese valor razonable un buen instrumento es el valor del **patrimonio cotizado**.

Las pérdidas futuras o los demás costes en que se espera incurrir como consecuencia de la combinación no serán pasivos asumidos por la adquirente a cambio del control de la adquirida y, por tanto, no se incluirán como parte del coste de la combinación, pero si se admite que se incluyan los honorarios abonados a los contables, asesores legales, tasadores y otros consultores para efectuar la combinación. Se considerará la fecha de adquisición como aquella en la que la entidad adquirente efectivamente obtenga el control sobre la entidad adquirida. Cuando esto se consiga mediante una única transacción de intercambio la fecha del intercambio coincidirá con la fecha de adquisición.

3. Distribución del coste: La entidad adquirente distribuirá el coste de la combinación de los negocios, a través del reconocimiento por sus valores razonables los activos de la adquirida, a excepción de los activos distintos de los intangibles en los que se reconocerán si es probable que la adquirente reciba los beneficios económicos futuros relacionados con el mismo, y su valor razonable se pueda medir de forma fiable, mientras que los pasivos se reconocerán si es probable que la salida de recursos para liquidar la obligación incorpore beneficios económicos. La diferencia entre el coste de la combinación y la participación de la entidad adquirente en el valor razonable neto de los activos y pasivos se contabilizarán como un inmovilizado inmaterial denominado fondo de comercio.

La entidad adquirente reconocerá como un activo el fondo de comercio adquirido en la combinación de negocios, valorando inicialmente ese fondo de comercio por su coste, siendo éste el exceso del coste de la combinación de negocios sobre la participación de la adquirente en el valor razonable neto de los activos, pasivos y pasivos contingentes identificables que se hayan reconocido. Este fondo de comercio representa un pago realizado por la adquirente como anticipo de beneficios económicos futuros de los activos que no haya podido ser identificados individualmente y reconocidos por separado. Después del reconocimiento inicial, la entidad adquirente valorará el fondo de comercio adquirido en la combinación por el coste menos las pérdidas por el deterioro del valor acumuladas. Pero la principal diferencia que se

presenta es que *no se amortizará el fondo de comercio*, en su lugar la entidad adquirente analizará el deterioro del valor anualmente (Sanjurjo, 2004), o con una frecuencia mayor, si los cambios en las circunstancias indican que su valor ha podido sufrir un deterioro.

4. Información a revelar. La entidad adquirente revelará la información que permita a los usuarios de sus estados financieros evaluar la naturaleza y efectos financieros de la fusión que se haya producido. Para lograr esto entre la información que se ha de facilitar destaca:

- Los nombres o disposiciones de las entidades combinadas.
- La fecha de adquisición.
- El porcentaje de patrimonio neto adquirido con derecho a voto.
- El coste de la operación. En el caso de que vayan a emitirse instrumentos de patrimonio neto como parte del coste deberán relevarse el número de acciones que se han de emitir; el valor razonable de dichos instrumentos. En el caso de que no tuvieran un precio publicado estos instrumentos en la fecha del intercambio se deberán especificar las hipótesis significativas utilizadas en la determinación del valor razonable.
- Detalle de las explotaciones que la entidad haya decidido enajenar o disponer de ellas por otras vías, como consecuencia de la combinación.
- Una descripción de los factores que hayan contribuido al coste que ha tenido como consecuencia el reconocimiento de un fondo de comercio, con detalle de cada uno de los activos intangibles que no han sido reconocidos por separado del fondo de comercio, junto con una explicación del valor razonable de los activos intangible que no hayan podido ser medidos de manera fiable.

Por otro lado la entidad revelará la información que permita a los usuarios de los estados financieros evaluar los cambios en el importe en libros del fondo de comercio durante el ejercicio, mostrando por separado el importe bruto del mismo y las pérdidas por deterioro de valor acumuladas al principio del ejercicio.

Como consecuencia de la aplicación de esta normativa las empresas que tuvieran reconocido anteriormente un fondo de comercio deberán eliminar el importe en libros de la amortización acumulada del fondo de comercio, reduciéndolo del mismo, además de la consecuente derogación de la NIC 22.

Desde un punto de vista más económico la fusión supone una concentración de distintos patrimonios, que implican una serie de negociaciones y acuerdos a nivel directivo de las sociedades interesadas con la concreción de dos claros objetivos que van a producir dos movimientos patrimoniales independientes. Por un lado la concentración de patrimonios mediante aportaciones en bloque bien a la sociedad absorbida o a la de nueva creación, y por otro lado, el canje de títulos de los nuevos títulos emitidos por la nueva sociedad o sociedad absorbente por los títulos en poder de los accionistas de las antiguas sociedades y que se disuelven.

Este doble movimiento de capitales ocasiona a su vez dos problemas que los equipos directivos han de tratar de resolver (Fernández, Montes y Vázquez, 1996):

- Como van a ser las decisiones para concretar la fijación del precio de compra, con la desventaja asociada de las asimetrías de información sobre la empresa que se desea adquirir. Esto es, hasta que no se acceda a la empresa adquirida no se conocerá verdaderamente el valor de esta, por lo que puede ser que los antiguos gestores sobrevaloren el valor de la empresa.
- El segundo problema tiene que ver con la forma en la que se paga la adquisición, y la búsqueda de la financiación necesaria para poder ejecutar la opción de compra.

Para tratar de resolver estos problemas, se llevan a cabo dos medidas de corte distinto. Por un lado hay que determinar la participación relativa de cada sociedad, siendo una operación que consiste en la valoración de cada una de las empresas, bien aceptando a priori los resultados de expertos independientes, o por las propias conclusiones de los administradores de las empresas. La relación de la participación asignada a cada socio refleja las bases para llevar a las juntas de accionistas, dentro del programa de fusión, ya que hay que recordar que son las juntas generales de accionistas las que deberán aprobar si se realiza o no la fusión, estableciendo la ley de S.A. como ha de ejecutarse el proceso, así el cómo debe quedar el balance tras la fusión.

Las distintas formas que puede alcanzar la proporcionalidad para lograr la distribución de las nuevas acciones, operación que se conoce por tipo de cambio o relación de canje. Una vez determinado el valor real del patrimonio de todas las sociedades que intervienen en el proceso de fusión, la operación del cálculo del valor teórico de las acciones de cada sociedad se puede calcular a través del valor teórico contable de las acciones.

$$\text{Valor acción} : \frac{\text{Activo Real} - \text{Pasivo exigible}}{\text{número de acciones}}$$

Con este valor teórico de las acciones es posible conocer la forma en la que se debe hacer la emisión de las nuevas acciones, buscando siempre la paridad equitativa (art. 247 de la TRLSA) a efectos de realizar el canje de acciones. Para lograr el canje equitativo puede realizarse de diversas maneras (Sánchez, 1984):

- Actualizar total de los patrimonios mediante la ampliación de capital.
- Actualización parcial de los patrimonios mediante ampliación de capital.
- Sin actualización patrimonial pero con aumentos de capital.
- Sin actualizaciones patrimoniales ni aumentos de capital.

6. LA REGULACIÓN JURÍDICA EN EL MARCO DE LA UNIÓN EUROPEA.

Los procesos de fusión además de tener su propia regulación se encuentran afectados por otras regulaciones, pero en especial las regulaciones de carácter sectorial, y más concretamente como la liberalización o privatización de ciertos sectores, como por ejemplo en el año 1999 con la liberalización del sector de las telecomunicaciones en España, que motivado por la dinámica de las fuerzas competitivas se han dado las concentraciones para beneficiarse de las oportunidades de crecimiento, como sucedió con el caso de las inversiones de las eléctricas españolas Endesa y Unión FENOSA en el sector de las telecomunicaciones. Esta operación se justificó por el bajo crecimiento de las actividades de las empresas que las originan y por la existencia de una base de clientes y de facturación conjuntas.

La intervención de las autoridades en los procesos de creación empresarial opera en España en base a tres niveles, las directivas de la Unión Europea, las disposiciones del gobierno y las de las comunidades autónomas (Blanco, 1995). Esta multiplicidad de instituciones ocasiona que en el caso de procesos de concentración de grandes empresas (como por ejemplo el reciente caso de Gas Natural) se dificulten los mismos y se cree incertidumbre e inestabilidad tanto para las empresas implicadas como para el desarrollo de la economía. Incluso en algunos sectores existe una normativa nacional específica que puede incidir sobre las fusiones que caen bajo su ámbito de aplicación, en paralelo a la normativa de competencia aplicable.

La intervención se hace necesaria, o al menos se debe dar notificación al servicio de defensa de la competencia cuando se cumpla alternativamente alguno de los siguientes límites (Beneyto; 2001):

- Cuando se adquiera por la concentración más de un 25% de la cuota del mercado nacional o de un mercado geográfico o producto definido.
- Cuando el volumen de ventas de todos los participantes se eleve por encima de 240 millones de euros en el último ejercicio contable, y siempre que al menos dos de los intervinientes, individualmente superen los 60 millones de euros de volumen de ventas en España.
- Sin embargo la obligación de notificación no afecta a aquellas operaciones de concentración que estén sometidas al ámbito de aplicación del Reglamento (CEE) 4064/89 del Consejo, según el cual la dimensión comunitaria se define en virtud de los siguientes parámetros:
 - o El volumen de negocios a nivel mundial de las empresas que se concentran debe superar los 5000 millones de Euros
 - o Al menos dos de ellas realicen individualmente en la UE más de 250 millones de Euros. Asimismo están sometidas al

ámbito comunitario aquellas operaciones en que las empresas tuvieran una cifra de negocio mundial de 2.500 millones de Euros y existan ventas totales de más de 100 millones de Euros en cada uno de por lo menos tres países miembros, ventas individuales de al menos 25 millones de Euros dentro de esos tres países realizadas por, al menos, dos empresas, o ventas individuales en la Comunidad de al menos 100 millones de Euros de por lo menos dos empresas.

Esta disparidad de instituciones hace que no quede claro, en ocasiones, cual es la autoridad administrativa competente para emitir el informe preceptivo autorizando la operación, por lo que parece recomendable la creación de mecanismos consultivos previos que permitan la creación de una relativa estabilidad para las operaciones de concentración empresarial, así como de dotar de atractivo a los países, ya que estos problemas pueden provocar un rechazo en la captación de capitales.

Resulta prioritario es llegar a una armonización plena de las legislaciones comunitarias en temas tales como las OPA y los actuales códigos de conducta, ya que las diferentes interpretaciones dificultan la creación del espacio económico europeo. Por ejemplo los porcentajes a partir de los cuales se debe lanzar una OPA varía del 25% español al del 33% de Francia; o temas como la aplicación de la misma ya que en Alemania presenta carácter voluntario, o la posibilidad de compra de las acciones, ya que en España no existe la obligación de comprar a los accionistas minoritarios a partir de determinadas participaciones en el capital social, el llamado *squeeze-out* (CNMV, 2004). Esta problemática se esta tratando de corregir con la directiva 2005/56/ de 26 de octubre de 2005 relativa a las fusiones transfronterizas entre empresas de la Unión europea.

El ordenamiento sectorial y el de control de fusiones coexisten en el mismo plano horizontal, en contraste con la normativa de control de fusiones, donde rige el principio de primacía y exclusividad del ordenamiento comunitario frente al nacional. No obstante, el Reglamento Europeo de Control de Concentraciones (RECC) establece unos límites en la aplicación de la legislación nacional sectorial a las concentraciones de dimensión comunitaria notificadas ante la Comisión Europea. Su artículo 21 dispone que "*...los Estados miembros pueden aplicar a las concentraciones comunitarias normas nacionales relativas a la seguridad pública, la pluralidad de los medios de comunicación y las normas prudenciales. Cualquier otro interés legítimo que deseen proteger deberá ser aprobado por la Comisión Europea antes de ser aplicado.*"

La protección que proporciona este artículo y las normas del Tratado de la UE que protegen la libertad de movimiento de capitales es esencial para la creación de un espacio europeo de fusiones, donde las empresas puedan planear y llevar a cabo sus adquisiciones con sujeción a una norma de control única garante de la seguridad jurídica. A pesar del camino avanzado en la construcción europea, casos como los obstáculos

experimentados por el SCH en su adquisición del grupo Champalimaud ilustran la necesidad de este artículo. Tanto es así que el propio Tribunal Europeo ha dictaminado recientemente en contra de Portugal en el primer litigio relativo a la intervención de un Estado para bloquear una fusión comunitaria. También se han dado situaciones en las que se ha pedido la impugnación por una comunidad autónoma correspondiente a operaciones que ya habían sido autorizadas por el gobierno (Berasategi; en *Cinco días 12-12-05*).

En contraposición a la protección que otorga el RECC, las concentraciones sin dimensión comunitaria no gozan de ninguna protección frente a la aplicación de disposiciones nacionales ajenas al derecho de la competencia. En el ámbito español, el papel decisivo jugado por la Comisión Nacional de la Energía (CNE) en la OPA fallida de Gas Natural sobre Iberdrola y en la OPA en curso sobre Endesa, implica la existencia de un poder de veto a favor de la CNE paralelo al control de fusiones que ejercen las autoridades de la competencia comunitarias o nacionales. La CNE es capaz de emitir dictámenes vinculantes sobre la capacidad financiera de la empresa fusionada para hacer frente a las actividades en los sectores regulados (transporte y distribución). Así por ejemplo en el año 2003, la CNE bloqueó la OPA de Gas Natural sobre Iberdrola y en el 2005 ha aprobado condicionalmente la OPA sobre Endesa, ilustrativo de una discreción administrativa difícilmente conciliable con el principio de seguridad jurídica (www.elmundo.es). Sin embargo, la intervención de los poderes públicos y reguladores en su defensa de los intereses nacionales siempre han estado de actualidad, consiguiendo en muchas otras ocasiones modificar o frustrar operaciones significativas, como fue el caso de BSCH de adquirir la portuguesa Champalimaud, o la OPA de BNP sobre la Société Générale.

La existencia de este dictamen es en el contexto actual innecesaria, ya que las propias normas mercantiles, incluso las propias entidades financieras imponen unas obligaciones de solvencia financiera que son consideradas suficientes para los demás sectores, junto a la necesidad de obligaciones permanentes que requiere este dictamen implica un amplio margen de discrecionalidad y un riesgo de que las condiciones impuestas resulten insuficientes o desproporcionadas. Por ello, es posible que varias de las condiciones impuestas por la CNE a la OPA sobre Endesa hubieran sido rechazadas por la Comisión Europea, especialmente la obligación de venta de activos por valor de 8.200 millones de euros (www.info-opa.com).

Por su parte la Comisión Europea ha elaborado una directiva (2004/C31/03) de evaluación sobre las concentraciones horizontales, de tal forma que a través de un ratio IHH, esto es, el índice Herfindahl-Hirschmann se decide la intervención de la misma en el proceso de fusión, si dicho índice supera unos ciertos niveles de concentración. El IHH se calcula sobre la base de las cuotas de mercado de cada una de las empresas presentes en el mercado. Este puede constituir un primer indicio de las presiones competitivas que se ejercerán en el mercado tras la operación de concentración, pero es sobre todo la variación del

IHH, que resultará directamente de la operación, la que constituirá un indicador útil sobre la modificación del grado de concentración, concretamente si es superior a 2000 es probable que la comisión detecte problemas de competencia horizontal en ese mercado.

La "Merger Guidelines" concerniente a la legislación americana (Tucker y Sayyed; 2006) distingue varios para iniciar la investigación. Si el IHH es superior a 1800 lo define como mercados altamente concentrados y por tanto con necesidad de intervenir, si el IHH se encuentre entre 1000 y 1800 son mercados de concentración intermedia, y si el IHH se encuentra por debajo de 1000 hay una concentración baja, y no es necesario investigar. En especial se centran en las de carácter horizontal por la posibilidad de que ese conjunto de empresas fijen precios de monopolio con la consecuente pérdida de bienestar asociada. Y en el caso de que se tenga que intervenir las soluciones que se establecen pueden ser de dos tipos:

- De carácter estructural: con desinversiones parciales o de una línea de producto, con la venta de activos a una nueva empresa a un competidor en el mercado.
- Remedios de conducta. Aquí podemos citar las multas o la concesión de incentivos para romper los acuerdos.

Sin embargo un hecho que hay que reflejar en relación al tamaño de la nueva empresa que se puede crear es que la legislación europea no penaliza la creación de una posición dominante, sino la situación de abuso (Ivaldi y otros, 2003), consistente esta en prácticas de exclusión de empresas rivales por parte de las empresas dominantes, mediante aplicación de precios predatorios, prácticas de monopolización no basadas en precios (inversiones estratégicas, ventas atadas, contratos en exclusiva), discriminación de precios (descuentos en precios mayores por volumen de ventas, tarifas diferentes por el mismo tipo de producto, etc.)

Por ejemplo, en el sector de las comunicaciones las normas de defensa de la competencia intentan evitar que se creen posiciones dominantes que puedan restringir la competencia en el mercado, y su propia regulación sectorial con las normas específicas de concentración de medios intentan evitar que los grupos que se formen adquieran una influencia dominante en la opinión pública, para favorecer el pluralismo informativo. Sin embargo ambas tienen en su aplicación límites, ya que desde el derecho de la competencia las posiciones dominantes se admiten, desde el punto de vista sectorial esta posición puede resultar negativa, de ahí que se aplique la normativa para impedir una excesiva concentración del poder de información, en manos de unas pocas empresas.

Para completar este capítulo dedicado al ámbito jurídico de las fusiones, podemos destacar la legislación que ha regulado estas operaciones. Entre ellas aparece la Directiva Tercera de la CEE de 9 de octubre de 1978 basada en el artículo 54.3 g) del Tratado de Roma y relativa a las fusiones entre sociedades anónimas; la Ley 76/1980 de 26 de diciembre

sobre el régimen fiscal de las fusiones de empresas que como ya hemos comentado favoreció el desarrollo de muchas de ellas, o la directiva 90/434/CEE del consejo de 23 de julio de 1990 relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de acciones (Flores. 1998); y la más reciente la relativa a las fusiones transfronterizas del 2005. Pero también hay regulación regional para facilitar los procesos de fusión, como por ejemplo la orden de 24 de Mayo de 2005 de la consejería de innovación de la Junta de Andalucía para fomentar el desarrollo empresarial, concretamente incentivando la cooperación competitiva entre empresas. Las actividades que se incentivan van desde la innovación en productos hasta los proyectos de alianzas o fusiones de empresas para su competitividad.

7. REPERCUSIÓN EN EL COLECTIVO DE AGENTES AFECTADOS POR UN PROCESO DE FUSIÓN.

En este apartado vamos a señalar como reaccionan los distintos agentes, tanto externos como internos de la empresa, ante el anuncio y el desarrollo del proceso de concentración empresarial, pero en especial como se ven afectados los empleados y los inversores-accionistas de las mismas.

En primer lugar hay que distinguir si el proceso de fusión o adquisición ha producido ganancias de eficiencia, esto es, de economías de escala. Si no se logran, esto es, sólo se logra un aumento en el poder de mercado de las empresas que se fusionan, los competidores logran mejorar su postura, pero los grandes perjudicados serán los consumidores, no sólo por aspectos de precio, sino también por aspectos de bienestar de elección. Pero en el caso de que si se logren mejoras las empresas fusionadas mejoraran su posición competitiva, empeorarán relativamente las que no se fusionen, por tener unos costes de coordinación más elevados, con la consecuente reducción del precio de sus acciones, siendo la situación más confusa en los consumidores, ya que su bienestar dependerá si las empresas deciden repercutir los efectos de las ganancias de eficiencia con ellas, para pasar de una visión de "suma cero" a una visión social que comparte y transfiere los beneficios a la dimensión social. Como puede verse la decisión de la fusión tiene repercusión en un gran número de agentes.

Estos procesos de concentración traen aparejados muchos cambios, pero hay que ver cual es la reacción de los distintos miembros que se ven implicados en la misma, en especial, los que la literatura económica denomina *stakeholders* (grupos interesados en la propia empresa, como clientes, proveedores, personal, etc.) y los *shareholders* (los accionistas o dueños de la empresa), ya que ante esta situación sus objetivos e

intereses suelen ser totalmente dispares. Así por ejemplo la reacción de los accionistas es contraria según sea la empresa adquirida o la adquirente, e incluso hay accionistas que pueden oponerse a la fusión, los gestores pueden no estar seguros del proceso por la problemática del cambio del equipo gestor, los empleados suelen temer por su puesto de trabajo por los procesos de regularización de empleo que suelen surgir tras la fusión; los proveedores pueden temer una pérdida de poder en las negociaciones, y la sociedad puede encontrarse ante problemas de la creación de monopolios o coacciones en la libertad de elección de un producto. Para mantener un equilibrio estable de todos estos objetivos hay que conocer cual es la forma en la que van a reaccionar cada uno de los agentes implicados para poder contrarrestar los impactos negativos.

Más tradicionalmente, una de las principales motivaciones por las que se han estudiado los procesos de F&A, en especial en el ámbito anglosajón, viene determinado por la creación de valor, en especial de los accionistas, en términos financieros (López y García, 2004). En especial la *teoría de las señales* ha puesto de manifiesto como este tipo de operaciones dan lugar a reacciones distinto signo en el precio de cotización de las empresas que son objeto de absorción y creación. Esto es, donde más se agudiza los problemas de la fusión es en la relación existente entre la propiedad de la empresa y los gestores de la misma, esto es, afecta a la denominada *teoría de la agencia*. Las repercusiones pueden ser negativas o positivas. Entre las primeras podemos citar como los gestores pueden haber realizado la fusión o adquisición de la empresa buscando sus propios intereses, que pueden estar en total contraposición con los de la sociedad, y por otro lado la adquisición puede resultar positiva ya que se conseguiría cambiar a aquel equipo gestor que resultará poco eficiente por uno nuevo.

Entre las decisiones que pueden tomar los gestores de las empresas nos podemos encontrar con decisiones de desinversión en las que apenas se toman decisiones por el temor de arriesgar en los resultados o simplemente por el desconocimiento del sector, o pueden darse decisiones de sobreinversión, consistentes en el crecimiento de la empresa, aunque muchas veces no se considera si verdaderamente esas políticas contribuyen a general valor para la empresa. Estas decisiones sobre la inversión llevan al distanciamiento entre las partes, en especial cuando la empresa cuenta con un elevado flujos de tesorería ociosos, esto es, un elevado fondo de maniobra disponible. Uno de los destinos de esta inversión podría ser repartido entre los socios para general valor para los mismos, y así reducir ese exceso monetario y el poder de los gerentes, pero también se podrían realizar otras inversiones conducentes a generar aún más valor para la empresa. Esta situación da lugar a clasificar a las empresas de dos tipos. Por un lado las que cuentan con una dirección ineficiente con recursos obtenidos escasos, y los que han obtenido resultados muy buenos, pero que se niegan a distribuir el beneficio entre los accionistas (Fortuna; De la Fuente; 2001). Tanto una como otra empresa puedan resultar interesantes para llevar a cabo una fusión o adquisición de ellas. La primera porque en el

mercado estará infravalorada, y la segunda porque es capaz de generar recursos por si sola.

En relación con los inversores o accionistas el cambio accionarial tras la fusión lleva aparejado efectos positivos en el valor de la acción o la valoración de la empresa, ya que se espera una mejor supervisión y gobierno de la empresa con la nueva estructura de propiedad que quede resultante (Díaz y García; 2001). Por tanto, la estructura accionarial es importante no sólo por los cambios en la estructura de poder de la empresa, sino también por sus efectos informativos. De ahí que los directivos de las empresas tendrán que actuar a favor de sus accionistas ya que una disminución en el valor de las acciones provocaría una posible toma de control o cambio en la propiedad de la empresa que podría perjudicar al equipo directivo, en especial a su reputación (Fernández y otros, 1996). Es más, como alternativa para reducir los costes de agencia Jensen (1986) destaca la creación del "mercado de control empresarial" (*Market for corporate control*), esto es, un mercado en el cual equipos directivos compiten por los derechos de gestión sobre los recursos de las sociedades mediante procesos de adquisición, lo que ocasionaría las OPA hostiles o amistosas.

Por otro lado, otros estudios se han decantado en analizar el impacto de la fusión en el valor de las empresas participantes, en especial cuando estas se encuentran cotizadas en una bolsa de valores. Estos estudios muestran una elevada controversia, ya que en hay quórum en las investigaciones sobre la entidad que es objeto de la fusión ("*target firms*"), en donde se pone de manifiesto como la rentabilidad económica de las empresa se incrementa durante el periodo anterior a la realización efectiva de la fusión, esto es, durante el periodo que se anuncia las intenciones de adquirirla, pero los resultados de las investigaciones son dispares en relación a los resultados de la empresa adquirente, ya que algunas concluyen que no hay resultados significativos, mientras que otros manifiestan que se producen resultados negativos de carácter significativo (Kargin, A, 2001).

Por último, considerando la importancia que han tenido los procesos empresariales en nuestro país en los últimos años, como por ejemplo las fusiones en el sector bancario, en las telecomunicaciones y en el sector de la construcción, comentaremos resumidamente cual es la reacción por parte de la bolsa, cuando dichas adquisiciones y fusiones se realizan a través de ofertas públicas de adquisición (OPA). Según los estudios desarrollados por García y Fernández en 1995, se deduce que los accionistas de las empresas objetivo a adquiridas obtienen, por término medio unos rendimientos anormales positivos, estadísticamente significativos. Sin embargo, las cotizaciones de las empresas compradoras no se ven muy afectadas, como término medio, en algunas se producen subidas, en otras bajadas, es decir, no hay una conclusión única en este caso. Para conocer este impacto han empleado la metodología del *estudio de eventos*, que permite detectar si se producen rendimientos anormales significativos estadísticamente ante el anuncio de toda clase de circunstancias a lo largo de un periodo de tiempo,

aunque es necesario disponer de una serie de datos históricos muy amplia y previamente suavizada y regularizada, eliminando aquellos aspectos extraordinarios. A las mismas conclusiones llegan Fernández y Gómez (1999) en su estudio de OPA en el mercado de valores español.

GRÁFICO 2.
La evolución de la Cotización de Dragados en el momento de la fusión



Fuente: BME.

El ejemplo que proponemos es el de ACS cuando el 12 de abril 2002 anunció la compra del 23,5% de Dragados, buscando la concentración empresarial y la diversificación de actividades como sus factores de supervivencia dentro de la nueva situación del mercado. Como se pone de manifiesto la cotización de Dragados subió rápidamente, mientras que la de ACS reflejó un crecimiento en torno a esos días, pero de una magnitud mucho más reducida.

Cuando una empresa decide acometer nuevas inversiones esto es interpretado favorablemente por los accionistas, como puede verse en sus expectativas, amparándose en el probable crecimiento que experimentará la empresa, esto es, se transmite al mercado la señal de nuevas perspectivas en el futuro que se traducen en un incremento de la riqueza, pero además otro hecho significativo que implica la realización o ampliación de inversiones es que va a comprometer a los directivos en el sentido de que va a existir un menor discrecionalidad por su parte en el uso y aplicación de los fondos de los que dispone la empresa y en especial de la financiación portada por los accionistas.

Otro hecho por el que esta decisión resulta favorable para los intereses de los accionistas, y en especial de la valoración bursátil de sus activos radica en el hecho de que si la empresa quiere invertir será porque los directivos premian en el negocio que están desarrollando, por otro lado hay una cierta sensación de crecimiento y expansión de las competencias de la empresa, unido a que desaparecen prácticamente la posibilidad de quiebra de la empresa, porque sería lógico pensar que con ese dinero que van a dedicar a la inversión en el caso de una mala situación económica, lo destinarían a pagar las deudas que tienen contraídas o reducir las pérdidas anteriores.

Sin embargo, la cara más negativa a nivel de empleo en el año 2001 las fusiones y reestructuraciones empresariales tuvieron como consecuencia la pérdida de 350.000 empleos, de los cuales 230.000 pertenecían a la eurozona. (www.elpais.es) De hecho, la comisión europea aprobó a finales del año 2001 el reglamento de la sociedad europea, que contemplaba, el derecho a la información y a la participación de los empleados en el proceso de fusión de empresas europeas de diferentes países. No obstante, para abordar el aspecto social de las fusiones se desarrollaran en los epígrafes siguientes dedicados a la dimensión societaria.

8. LA DIMENSIÓN INSTITUCIONAL Y SOCIAL DE LOS PROCESOS DE FUSIÓN O CONCENTRACIÓN EMPRESARIAL.

Uno de los datos más preocupantes de las fusiones, es que solo una de cada cinco fusiones *"crea valor para el accionista y menos de la mitad genera incrementos de ventas"* (El País, 29/07/2001), o lo que es lo mismo, *solo uno de cada diez fusiones llevadas a cabo tienen éxito*. Por tanto, a la vista de estos datos cabe preguntarse porque las empresas para crecer se deciden a desarrollar esta fórmula y no otra con menor riesgo empresarial, y en el caso de ejecutarla son conscientes de haber analizado todos los factores para que se lleve a cabo eficientemente, teniendo en cuenta los aspectos materiales y de estructura, sin olvidarse del más importante, el de armonizar las dos culturas que entran en colisión y que son los responsables del correcto desarrollo de la nueva institución.

Para conocer cual es el impacto que tiene una fusión en la dimensión institucional de las empresas fusionadas, resulta interesante distinguir entre la empresa que es fusionada, y por tanto desaparece o se mantiene pero supeditada a la absorbente, y la nueva sociedad que se crea. Que nos encontremos en un lugar u otro va a determinar en mucho el impacto. Normalmente ese impacto en la dimensión institucional a lo que más va a afectar es al capital humano, por tanto tiene un impacto en la dimensión social importantísimo, tanto a las trabajadores que se van a ver afectados por los despidos y a los directivos que se va a prescindir de ellos por acumulación de gestores o administradores en una única empresa. Y en el caso de la gente que se queda en la nueva institución se encuentra con el problema de que no se encuentran integrados adecuadamente, puede pasar que cambien de puestos para acomodar a la nueva gente que se incorpora, creando tensión, roces entre las personas,... en definitiva lo que se pone claramente de manifiesto es la aparición de múltiples culturas que no están armonizadas, y que en especial, entran en choque los valores de

los que ya están asentados en la organización, y los que entran, que van con unos valores totalmente distintos. Por tanto, si los procesos de fusión no van acompañados de estrategias de comunicación internos, el impacto será muy negativo.

Otro de los impactos que tiene el proceso de fusión en la institución es en lo relativo a los costes, donde se consigue reducir costes en base a despedir personal, eliminación de sucursales y establecimientos, etc. aunque puede haber problemas de incrementos de costes de organización porque la estructura de la empresa al principio requiere de grandes esfuerzos de coordinación, ya que hay que realizar la asignación de recursos y de personas dentro de toda la organización, complicando la estructura jerárquica de la misma. Una vez que se realiza la fusión, la empresa crece en todas las dimensiones, y hasta que no se lleven a cabo procesos de adaptación y análisis de la nueva estructura los costes se pueden disparar si además incluimos los costes derivados de la comunicación interna y externas.

A la hora de establecer institucionalmente un proceso de fusión es importante en primer lugar diseñar la orientación que se le quiere dar, es decir, si la misma se hace sólo por crecer, por ganar tamaño en el mercado, o bien si se realiza por la necesidad de competir en mercados globales o como consecuencia de reducir costes para ser más competitivo. No obstante, sea cual sea la orientación que se le quiere dar, normalmente son de carácter económico, descuidando en demasía el aspecto social, y tienen como misión la de absorber a los competidores más importantes, algo que se puede entender como una competitividad destructiva y no de colaboración. Así, que la orientación que debería darse al proceso de fusión es evidentemente centrada a la dimensión económica, pero dando una mayor orientación a la dimensión social, otorgando un mayor peso al capital confianza (Echevarria, 1993).

Por tanto, para diseñar el proceso de fusión, sería necesario reunir cada empresa a todas las personas que conformen la organización, y que sea la alta dirección (para mostrar su compromiso) la que explique cuales son las razones objetivas por las que se va a realizar, y además se debe dar toda la información disponible y con la mayor transparencia posible. El hecho de que lo haga la alta dirección responde al hecho de que si hacemos llegar a los trabajadores la información por otras fuentes, se creará confusión y por tanto la integración y la identificación con el proyecto será mucho más complicada. Por otro lado, este proceso de fusión debe incluir aspectos sociales tales como la recolocación en otras áreas de aquellas personas con las que ya no se va a contar, es decir, no desligarse completamente de ellos, proponer planes de reciclaje.

Y dentro de la organización ya diseñada, se deberían realizar una serie de reuniones para dar a conocer a los nuevos responsables de la sociedad, así como los nuevos roles que debe asumir cada uno dentro de la organización (programas de comunicación), junto con mecanismos que permitan integrar las múltiples culturas que han surgido para lograr una unidad corporativa que reduzca los costes de organización, como

puede ser crear espacios abiertos para que las distintas personas se relacionen, desarrollar un potente sistema de información y comunicación interno (intranet) que permita la transmisión de conocimientos entre los diferentes integrantes de la institución. Y entre otras medidas, enseñar una planificación con las fases de la fusión, para que conozcamos con cierta certidumbre como se va ir desarrollando el proceso. Para que las fusiones se ejecuten con éxito es necesario tener bien establecido el proyecto, con todos los pasos a realizar, estableciendo incluso un calendario de revisiones periódicas, para garantizar que cualquier problema que se detecte será solventado. Una buena muestra de que todo va a funcionar de manera correcta es que la integración se ponga en marcha antes de que el propio acuerdo este ya firmado, y la compañía cambie de responsables.

Alcalde y Pérez (2004) han profundizado en el mercado de trabajo, y concretamente en que le ocurre a variable del empleo tras un proceso de fusión o una OPA, obteniendo como conclusiones de que el riesgo de que haya reajustes de plantilla aumenta en las empresas que son objeto de una OPA, ya que tras una adquisición de este tipo se producen notables disminuciones en el empleo de estas empresas con relación a su sector siendo significativas en el corto y medio plazo, y que esta circunstancia está vinculada esencialmente con el tamaño de la empresa adquirida ya que son las sociedades grandes las que experimentan con más probabilidad estos recortes en tanto que en las sociedades medianas y pequeñas la adquisición no parece haber tenido efectos significativos sobre el empleo. Entre los factores que influyen en la disminución de la plantilla son la productividad de la mano de obra, ya que los despidos son mayores en aquellas empresas adquiridas que tenían una menor productividad por empleado y una menor rentabilidad financiera relativa antes de la OPA, aumentando la probabilidad de reducciones en el empleo aumenta cuando cambia alguno de los cargos de la cúpula directiva.

A *nivel estratégico* la forma en la que pueden entenderse las fusiones difiere si se realiza desde una perspectiva a nivel corporativo o desde una perspectiva de unidad de negocio que permita alcanzar ventajas competitivas para la empresa. De forma corporativa se emprenden con dos intenciones; la primera elegir un producto o mercado, siendo el instrumento elegido para tal ejecutarla el modo de las adquisiciones o el modo de las colaboraciones con otras empresas; y la segunda intención puede ser la de coordinar los distintos negocios de la empresa, para lo cual se suele utilizar el modo de la integración empresarial (Porter, 1987). Con estas ideas se vuelve a incidir en la decisión que deben de tomar los directivos para conseguir los motivos citados en el punto cuarto de este trabajo, esto es, si deciden adquirir o fusionarse con otras compañías o simplemente deciden colaborar con una empresa ya existente por medio de alianzas estratégicas o joint-ventures, como forma de ir conociendo el negocio. Pero sea cual sea la opción elegida lo que se debe tener presente es que se ha de buscar el modo de integrar no sólo a las personas que se van a ver obligadas a colaborar o desarrollar nuevas tareas, con los conflictos de valores individuales y

corporativos de las entidades de los que provienen, sino que además hay que integrar todos los sistemas de información y de reporting de las empresas implicadas para asegurar el buen término de los acuerdos o de la fusión.

Desde la óptica de los clientes, es necesario informar a los clientes sobre la fusión incluso cuando la información no sea relevante, ya que así la empresa simplemente está manifestando su sensibilidad ante las necesidades de los clientes. Hay que tratar al cliente como un elemento más a tener en cuenta, ya que al fin y al cabo la fuente de ingresos de la empresa sigue dependiendo de él, y sino se encuentra informado puede tomar sus propias decisiones, pudiendo perjudicarse la imagen y la reputación de la empresa. Esto es además más trascendental cuando el cliente al que servimos es una gran empresa. De ahí que a través de todos los medios de comunicación con el que cuenta la empresa para llegar al cliente, ya sean formales con comunicados o de carácter informal con los agentes comerciales se mantenga en todo momento informado de las evoluciones del proceso, y si es posible comunicarle en que manera se va a beneficiar de la fusión, en términos especialmente de precio o de distribución.

En cuanto a la valoración de las expectativas de un proceso de fusión es un aspecto muy delicado, ya que por un lado entran en juego los valores y creencias de las personas que forman parte de cualquiera de las empresas a fusionar y las creencias de los agentes externos a la organización, como pueden ser los inversores, la sociedad y el Estado. En cuanto a los miembros del interior de la organización ya lo hemos comentado anteriormente, el como los procesos de fusión, al implicar cambios suponen un cambio de comportamientos y actitudes que suele verse con mucho miedo, ya que no hay gran certeza en los que van a venir, reina cierto desconcierto, etc. por lo que se deberá buscar dentro de la organización los promotores del cambio, los que si comprenden la fusión y por tanto actúen como líderes arrastrando al resto de personas hacia ese proyecto. Por tanto, las expectativas en la gente de la línea, los nuevos y los directivos que llevan ya mucho tiempo en la organización no suele ser muy favorable.

Sin embargo, las expectativas que puede despertar la fusión en los accionistas es también relevante, ya que posiblemente tenga efectos en el comportamiento alcista o bajista de las bolsas. Por lo normal, las fusiones suelen ser percibidas por los accionistas como algo positivo, ya que se les presentan como algo que va destinado a incrementar el valor de los shareholder, aunque como se ha puesto de manifiesto eso no es del todo correcto.

Y por el lado de la sociedad y del gobierno, las fusiones crea una serie de expectativas que pueden ser favorables, en el caso que se vea como algo necesario y capaz de aportar valor a la sociedad, pero en muchos casos las expectativas que se tienen tienden a asociarse a la idea de que lo que persiguen esas empresas es alcanzar una posición de monopolio y por tanto quedarse la mayor cuota de mercado y el mayor control

posible. De ahí que muchos gobiernos intervengan en los procesos de fusión y no permiten que se desarrollen libremente por miedo a esa situación de romper la competencia o por el hecho de tener grandes repercusiones a nivel social, como puede ser el caso de los despidos colectivos, o un tema que ha estado muy cadente recientemente, el caso de que muchos fondos de pensión se colocarán en bolsa y empresas que normalmente solían realizar procesos de fusiones, lo cual supondría jugar con el futuro de millones de familias en el caso de que la operación no saldría bien destruyendo esa capacidad adquisitiva en el futuro. De ahí que el Estado ante estas situaciones debiera ser capaz de negociar y desarrollar la legislación correspondiente para proteger la figura del ciudadano.

9. MOTIVOS POR LOS CUALES PUEDEN FRACASAR LAS FUSIONES.

Dentro de los principales problemas, algunos de los cuales ya hemos citado, con las que se pueden encontrar las fusiones es destacable la incidencia de los cinco siguientes:

1. Barreras gubernamentales que en principio han frenado estos procesos, por ejemplo con la denominada "*acción de oro*", que consiste en poder vetar determinadas fusiones de compañías privatizadas por parte de determinados estados en función sus necesidades (por ejemplo para proteger determinadas empresas internas, etc.); otras barreras gubernamentales es la falta de consenso a nivel europeo para regular las OPAs en el territorio europeo.

2. Barreras de ciclo económico: hay fenómenos también muy influyentes como son a nivel global la desaceleración económica, que limita a las empresas a llevar grandes operaciones, es decir, el objetivo en estas etapas no se centra en crecer, sino en mantener su posición en el mercado y en cumplir otros objetivos de carácter más operativo, las cosas se centran más en el día a día para corregir posibles discrepancias con el entorno.

3. La psicología de las personas, es decir, el desencanto de los distintos inversores o accionistas. Un ejemplo muy ilustrativo del año 2001 (año elegido para la configuración de la base de datos), es relativo al fracaso de las empresas puntocom y de nueva tecnología, véase el caso de las acciones de Terra. Los inversores tienen miedo en invertir en la bolsa y prefieren destinar sus ahorros a otros medio de canalización de ingresos más seguros como los fondo públicos o productos garantizados. Pero los propios trabajadores también tiene miedo, de ahí que haya mucha gente que abandone la empresa después de la fusión, aunque el trato que le hayan dispensado haya sido bueno, por lo que se denomina la "mentalidad de vencido" (Knowledge Wharton; 2005).

4. La disposición de información y transparencia comunicativa: la información se ha vuelto más realista y sostenible, ya que siguiendo con el ejemplo anterior de la nueva economía, todo el mundo tenía una información muy exagerada y poco precisa, esto es, se apostaba por esta nueva forma de economía desde todos los ámbitos, pero realmente no repararon mucho en estudiar la viabilidad de algo sostenido virtualmente. Además se afecta al valor de las acciones, ya que hay la expectativa de que si se fusionan dos grandes empresas el valor para el accionista será el doble, pero como los estudios relativos a la reacción de los mercados (El País, 29/07/01) se pone de manifiesto que en muchas ocasiones no se genera valor, y como incluso las valoraciones de las acciones han caído.

Por tanto el impacto sobre la gente de las fusiones en estos últimos años ha sido negativo, por lo que será necesario que las próximas fusiones refuercen mucho el aspecto de la comunicación y de la transparencia para devolver esa confianza a los inversores. Para eso los ejecutivos cuando transfieran información, lo deben de hacer de manera cierta y con objetividad, expresando la realidad en cada momento, pero también transmitiendo cierta ilusión para involucrar a toda la persona que es necesario mantener desde la primera transacción y durante todo el proceso de integración. Por su parte si este equipo directivo ha participado en otros procesos de fusión la experiencia que han acumulado es una garantía para el buen término de la misma.

5. Componente organizacional: desde el punto de vista de las organizaciones, los empleados y directivos, los procesos de fusión se ven con miedo, hay confusión y tensión, ya que normalmente estos procesos llevan aparejado un gran número de despidos y jubilaciones anticipadas, y una vez que se lleva a cabo la fusión el conjunto de gente que se unifica, que se crea la nueva plantilla, uno de los fenómenos que hace fracasar el proceso es que esas personas tienen una serie de valores distintos, el gran problema es el choque de dos culturas que se contraponen (Banal-Estañol y Seldeslachts; 2004), y al diseñarse los procesos de fusión no se tienen en cuenta programas de comunicación de cuales son las razones por las que se hace la fusión, cuales son las ventajas, inconvenientes, etc. con la misión de integrar a las personas en este nuevo proyecto, y ayudarles a superar la inercia hacia el cambio.

No obstante se recalca que debe de ser la integración cultural un aspecto a tener en cuenta para garantizar el éxito, pero no debe achacarse el fracaso de la fusión a esta causa en exclusiva. Al producirse la fusión se debe de cuidar mucho todas las actuaciones que se hagan en relación con las personas, ya que si por ejemplo se procede a realizar despidos, o no se intenta recolocar a la gente que ya no se precisa, los empleados que se queden podrán pensar en marcharse al ver el trato hacia sus compañeros. Por otro lado, además de conocer en profundidad la empresa adquirida y el sector, en estas transacciones la velocidad de ejecución es crucial, y más concretamente en los aspectos que afectan a los empleados, como son los despidos, modificaciones de las

prestaciones, cambio del lugar de trabajo o de responsables, etc. siendo por tanto imprescindible que la nueva dirección tenga altas dotes para saber gestionar las resistencias (Galpin y Rendón; 2000). De hecho, aunque las empresas parezcan similares, todas las empresas son diferentes porque los aspectos que las desigualan son las personas, y en sus acciones y formas de afrontar los problemas. Aspectos que en el seno de la empresa se traducen en la gestión de los cambios, los estilos de dirección y liderazgo, los sistemas organizativos o la comunicación informal dentro de la organización, etc.

6. Motivos estratégicos: dentro de estos es posible citar hasta pagos excesivos por la compra de la otra empresa, que desencadenan en un problemas de carácter financiero y de apalancamiento para la compañía resultante, o de carácter tecnológico, con una posible deterioro de las tecnologías usadas por las empresas que se concentran, que podrían quedar sobrepasadas por la aparición de nuevos competidores de menor tamaño pero con innovaciones más avanzadas que permitieran competir en condiciones de igualdad.

En especial un tipo de fusión que fracasa son las realizadas por motivos personales o defensivos por parte de la dirección, en especial, con acciones de endeudamiento para dificultar la operación y reducir el número de compradores. Esto es lo que se denomina *poison pill*, consiste en crear esas ineficiencias mayores, como mecanismo de protección contra las OPA mediante el cual la empresa que lanza la OPA tiene que hacer frente a fuertes cargas financieras por la rescisión de los contratos de los altos directivos. En otros casos, los inconvenientes pueden ser que vengan de los accionistas, en particular, del denominado *free rider* es un accionista que pretende aprovecharse de la OPA lanzada por otro inversor (Grossman y Hart, 1980), así, el accionista se queda esperando a que los resultados de la empresa mejoren con la entrada de un nuevo equipo directivo. La estrategia en este caso es no vender a menos que el precio sea lo suficientemente interesante. Para solventar esta situación muchas empresas adquieren secretamente las acciones en bolsa llegando así a una operación más rentable. La sobreestimación del valor de la empresa que se pretende adquirir es un error que puede llevar a no conseguir los resultados esperados (Roll, 1986).

En el artículo de Knowledge Wharton (2005) se hace alusión a comentarios realizados en forma de entrevista a dos investigadores en materia de fusiones, el Dr. Holthausen y Sikora. El primero explica que las investigaciones realizadas para conocer la evolución de las fusiones, estiman que la tasa de fracasos se sitúa entre el 50% y el 80%. Lo que si es lógico es que las empresas se fusionan acaban haciendo negocios a mayor escala, debido al mayor poder de mercado con el que cuentan, pero hay que analizar si verdaderamente ganan ventajas competitivas. Por su parte Sikora, un tercio de las fusiones generan valor para los accionistas, mientras que un tercio destruyen valor, y otro tercio no alcanzan las expectativas. Además, estos autores relacionan el propio fracaso de la fusión con las expectativas que tiene el mercado, en especial cuando la reacción del mercado es negativa, el resultado de la

fusión suele estar en relación con la misma, esto es, suele acabar en fracaso. Para aquellas que cotizan en bolsa, si la cotización de la empresa compradora baja cuando se anuncia el acuerdo, entonces el mercado está diciendo que es un mal acuerdo.

10. ESTUDIOS DE CARÁCTER CUALITATIVO Y CUANTITATIVO PREVIOS:

A la hora de obtener datos cualitativos relativos a las fusiones es destacable el estudio elaborado por Juan Mascareñas y Gregorio Izquierdo, en el que se pretendía determinar que factores determinaron a priori la fusión y el resultado de los mismos. Para obtener esta información recurrieron a los directivos de las 1.500 mayores empresas españolas tanto a nivel de plantillas, como volumen de negocio, de los que sólo respondieron el 10% de las empresas, principalmente las de mayor dimensión y cotizadas en bolsa.

Entre las conclusiones de este estudio destaca que las empresas de mayor tamaño son las que más operaciones de inversión han realizado en el pasado, y son además las que tienen una mayor intención de adquirir o integrar otras empresas ya que han obtenido buenos resultados. Sin embargo, se advierte de que este resultado no es el esperado, ya que deberían ser las empresas pequeñas las que tuvieran una mayor preocupación por alcanzar un tamaño adecuado. En el año 1999 el sector de la informática y de las telecomunicaciones presentaban la mayor intención de adquirir otras empresas, siendo, por el contrario, los sectores de la hostelería y el turismo los que mejor balance habían presentado en contraste con la industria transformadora de bienes de consumo.

Por otro lado, demuestran que las empresas con mayor facturación son las que más operaciones de desinversión han realizado, y las que mayor intención de continuar haciéndolas, debido a presentar los mejores balances, como consecuencia del mayor dinamismo y flexibilidad de estas empresas, aunque las empresas de la nueva economía son las más propensas a escindir empresas en el futuro, (por la sobrevaloración de las mismas por parte del mercado) de la misma manera que las cotizadas en bolsa, las cuales ya lo han hecho con elevada frecuencia en el pasado.

Entre las variables que se incluían en sus cuestionarios se señalan dos aspectos. Uno relativo a las características de la empresa, tales como el importe de la facturación bruta, la plantilla media, el tipo de empresa (familiar, cotizada, menos de 5 socios, etc.) y el sector de actividad. Y por otro lado, se les pide la opinión sobre el resultado de la adquisición efectuada, la probabilidad de que adquieran o vender empresas en el futuro.

Según este mismo estudio (Izquierdo; 2001) las razones por las que se compran empresas en España radican principalmente en:

- La búsqueda del liderazgo en el sector, razón prioritaria por encima de la creación de valor y la obtención de rentabilidad para el accionista. La preocupación por alcanzar mayores cuotas de mercado obedece a la situación de la mayoría de las empresas, que se encuentran en sectores maduros o que convergen a la madurez con mayor rapidez que en décadas pasadas. Las características de los mercados maduros suponen una reducción de beneficios por la intensa competencia alcanzada, de ahí que se busque defender la participación adquirida en el mercado, a través de diferenciarse de los competidores o directamente adquiriendo a los mismos.
- A nivel de gestión se quieren alcanzar sinergias productivas, así como la mejora de la empresa adquirida. Dentro de las sinergias que se pueden conseguir Ballarín, Canals y Fernández (1994) distinguen tres tipos de sinergias. La primera es la relacionada con las ineficiencias, ya que la fusión de empresas puede originar otra que opere más eficientemente. El segundo tipo de sinergia detectada es la de carácter operativo, que surge en aquellas actividades en las que existen economías de escala, e importante cuando la empresa necesita de una demanda abundante para garantizar su supervivencia. Y por último se identifican las sinergias financieras, que ayudan a explicar la creación de grupos de empresas a través de las adquisiciones.
- Otras razones de menor importancia son es la incorporación de productos o servicios complementarios a los ofrecidos por la propia empresa, o motivos tales como los fiscales.

De la misma forma que los resultados que se destacan tras la fusión son la creación de valor para el accionista, a través de la mejora de la gestión de la empresa adquirida, esta se relaciona en muchos casos con la férrea oposición de los directivos de las empresas adquiridas que llegan a blindar sus empresas, normalmente a costa de las ventajas de sus accionistas. El interés por estas empresas es por la revalorización de la misma en el mercado que se logra por pasar de una gestión ineficiente a una eficiente. No obstante, en muchas ocasiones la forma de conseguir estas empresas es a través de las denominadas OPA (Fernández y Gómez, 1999). Cuando esta reviste la forma de hostil directamente se prescindir de los directivos y se atiende a las consideraciones de los accionistas, siendo la problemática de este tipo de operaciones que crean el desconcierto entre los propios directivos y los empleados, ya que suelen producirse reducciones de plantilla, desinversiones, unido a un mayor endeudamiento y a la aplicación de sistemas de control financiero y operativo más estrictos. Y los accionistas de la empresa, si observan que el precio de la OPA es elevado pueden optar por vender sus acciones de manera especulativa sin valorar que modelo de gestión es mejor, si el existente o el venidero. Blanco (1995) detalla en un estudio descriptivo el conjunto de OPA que

tuvo lugar en España en 1994, dando una aproximación al valor económico y volumen de las mismas.

Siguiendo con las conclusiones obtenidas por el estudio cualitativo de Izquierdo, las operaciones que menos rendimiento has producido, según las opiniones que recogieron de los directivos, son las relativas a buscar la diversificación de las actividades, ya que aunque pueden reducirse los riesgos, no suelen crear valor para el accionista, ya que el propio es capaz de diversificar su riesgo seleccionando una cartera de inversiones compuesta por diferentes conjuntos de acciones. Sin embargo, las ventajas que son más relevantes son de este tipo de estrategia son las de tipo financiero, por permitir aprovechar los recursos del grupo, reduciendo así la dependencia del mercado de capitales, aumentando la capacidad de negociación con las entidades bancarias, además de consolidar las pérdidas fiscalmente de una unidad de negocio con las ventajas de las otras. Por su parte también se logra aplicar los activos intangibles del grupo a todas las empresas, tales como la imagen de marca, las capacidades directivas, el know-how, etc.

Para conocer estas motivaciones y resultados se les pidió a los encuestados que las jerarquizaran y valoraran utilizando cuatro factores. En el primero, de carácter estratégico se incluían entre otros, la consecución del liderazgo del sector, el crecimiento externo horizontal; afrontar el incremento de la competencia; diversificación de actividades en otros sectores; diluir la participación y control de algunos accionistas, etc. Un segundo bloque de carácter organizativo y operativo recoge como ítems la obtención de sinergias productivas; la mejora de la gestión de la empresa adquirida; la reducción de costes; compartir recursos productivos; potenciar el nivel tecnológico de la producción; necesidad de dimensionar la plantilla. Dentro de los factores financieros se pregunta sobre la creación de valor para el accionista, las ventajas fiscales, la mejora al acceso al mercado de capitales, etc. Y por último se destacan los factores de carácter comercial, valorando aspectos tales como el aumento de la cuota de mercado, la búsqueda de productos y servicios complementarios, la mejora de la red de distribución, etc.

También se pretende dar respuesta a la pregunta de porqué se venden empresas en España. La motivación es reorientarse hacia actividades o sectores con mayor capacidad de potencial de crecimiento o rentabilidad, para maximizar la creación de valor para los accionistas. El resultado del trabajo de campo demuestra que en primer lugar hay que centrarse en la actividad principal, y en segundo término buscar un realineamiento estratégico, para alcanzar una economía de diferenciación y de escala simultáneamente. Otra de las razones por las que se decide proceder a las desinversiones es la de obtener financiación para llevar a cabo nuevos proyectos o reducir el nivel de endeudamiento, ya que para determinadas inversiones el nivel de apalancamiento puede resultar negativo, por lo que se decide crear valor para el accionista deshaciéndose de sus activos con menor rentabilidad económica.

Y en otras ocasiones simplemente el motivo de la venta trata de corregir una adquisición que finalmente no resultó exitosa, o por la necesidad de liquidez de la empresa para atender los compromisos con los accionistas. Dentro de las peores posibilidades también se destaca la relativa a la incapacidad de superar el relevo generacional, por las dificultades de superar la gestión profesional de la empresa con los dispares intereses y objetivos de los diferentes grupos involucrados en la sucesión.

Para valorar esta cuestión se pide información acerca de una serie de variables que se agrupan en tres grandes factores. Los de carácter estratégico se incluyen aspectos tales como la concentración en la actividad principal; abandonar actividades maduras o motivos defensivos. Un conjunto de factores organizativos y operativos recoge variables tales como la ausencia de sinergias; los problemas de gestión y control de la empresa transmitida; la reducción de activos redundantes; las dificultades laborales, etc. Y por último, factores de carácter financieros tales como la optimización del valor para el accionista, la obtención de financiación para acometer nuevos proyectos o la falta de recursos para financiar un periodo transitorio de pérdidas (Izquierdo, 2001).

Otro de los estudios en los que se aborda el tema cualitativo a través de encuesta es el desarrollado por Bernabé y Lobo (2005), aunque la diferencia que presenta respecto al estudio anterior radica en la forma en la que se ha planteado la investigación, ya que esta se centra en el analizar el impacto sobre los sistemas de información, más concretamente los sistemas de control, como complemento a la contabilidad de costes. Para conocer el impacto de un proceso de fusión han seleccionado una empresa del sector químico, TESA, y han realizado una serie de entrevistas a todos los responsables de la empresa, pasando tanto por el director del área de desarrollo, el jefe de contabilidad, el director de producción, el responsable del sistema de costes, etc. mediante entrevistas de carácter telefónico o bien personales. Las variables que han tratado de medir se resumen en las siguientes: condiciones del entorno para la fusión, delegación en la sociedad; características de la información para la gestión, desarrollo de los sistemas de información y la contabilidad para la gestión (contabilidad de costes, presupuestación, previsiones, etc.) y la valoración de la compra de la empresa por un grupo americano.

Los resultados que destacan de su investigación ponen de manifiesto como el sistema de control de la empresa cambio sensiblemente ante el cambio de propiedad que sufrió la compañía analizada, en especial el sistema de reporting de los resultados y de evaluación de las inversiones que fueron modificados para lograr una mayor integración entre los sistemas de control de las dos organizaciones, con la intención de poder modificar la cultura organizativa. A nivel organizativo ponen de relieve que se ha producido una mayor descentralización en aspectos de política de inversiones y su evaluación, con la reducción de los informes a cumplimentar. Otro de las conclusiones interesantes que se deducen de

esta investigación es la relacionada propiamente con la descentralización, ya que la compañía que adquirió la empresa química no se dedicaba a esa actividad, por lo que la gestión del negocio queda descentralizada, por lo que la adquirente sólo ejercerá funciones de dominio en las actividades de apoyo, superando los problemas de la gestión corporativa versus la gestión local.

Sin duda la principal aportación de esta investigación es la relativa al método de estudio, con la incorporación de cuestiones relativas a la psicología y la sociología para poder comprender de una manera más detallada el proceso de cambio organizativo, cultural, así como el cambio en los sistemas de control que suponen las fusiones y adquisiciones. El único inconveniente de esta forma de análisis es que las conclusiones no se pueden generalizar a otro tipo de empresas, sino que lo que permite es extraer ideas acerca de la forma en que puede cambiar la organización y sus sistemas de información para adaptarse a los nuevos modelos organizativos o de control impuestos exógenamente.

Otros estudios que trabajan con información contable y por tanto que persiguen conclusiones de carácter económico-financiero han tratado de conocer mediante un modelo exploratorio (basado en técnicas univariadas y multivariadas) las principales relaciones que distinguen a las empresas absorbentes de las que no participan en procesos de fusión. Concretamente nos estamos refiriendo al trabajo de Colarte y Rodríguez (2004) titulado "*Resultados económicos y financieros de las fusiones en España*". Entre las técnicas que han utilizado destacan los modelos de regresión logística binaria, y con variables significativas que formen parte de la ecuación de la regresión se han buscado relaciones económico-financieras que distingan a las empresas absorbentes de aquellas que no se han fusionado.

Los resultados de su investigación no son favorables a las fusiones de empresas, al menos tomando en cuenta las relaciones económicas y financieras subyacentes en su muestra de estudio, formada por empresas cotizadas de sectores no financieros del mercado español. Por otro lado ofrecen los resultados distribuidos en los años siguientes a la fusión, para conocer los efectos de la misma un año después de la fusión, al cabo de dos años, y al cabo de tres años. Más concretamente las empresas que han se han fusionado presentan una mejora en la liquidez relativa asociada a la estructura del activo circulante, de la misma forma que se incrementa la estructura del endeudamiento a largo plazo. En relación a la rentabilidad la única variable que consideran significativa es la ratio Beneficio de explotación / Ventas, aunque este fue mayor en las empresas que no se habían fusionado por lo que detectan la falta de generación de recursos en las empresas fusionadas, esto es, una menor retención de beneficios, que pone de relieve que los nuevos negocios adquiridos no revitalizaron la autofinanciación neta empresarial de las empresas fusionadas. De igual forma la productividad es menor tras la fusión. Las únicas variables que si se incrementaron la posición en el mercado, junto con un crecimiento de los fondos propios

Haciendo un repaso de carácter internacional a lo largo del tiempo, Singh (1971) analizó una muestra de 77 fusiones correspondientes al Reino Unido y acontecidas desde 1955 hasta 1960. Utilizó medidas de rentabilidad y encontró que, en el año de la fusión, el 62,2% de las firmas empeoraron su rentabilidad y dos años después, el 57,1% de las empresas experimentaron el peor nivel de su historia en este indicador. En la década de los ochenta, Cable, Palfrey y Runge (1980) estudiaron una muestra de 55 fusiones correspondientes a Alemania Occidental, desde 1964 hasta 1974 empleando ratios de rentabilidad como medida del resultado concluyendo que las empresas fusionadas presentaron resultados superiores, pero muy poco significativos, respecto a los resultados obtenidos por el sector. La conclusión de estos autores fue que determinadas empresas evitan las pérdidas de rentabilidad fusionándose con empresas de sectores rentables. Peer (1980) estudió una muestra formada por 29 fusiones holandesas en el período de 1962 a 1973. Empleó ratios de rentabilidad; y encontró que las empresas fusionadas presentaron valores más bajos que los obtenidos por el sector.

En la década de los noventa, Healy, Palepu y Ruback (1992) estudiaron 50 grandes fusiones ocurridas en Estados Unidos, en el período de 1979 a 1984 utilizando para medir los resultados el cash flow de las operaciones, dividido por el valor de mercado de las acciones y el valor en libros de la deuda, ajustado por el sector de pertenencia de las empresas de la muestra. Sus resultados fueron favorables a los procesos de fusión. En la década del 2000 destaca el trabajo de Ghosh (2001) que evalúa la performance operativa resultante de las operaciones de concentración utilizando una muestra de 315 pares de firmas adquirentes y adquiridas en operaciones de concentración norteamericanas ocurridas desde 1981 hasta 1995 y aplica la metodología de datos de panel, no encontrando evidencias de incremento de la performance operativa después de las operaciones de concentración. En otra dimensión de la investigación, detecta que el cash flow se incrementa en las operaciones financiadas con dinero líquido, no así cuando se financian con acciones (Colarte y Rodríguez, 2004).

La preocupación por el tema de las fusiones considerando el tamaño de las empresas que intervienen en las mismas, ponen de manifiesto que cuando se analizan las fusiones el efecto del tamaño ha de tenerse en cuenta de tal manera que sería preciso realizar algunos ajustes a los datos. Es más, las distorsiones que se pueden producir pueden ser magnificadas por la utilización de un periodo de estudio temporal excesivamente corto. También se muestran síntomas de preocupación a la hora de que la mayoría de los estudios trabajan con datos de grandes empresa o aquellas que se encuentran cotizadas en bolsa, de tal manera que el impacto del tamaño sigue siendo una variable que todavía no ha sido bien considerada (Keown y Fields;1988)

En resumen, la mayoría de los trabajos empíricos realizados para medir los resultados de las fusiones por esta vía provienen de los EE.UU y

Gran Bretaña. Las diferentes regulaciones económicas entre países, así como los distintos tipos impositivos y las diversas fórmulas posibles de contabilización de la operación de fusión han obligado a establecer varias medidas de resultados. Ello ha afectado, por un lado, a las comparaciones entre trabajos de diferentes países y, por otro, ha hecho difícil establecer criterios generalizadores sobre el impacto de las fusiones. La evidencia empírica de los resultados de las fusiones y adquisiciones de empresas utilizando la información contable es un tanto contradictoria e inconsistente, siendo es difícil llegar a conclusiones sobre el impacto de las fusiones en cuanto a la creación de valor para la empresa resultante de la combinación.

11. CREACIÓN DE LA BASE DE DATOS:

11.1 Obtención y tratamiento de los datos.

La investigación, además de profundizar en la literatura económica y financiera concerniente a los procesos de fusiones y adquisiciones, persigue una profundización de carácter práctico, mediante la creación y posterior explotación de una base de datos de empresas españolas que hayan llevado a cabo estos procesos en los últimos años.

Para la creación de la base de datos se han seleccionado las empresas que pasaron por estos procesos en el año 2001. Una vez que se seleccionen se obtendrán los datos financieros y económicos más relevantes de las mismas. Para obtener estos datos se utilizará la información contenida en la base de datos SABI (Sistema de análisis de Balances Ibéricos) de la compañía Informa. S.A.

La razón por la que se han elegido las empresas que se fusionaron en el año 2001 se argumenta en la disponibilidad de datos, esto es, ya que lo que se pretende es conocer la creación de valor de las empresas que se fusionen o se adquieren, se obtendrán los datos de las empresas fusionadas anteriores al año de la fusión, por lo menos en los tres años inmediatos, y por su parte se extraerán los datos después de la fusión en los años sucesivos, con un mínimo también de tres años. De esta forma se logrará ver la evolución en el crecimiento del valor añadido teniendo como punto de inflexión el propio año de la fusión.

Para la extracción de los datos se ha recurrido a la información contenida en el Registro mercantil a través de su versión electrónica. Para acceder a ella sólo se necesita escribir en la barra de direcciones <http://www.boe.es/g/es/borme/anyos/2006.php>. Desde esa página con la herramienta de ayuda avanzada se ha seleccionado la información relativa a "fusiones" desde el 01/01/2001 hasta el 31/12/2001. Como consecuencia de esta búsqueda se obtuvo un resulta de 4.662 anuncios inscritos en el sección II del BORME que contenían esa palabra. No obstante, para tener una precisión mayor se reviso los anuncios de

fusión con fechas posteriores al 31/12/2001 para recoger aquellos anuncios que se hubieran acordado estrictamente en el mes de diciembre.

El hecho de acudir a los anuncios publicados en el BORME se ampara en la normativa vigente, más concretamente por el RDL 1564/1989 de 22 de diciembre, en el artículo 242 y 245 del TRLSA relativo a la publicación y a la inscripción de la fusión, contemplando que *"El acuerdo de fusión, una vez adoptado, se publicará tres veces en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en dos periódicos de gran circulación en las provincias en las que cada una de las sociedades tengan sus domicilios. En el anuncio se hará constar el derecho que asiste a los accionistas y acreedores de obtener el texto íntegro del acuerdo adoptado y del balance de la fusión"*.

A continuación, una vez conocidos los anuncios se configuró una base en la que se hacía constar tanto las empresas resultantes de los procesos (ya fueran de nueva denominación o las adquirentes en caso de procesos de absorción) como las empresas que han resultado fusionadas o absorbidas, relacionadas ambas mediante filas dentro de una hoja de Excel, de tal forma que es posible conocer en todo momento la empresa resultante y las empresas que han configurado la nueva empresa, además de la fecha en la que se produjo la fusión y el tipo de la misma.

Como se ha indicado el hecho de que la fusión aparezca anunciada tres veces da lugar a una repetición de datos, por lo que se han eliminado los registros que se repiten para quedarse sólo con uno de ellos. De esta manera el total de anuncios que ha sido posible establecer es de 1533 empresas. Para conocer de cuales se ellas se disponían de datos se integro la base de datos de fusiones creadas con los registros de la base SABI para quedarnos con aquellas que ofrezcan información, de tal forma, que ha sido posible encontrar con datos un total de 1162 empresas, lo que supone tener información del 75.79% de los datos, lo que supone una amplia muestra para poder extraer conclusiones, ya que un error de muestreo de un 1.44%, considerando un intervalo de confianza del 95.5%.

Para poder acceder a cada uno de los anuncios se facilitan los enlaces a cada uno de ellos, en el contenido del CD que acompaña a esta investigación. Una vez que tenemos identificada la base de datos se va a proceder a subdividirla en grupos, para poder realizar un análisis agregado en base a distintos criterios, tales como el sector de actividad al que pertenecen las empresas, y el tamaño empresarial.

La forma en la que se han elegido los sectores de actividad parte de la división de los códigos de la CNAE-93 revisada en siete extractos de tal forma que resulta:

- Sector agrario: códigos del 1 al 5.
- Sector extractivas, energía y agua: códigos del 10 al 14 y del 40 al 41.

- Sector manufactura tradicional: códigos del 15 al 23, del 26 al 28 y del 36 al 37.
- Sector industria intermedia y avanzada: códigos 24 al 25 y del 29 al 35.
- Sector de la construcción: código 45.
- Sector comercio: códigos del 50 al 52.
- Sector servicios: códigos del 55 al 93

De tal manera que las empresas absorbentes resultantes se encuentran dispuestas de la siguiente manera:

CUADRO 2
Empresas absorbentes 2001 por sectores

	Frecuencia	Porcentaje
S. agrario	18	1,50
S. extractivas	17	1,50
S. manufactureras	135	11,60
S. industria avanzada	66	5,70
S: construcción	60	5,20
S. comercio	179	15,40
S. servicios	687	59,10
Total	1162	100,0

Fuente: Elaboración propia.

Y en relación con el tamaño empresarial, para clasificar a las empresas se utiliza la definición que proporciona la Unión europea, con vigencia desde el 1 de enero de 2005. (Recomendación de la CE 2003/361/CE concerniente a la definición de pequeña y mediana empresa). En esta recomendación se elige la PYME teniendo en cuenta tanto el volumen de empleados, como un requisito de carácter financiero, esto es, para ser calificada se requiere junto al volumen de empleo, tener un determinado volumen de negocio o una cifra de balance también establecida jurisdiccionalmente. No obstante la recomendación recuerda que el criterio principal sigue siendo el volumen de efectivos, esto es, el número de empleados.

CUADRO 3.
Definición de PYME

Categoría de empresa	Efectivos	Volumen de negocio	Balance general
Mediana	<250	<= 50 m €	<= 43 m €
Pequeña	<50	<= 10 m €	<= 10 m €
Micro	<10	<= 2 m €	<= 2 m €

Según la consideración cuarta de la recomendación el número de personas ocupadas (*criterio de los efectivos*) "tiene que imponerse como criterio principal, aunque se aconseja introducir como criterio

complementario un criterio financiero” para poder comprender la importancia real de la empresa., usando el criterio del volumen de negocios que debe combinarse con el del balance general, de forma que se pueda superarse uno de los dos criterios. No obstante, con las empresas que tengan más de 250 trabajadores, o menos pero incumplan algunas de las premisas establecidas se clasificarán como grandes. Una primera aproximación a la clasificación por empleo nos ordena las empresas tal que:

CUADRO 4.
Definición de PYME por tamaño empresarial

Tipología	Frecuencia	Porcentaje
Micro empresas	396	34.1
Pequeñas empresas	278	23.9
Medianas empresas	243	20.9
Grandes empresas	157	13.5
Sin clasificar	88	7.60
Total empresas	1162	100

Fuente: Elaboración propia.

Con las 1162 empresas ya identificadas por tamaño empresarial y sector de actividad, se han creado 5x7 grupos para explotar sus ratios más significativos. Con las 88 empresas que han quedado sin clasificar se debe a que no hay un casamiento claro con el volumen empresarial con los ratios financieros, o porque no se conoce el dato del número de empleados. Por ejemplo, puede ser que la empresa se encuentra clasificada como micro empresa pero las ratios de activo y volumen de ventas sean superiores a los datos de la recomendación para clasificarlos como micro empresas.

Por esta razón se van a clasificar atendiendo a razones lógicas, esto es, por volumen de empleo, por considerar que es el ratio que marca la significatividad, y atendiendo al criterio financieros. Por tanto las decisiones para clasificar son:

- Para las que no se dispongan del número de empleados se utilizará los ratios financieros para clasificarlas.
- De las que sólo se disponga del número de empleados este será el criterio que se utilizará.
- Si una empresa por volumen de empleados muestra ser pequeña empresa, pero los ratios financieros se sitúan con magnitudes de mediana o grande empresa, esta será clasificada como pequeña empresa atendiendo al criterio de empleo, y de mediana siguiendo el criterio financiero.
- En el caso de que sea mediana por empleo pero presente valores de balance y ventas de grande será considerada como empresa mediana en el criterio de empleo y de grande según el criterio financiero.

- Las que presenten más de 250 trabajadores directamente serán clasificadas como grandes empresas independientemente del volumen de negocios y de activos, ya que la condición primordial sigue siendo el volumen de empleo.
- Estas decisiones se han basado en la recomendación ya que se establece que "los límites para los efectivos y los límites financieros representan máximos, y los Estados miembros, el BEI y el FEI pueden fijar límites más bajos que los comunitarios para dirigir acciones hacia una categoría precisa de PYME. *Por razones de simplificación administrativa pueden optar por atenerse a un criterio único, el de sus efectivos, al aplicar algunas de sus políticas, a excepción de los ámbitos cubiertos por las distintas normas sobre derecho de la competencia que exigen igualmente seguir y respetar criterios financieros*".

De aplicar estos criterios pasamos a tener grupos de volumen de empleo que se representan tal como sigue, atendiendo a diferentes clasificaciones:

1. Atendiendo exclusivamente al *volumen de empleo* que declaran las empresas. La composición del grupo de empresas absorbentes sería tal como queda:

CUADRO 5.
Volumen de empleo

Tipología de empresas	Frecuencia	Porcentaje
Micro empresas	446	38,4
Pequeñas empresas	293	25,2
Medianas empresas	259	22,3
Grandes empresas	164	14,1
Total	1162	100,0

Fuente: Elaboración propia.

2. Atendiendo exclusivamente a criterios financieros, esto es, en el caso de que las cifras de empleo sean discordantes con las de activo y beneficio, priorizando en este caso las interpretaciones financieras. Por ejemplo, si por tamaño es micro pero los dos criterios financieros indican que es pequeña se clasifica como pequeña.

CUADRO 6.
Según criterios financieros

Tipología de empresas	Frecuencia	Porcentaje
Micro empresas	396	34,1
Pequeñas empresas	294	25,3
Medianas empresas	273	23,5
Grandes empresas	199	17,1
Total	1162	100,0

Fuente: Elaboración propia.

3. Usando una mezcla de ambos factores. Más concretamente en este caso las medianas empresas que presenten cifras de balance y ventas de grandes serán catalogadas como tales, o las micros que presenten indicadores financieros de pequeñas serán clasificadas de pequeñas, mientras que en las que la interpretación de los agregados financieros sea más compleja, como por ejemplo, tamaño microempresa, balance pequeña y beneficio de grande se valorará teniendo en cuenta la disposición de los efectivos de trabajo.

CUADRO 7.
Según volumen de empleo y criterios financieros

Tipología de empresas	Frecuencia	Porcentaje
Micro empresas	430	37,0
Pequeñas empresas	290	25,0
Medianas empresas	251	21,6
Grandes empresas	191	16,4
Total	1162	100,0

Fuente: Elaboración propia.

Puede apreciarse como en este caso, las que más ven afectadas su porcentaje de participación son las medianas que pasan a convertirse muchas de ellas en grandes por el elevado valor de la cifra de activos y de la cifra de negocios, de la misma forma que algunas de las microempresa que se han convertido en pequeñas. El hecho de presentar pocas diferencias los tres criterios, salvo la descrita, implica que para efectuar los análisis nos quedaremos con este criterio que mezcla ambos componentes de la realidad de las empresas, por ser el que puede ajustarse en mayor medida a su verdadera dimensión.

Una vez que quedan definidos los criterios de sector de actividad y volumen de empleo realizamos un análisis cruzado para sacar cual es la combinación de ambas variables, obteniendo el siguiente cuadro:

CUADRO 8.
Empresas absorbentes por sector de actividad

Sectores de actividad	Tamaño empresarial				Total
	Micro	Pequeña	Mediana	Grande	Total
Sector agrario	12	4	2	0	18
	66,7%	22,2%	11,1%	,0%	100,0%
Sector extractivas	7	4	4	2	17
	41,2%	23,5%	23,5%	11,8%	100,0%
Sector manufacturera	10	40	45	40	135
	7,4%	29,6%	33,3%	29,6%	100,0%
Sector industria avanzada	2	21	20	23	66
	3,0%	31,8%	30,3%	34,8%	100,0%
Sector construcción	16	18	18	8	60
	26,7%	30,0%	30,0%	13,3%	100,0%
Sector comercio	30	57	61	31	179
	16,8%	31,8%	34,1%	17,3%	100,0%
Sector servicios	353	146	101	87	686
	51,3%	21,3%	14,7%	12,7%	100,0%
Total por sectores	430	290	251	191	1161
	37,0%	25,0%	21,6%	16,5%	100,0%

Fuente: Elaboración propia.

De manera inversa podemos conocer la distribución por el volumen de empleo.

CUADRO 9.
Empresas por volumen de empleo

Sectores de actividad	Tamaño empresarial				Total
	Micro	Pequeña	Mediana	Grande	Total
Sector agrario	12	4	2	0	18
	2,8%	1,4%	,8%	,0%	1,5%
Sector extractivas	7	4	4	2	17
	1,6%	1,4%	1,6%	1,0%	1,5%
Sector manufactureras	10	40	45	40	135
	2,3%	13,8%	17,9%	20,9%	11,6%
Sector industria avanzada	2	21	20	23	66
	,5%	7,2%	8,0%	12,0%	5,7%
Sector construcción	16	18	18	8	60
	3,7%	6,2%	7,2%	4,2%	5,2%
Sector comercio	30	57	61	31	179
	7,0%	19,7%	24,3%	16,2%	15,4%
Sector servicios	353	146	101	87	687
	82,1%	50,3%	40,2%	45,5%	59,1%
Total	430	290	251	191	1162
	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia.

De estas dos tablas se extrae una primera consideración en relación al tipo de empresas que se crean tras las fusiones. En relación al tamaño las microempresas resultantes son mayoritariamente del sector servicios, alcanzando un 82.1% del total de los casos. Esto puede deberse a la menor necesidad de activos fijos que se utilizan en el sector servicios y la agilidad de las microempresas para adaptarse a otros sectores, en especial los que no requieren de grandes inversiones estructurales. Las pequeñas, aprovechando las ventajas de las micros, se sitúan con carácter también preferente en el sector servicios, pero suele distribuirse con más difusión en otros sectores, en especial, los relacionados con el comercio mayorista o minorista y el sector manufacturero; comportamientos más agudizados cuando se hace referencia a las medianas empresas. Por último, las grandes suelen ubicarse, al igual que el resto en el sector servicios, pero su presencia es más relevante en comparación con las anteriores en el sector de la industria, tanto manufacturera, como en la avanzada, sectores que precisan de una mayor cantidad de activos tanto financieros como productivos, siendo las grandes empresas capaces de entrar y adaptarse en el sector con una relativa facilidad.

Y de la tabulación por sectores, se aprecia como las fusiones en el sector agrario son escasas, pero producidas en su gran totalidad por las microempresas. Los procesos de F&A en la industria manufacturera es desarrollada por las medianas y grandes, de igual forma que en la industria avanzada e intermedia. En la construcción el reparto es equitativo entre todos los tamaños empresariales, a excepción de las grandes, aspecto que hoy ha evolucionado debido al gran desarrollo del sector en los últimos años. El comercio esta abanderado por las pequeñas y medianas, mientras que el sector servicios la preponderancia es de las microempresas.

No obstante, una vez que tenemos la base de datos de empresas absorbentes, hay que hacer previamente la consideración de que algunas empresas no facilitan datos más allá del año 2003 por lo que la precisión de los datos no es del todo correcta. Lo que se ha realizado es eliminar de esta base de datos diseñada las empresas resultantes de las que no se dispongan datos antes de 2001, por no poder conocer cual ha sido la evolución y la creación de valor de la empresa a partir de esa fecha, elemento clave del análisis. En esta situación aunque se encuentran pocas empresas se eliminaran para reducir los sesgos de información.

Las últimas fechas de cuentas de las empresas que disponemos en la base que se viene comentando muestra la siguiente estructura:

CUADRO 10.
Ultima información disponible de empresas absorbentes

Fechas disponibles	Frecuencia	Porcentaje
Antes o del 2001	79	6.7
Del año 2002	86	7.4
Posteriores al 2002	997	85,9
Total empresas	1162	100,0

Fuente: Elaboración propia.

Como se ha indicado esas 69 empresas que no ofrecen información actualizada, o de sólo el 2001, no permite conocer con precisión como ha evolucionado la empresa, ya que sólo se dispone de un año tras la fusión. Se considera un año ya que la fusión al producirse dentro del 2001 sus cuentas anuales elaboradas a 31 de diciembre deberían recoger ya el impacto de la fusión o la adquisición. Un elemento enriquecedor, pero del cual no se dispone serían las memorías de estas empresas, ya que podría verse una descripción del impacto que los responsables de la empresa creen que esta operación societaria tendría en la estructura patrimonial y de resultados de la empresa. Estas 69 empresas por tanto serán eliminadas.

Con las empresas que se han constituido en el año 2002 si las consideremos porque son apenas el 7.4% de la muestra, y su inclusión, aunque no ofrece la evolución de al menos tres años, si aporta información de los dos primeros años tras la fusión. No obstante, serán tenidas en cuenta para realizar un análisis por separada, ya que es un colectivo importante a la hora de conocer el éxito o fracaso de a fusión, aunque a priori estas empresas puedan parecer las que han fracasado en la fusión, por haberse extinguido a los dos años de la misma. Otra explicación, totalmente contraria a la anterior, es que el proceso de F&A si hubiera cuajado y simplemente la empresa ha cambiado de forma jurídica o de denominación social. Y las que si se ofrecen datos más allá del año 2003 ofrecen como mínimo información de tres años, siendo las que realmente nos interesan, ya que en ellas va a ser posible conocer como ha evolucionado la compañía desde el año 2001. De forma más detallada se dispone información de empresas del año 2004 y posteriores de un total de 511 empresas (44%), y con cuentas hasta el año 2003 para 486 empresas (41.2%). De esta forma el número de empresas con las que vamos a trabajar son 1083. De todas formas en la obtención de los datos se tiene en cuenta el hecho de que hasta 2002 hay 1083 y a partir de 2003 se reduce hasta 997.

Por tanto, la forma en la que se encuentra distribuida la base de datos final es la siguiente, en función del empleo y del sector de actividad.

CUADRO 11.
Clasificación de empresas absorbentes por tamaño empresarial y sector

Sector de actividad	Tamaño empresarial				Total	
		Micro	Pequeña	Mediana	Grande	Total
Sector agrario	Recuento	11	4	2	0	17
	% de sector	64,7%	23,5%	11,8%	,0%	100,0%
	% de empleo	2,8%	1,5%	,8%	,0%	1,6%
Sector extractivas	Recuento	7	3	4	2	16
	% de sector	43,8%	18,8%	25,0%	12,5%	100,0%
	% de empleo	1,8%	1,1%	1,7%	1,1%	1,5%
Sector manufactura	Recuento	9	36	43	39	127
	% de sector	7,1%	28,3%	33,9%	30,7%	100,0%
	% de empleo	2,3%	13,4%	18,1%	21,4%	11,7%
Sector industria avanzada	Recuento	2	18	19	21	60
	% de sector	3,3%	30,0%	31,7%	35,0%	100,0%
	% de empleo	,5%	6,7%	8,0%	11,5%	5,5%
Sector construcción	Recuento	14	18	18	8	58
	% de sector	24,1%	31,0%	31,0%	13,8%	100,0%
	% de empleo	3,5%	6,7%	7,6%	4,4%	5,4%
Sector comercio	Recuento	28	55	59	27	169
	% de sector	16,6%	32,5%	34,9%	16,0%	100,0%
	% de empleo	7,1%	20,5%	24,9%	14,8%	15,6%
Sector servicios	Recuento	325	134	92	85	636
	% de sector	51,1%	21,1%	14,5%	13,4%	100,0%
	% de empleo	82,1%	50,0%	38,8%	46,7%	58,7%
Total	Recuento	396	268	237	182	1083
	% de sector	36,6%	24,7%	21,9%	16,8%	100,0%
	% de empleo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración propia.

El siguiente paso para configurar la fuente de información es introducir ahora las empresas absorbidas. Estas estaban asociadas en todo momento a las empresas absorbentes en la misma fila en la que se encontraban estas, para saber en todo momento a la hora de hacer la limpieza de la base de datos con cuales nos estábamos quedando. Esto es, una vez que tenemos identificadas a las empresas absorbentes o de nueva creación por el tamaño empresarial y por el sector de actividad, hay que introducir en la base de datos de SABI las empresas absorbidas. Para ello, previamente se han creado 28 grupos de empresas, esto es 4 por tamaño y 7 por sectores de actividad.

Para ilustrar la casuística a seguir a partir de ahora, utilizaremos un ejemplo. Si estamos con empresas del sector servicios y de tamaño empresarial pequeño, es posible conocer cuales son las empresas absorbidas de estas. Una vez identificadas se introducen en la base de datos SABI para extraer sus principales datos financieros. Y una vez que

ya se tienen los datos de las absorbidas, se creará un nuevo grupo definitivo en el que se incluyan tanto las absorbidas como las absorbentes, para ya con este grupo formado explotar los principales ratios financieros, y establecer como punto crítico el horizonte temporal del 2000-2001 ya que debería producirse el cambio de tendencia como consecuencia del proceso de F&A.

No obstante, hay que realizar una precisión en la consideración de las empresas absorbidas, ya que para el archivo conjunto en el que se recogen los datos de las empresas absorbidas y absorbentes por tamaño y por sector, en el caso de que no se disponga información de la empresa absorbida pero si de la absorbente esta no será tenida en cuenta. Y en el caso de que sean múltiples las empresas absorbidas se establece la restricción de que al menos para considerarla junto con la absorbente debe de haber al menos datos de una de las absorbidas. Con estas exigencias, aunque se consigue una base de menor número de empresas se consigue que las empresas que se presenten estén totalmente relacionadas las unas con las otras, ya que poco aportaría al análisis disponer de los datos de las absorbentes y no de las empresas de las cuales proceden. No obstante, los datos de las empresas absorbentes se mantienen recogidos de forma aislada para el caso de que se quieren realizar análisis parciales sobre las empresas que se han fusionado en ese periodo.

Esta misma tarea se realizará para los 28 grupos considerados. Y con todos ellos ya quedará cerrada la presentación y obtención de la base de datos, siendo el siguiente paso la elaboración de resúmenes financieros que sinteticen temporalmente la evolución de las empresas resultantes. Por tanto, una vez implementados todos estos criterios en los resultados de los que disponíamos la base de datos de empresas fusionadas en el año 2001, lo cual supone quedarnos definitivamente con 859 empresas absorbentes, perdiendo 224 empresas absorbentes al no disponer de datos de sus empresas absorbidas. Por otro lado el número total de empresas absorbidas de las que se disponen sus cuentas anuales son 1267. Si se compara la tabla final con la anterior puede verse como la mayor pérdida de información proviene de las microempresas, donde pasamos de 396 empresas a 279, así como del sector de servicios que pierde contenidos de 149 empresas, lo cual viene explicado por la mayor participación de las microempresas en el sector de los servicios.

La composición de este conjunto de empresas de manera sectorial como por tamaño empresarial mantiene la estructura que se refleja seguidamente:

CUADRO 12.
Distribución de empresas absorbidas en función de la absorbente

Sector de actividad		Tamaño empresarial				Total
		Micro	Pequeña	Mediana	Grande	Total
Sector agrario	Recuento	12	8	4	0	24
	Absorbente	6	4	2	0	12
	Absorbidas	6	4	2	0	12
Sector extractivas	Recuento	10	8	8	6	32
	Absorbente	5	3	4	2	14
	Absorbidas	5	5	4	4	18
Sector manufactura	Recuento	11	70	89	76	246
	Absorbente	5	32	36	39	112
	Absorbidas	6	38	53	37	134
Sector industria avanzada	Recuento	4	20	36	47	107
	Absorbente	2	10	15	20	47
	Absorbidas	2	10	21	27	60
Sector construcción	Recuento	27	32	34	30	123
	Absorbente	12	15	14	8	49
	Absorbidas	15	17	20	22	74
Sector comercio	Recuento	37	93	132	83	345
	Absorbente	16	45	53	24	138
	Absorbidas	21	48	79	59	207
Sector servicios	Recuento	545	283	194	227	1249
	Absorbente	233	101	74	79	487
	Absorbidas	312	182	120	148	762
Total	Recuento	646	514	497	469	2126
	Absorbente	279	210	198	172	859
	Absorbidas	367	304	299	297	1267

Fuente: Elaboración propia.

Una vez confeccionada la base de datos, y para la investigación que esta pendiente de desarrollarse dentro de SERVILAB, se utilizará para la confección de análisis descriptivos y estadísticos, para conocer la creación de valor de las empresas que se han fusionado en el año 2001. Los datos que consisten en la obtención de 31 ratios de carácter financiero-económico, tales como la rentabilidad financiera, económica, la productividad, el apalancamiento financieros, la propia generación de valor añadido, ratios relativos al periodo de maduración o ciclo productivo. Estos ratios serán disponibles para una serie de años que abarcarán desde 1997 hasta 2004, por lo que en relación a los estadísticos descriptivos se podrán obtener gráficos de evolución del comportamiento de los ratios a lo largo de ese conjunto de años considerados, para poder conocer la evolución o senda de tales magnitudes.

Con carácter más cuantitativo se ofrecerá, entre otros, la media, la mediana, la varianza y el número de casos con los que se está trabajando en cada momento. Por otro parte es posible con estos datos realizar otros análisis, como son los de carácter paramétrico (Scheffé y Anovas) y no paramétricas (Kolmogorov-Smirnov y Prueba de Kruskal-Wallis), con la finalidad de descubrir si hay diferencias significativas a nivel estadístico entre los distintos grupos considerados, ya sean por volumen de empleo o por sector de actividad en el que se integran. Y a nivel multivariable es posible la realización de análisis econométricos mediante regresiones e incluso la realización de análisis de interrelación de dependencias.

11.2 Problemas de trabajar con datos contables:

No obstante, los inconvenientes de trabajar con datos extraídos de las cuentas anuales para reflejar la verdadera y actualizada situación patrimonial y económica de las diferentes empresas afectan las conclusiones que pueden formularse sobre el desenlace la operación (Colarte y Rodríguez; 2004). En la mayoría de los trabajos realizados con esta orientación metodológica, el período estudiado suele ser de tres a cinco años anteriores y posteriores al suceso, destacando Apellániz (1996;1999) en que los resultados de los estudios empíricos que investigan los efectos de las fusiones y adquisiciones deberían analizar la información contable de las empresas durante un período de tiempo más amplio, debido a la naturaleza económica de estos procesos estratégicos de crecimiento, con perspectiva a largo plazo; pero, es la no disponibilidad de información la que obliga a contar con un periodo de evaluación más reducido a lo que se desearía.

Para conocer si las empresas que se han fusionado han generado valor económico las medidas que tradicionalmente se han empleado (y que de hecho se recogen en la base de datos elaborada) se suele incidir en los beneficios de las empresas, así como en ratios económicos y financieros como variables, estableciéndose comparaciones entre los resultados contables anteriores al suceso de fusión y los obtenidos después, durante un período de estudio a medio o largo plazo. Según Colarte y Rodríguez las medidas empleadas para conocer la creación de valor deben de cambiar por la necesidad de superar dos influencias, la primera la vinculada con los diversos métodos de contabilización adoptados en la fusión (compra, fusión de intereses) sobre la situación patrimonial de las empresas (aspecto que como ya hemos comentado se simplificará con la introducción de las NIIF y adaptar casi con exclusividad el sistema de adquisición), lo cual puede ocultar los verdaderos resultados económicos del suceso y la segunda influencia a salvar es la relacionada por factores externos con incidencia en el comportamiento empresarial, como puede ser el comportamiento del sector.

Por otra parte, el trabajo de Sierra y Monterrey (1991) pone de manifiesto los elementos que pueden alterar el cálculo del beneficio considerado, así como los volúmenes del activo total, dependiendo del

método adoptado en el proceso de fusión. Si no son tomadas en cuenta, se hace inapropiada la comparación de la rentabilidad económica *ex-post* con la rentabilidad económica *ex-ante*. Entre esos aspectos a considerar cabe destacar las revalorizaciones de activos que se ponen de manifiesto con motivo de la revisión de sus valores por parte de peritos intervinientes en el proceso, las mayores dotaciones a amortizaciones y provisiones, debido a las revalorizaciones practicadas a los activos, la amortización del fondo de comercio surgido en la operación, o los ajustes en el coste de las ventas.

La necesidad de ajustar el beneficio y el activo total se debe a que este ratio debe medir la eficiencia de la entidad en la utilización de sus activos, independientemente de que el valor contable de las inversiones se vea alterado por el proceso de fusión, por esta razón estos autores proponen como forma de medida el *cash flow* por acción o el beneficio por acción, siempre que se consideren los costes reales de la operación para reflejar los resultados del proceso para los accionistas.

Otra de las medidas que se utilizan es el ratio de los recursos totales generados, que se basa en su construcción en los flujos de caja, el cual no incluye intereses financieros ni impuestos; y el valor de mercado de los activos, que se calcula mediante una aproximación, considerando el valor de mercado de las acciones y el valor contable de la deuda. Las críticas fundamentales realizadas a este indicador son, por un lado, la no consideración del coste de financiar la operación de fusión (Sierra y Monterrey, 1991) y, por otro, la falta de coherencia entre el numerador y denominador del ratio, debido a que el denominador hace referencia a toda la empresa y el numerador sólo a la actividad principal.

Por su parte, Alcalde (1999), cuyo trabajo está orientado hacia el estudio de las ofertas públicas de adquisición del mercado societario español, emplea dos medidas para evaluar los resultados económicos del suceso, pero que son perfectamente aplicables a las evaluaciones de los resultados de las fusiones de empresas, la *performance* operativa y la *performance* global. La medida de *performance* operativa intenta medir la influencia del suceso en los resultados derivados de la actividad principal de la sociedad adquirida dividiendo el resultado de explotación de la sociedad por el activo de explotación (inmovilizado material neto + el inmovilizado inmaterial neto + activo circulante - inversiones financieras temporales). La *performance* global se presenta con contenido similar a la rentabilidad económica.

11.3 Otras bases de datos:

Muchas son las quejas en la literatura sobre la falta de datos existentes sobre los procesos de fusiones y adquisiciones, por no ofrecer datos lo suficientemente detallados, o bien por dar cuantías agregadas que no permiten un análisis posterior. No obstante, a nivel internacional es posible tener acceso a diversas fuentes, tales como:

- Instituto Nacional de Estadística: en su estadística sobre sociedades mercantiles disueltas en el año 2001 por motivo de

las fusiones se han identificado 1447 empresas que se han extinguido, especialmente en los meses de Enero, Octubre, Noviembre y Diciembre. (Boletín mensual de estadística, INE).

- Database on mergers in Europe (DOME), que nació para estudiar las megas fusiones de las empresas monopolistas alemanas. Se encuentra elaborada por la comisión europea, y que ofrece información de los casos de fusiones ocurridos en la Unión desde 1990 hasta el 31 de diciembre de 1999 (Sierra y Gómez; 2000). En esta base es posible encontrar la fecha del anuncio, el país, el sector de la empresa adquirente, las empresas adquiridas y el volumen real de la operación. No obstante, esta considera como fusiones aquellas que cumplan con unos determinados volúmenes de activos (más de 5000 millones de euros entre la suma de las empresas fusionadas) y que las mismas obtengan más de las dos terceras partes de su beneficio en territorio europeo.
- AMDATA: Incluye información de fusiones desde el año 1984, y de España a partir de 1991. No obstante, esta base de datos ya no es utilizada por la Comisión europea.
- Registro mercantil central: este proporciona información, previo pago, de información relevante a las constituciones de empresas, disoluciones, procesos de quiebra, etc. que han tenido lugar en España en los últimos años.
- KPMG: base de datos que se encuentra confeccionada por la consultora del mismo nombre, ofrece datos a nivel agregado de los procesos de fusión y adquisición habidos a nivel internacional. De igual manera, a nivel privado, también es posible encontrar bases de datos, como la ofrecida por Acquisition Monthly o Thomson Financial Securities. Su principal problema radica en el excesivo coste de estas bases, siendo estas utilizadas fundamentalmente por las empresas consultoras.
- Por último, resulta interesante citar publicaciones que se dedican por completo al análisis de estos procesos, como son Mergerstat Review o Meger Yearbook.
- Bureau Van Dijk, tiene una base de datos específica sobre fusiones y adquisiciones denominada Zephyr, con información a nivel europeo desde 1997 y con datos de los Estados Unidos desde 2001.

Por otra parte, también es posible encontrar información referente a las fusiones a través de la compañía Securities Data Company, concretamente en la Global M&A Database (previo pago), proporcionado información acerca de más de 45.000 fusiones de carácter internacional desde el año 1985.

12. CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES FINALES.

Una de las primeras conclusiones es la relativa a los múltiples campos disciplinares a los que afectan los procesos de fusión y adquisición, ya que afecta de manera directa al componente estratégico-corporativo de la empresa, al igual que el resto de decisiones de crecimiento que tomen las empresas, siendo las diferencias mayores en la repercusión sobre las personas, y aspectos relativos a unas normas específicas de contabilidad. Por otro lado a diferencia de una alianza o de una inversión directa en el exterior, nos encontramos con la intervención del campo del derecho, que no es que prohíba las fusiones, pero si establece controles a aquellas que cumplan con unas determinadas magnitudes.

De hecho esta complejidad de los procesos de concentración hace que sean cuatro las grandes perspectivas o líneas de estudios que son posibles encontrar en la literatura científica. El primero el enfoque económico-financiero orientado a explicar las fusiones como un proceso de creación de valor, en términos del accionista prioritariamente; la segunda línea de investigación es la de carácter estratégica, la cual enfatiza los motivos que eligen las empresas para crecer en los entornos competitivos, desarrollando al mismo modo los tipos de problemas culturales y de costes de coordinación de la misma; la tercera orientación es la que se basa en el desarrollo del propio proceso, esto es, la forma en la que se desarrolla la propia fusión es el objeto de estudio, y por último la dimensión normativa con los procesos legales y contables.

A nivel histórico puede observarse un comportamiento cíclico de las fusiones, ya que desde los años 20 se han venido produciendo con más intensidad en unas épocas que en otras, de ahí que en la literatura se utilice la expresión ola de fusiones, en especial en los momentos de bonanza económica, aunque en la actualidad se esta producido una cierta desvinculación, ya que en periodos de recesión se siguen produciendo las mismas. Sus finalidades y formas de llevarlas a cabo también han variado, combinándose los procesos horizontales con los verticales, pero en la actualidad las notas que las marcan son su carácter transfronterizo, para adaptarse a los entornos cada vez más globalizado, además se están llevando cada vez más de forma hostil, como se ha visto recientemente con el caso Gas Natural sobre Endesa; produciéndose conflictos con los gobiernos por la todavía falta de armonización completa de la normativa que las regula. Otra característica que ha incrementado el número de fusiones en los últimos años es la forma de pago con la que esta se realiza, en la que en la actualidad lo que es frecuente es pagar en efectivo, y no como lo que había sido habitual durante el siglo XX que consistía en pagar a través de acciones propias, con los problemas de la determinación de los tipos de canje reales.

Otro aspecto que se pone de relieve es la escasez de datos no agregados, tanto a nivel nacional como internacional, ya no sólo sobre las fusiones, sino sobre el resto de procesos de concentración o agrupación empresarial, lo que dificulta la obtención de estudios profundos sobre el impacto de las mismas en el seno de las propias empresas, como en el conjunto de los agregados económicos y sectoriales. Aún más esta situación se agudiza si lo que se pretende es explotar datos relativos a pequeñas y medianas empresas, ya que de momento las únicas informaciones de que se disponen, además de los datos de las bases privadas de las grandes consultoras internacionales, son de datos ofrecidos por las cuentas anuales de las grandes empresas o de los informes periódicos de las empresas cotizadas, en cuyo caso las distintas bolsas se encargan de proporcionar una información detallada de las mismas.

Y en el caso de que se dispongan informaciones los estudios suelen encontrar un problema de corte transversal ya que no se suelen disponer de grandes series temporales, por lo que se encuentran problemas derivados de los ajustes que se producen en los años siguientes a la fusión, de ahí que de igual manera no se puedan extraer conclusiones categóricas, en especial si con lo que se trabajan son datos contables. No obstante, los resultados derivados de la fusión sobre la marcha del nuevo negocio o sociedad que permanezca son difíciles de establecer, no sólo por la forma en la que se mida, sino por la existencia de otros factores externos que puede difuminar los resultados logrados, tales como la evolución y el comportamiento de la demanda y de la oferta en el mercado, el desarrollo del avance tecnológico, el propio comportamiento del personal y de la directiva resultante, etc.

De la misma manera que se pone de manifiesto la insuficiencia de datos y de series temporales, también se plantean problemas a la hora de medir la eficiencia de los procesos concluidos, ya que los tradicionales ratios de rentabilidades o productividades, que no representaría plenamente la situación adoptada, por los ajustes contables que hay que acometer para reflejar la operación, como son el fondo de comercio o las revalorizaciones que sufren los activos, de ahí que se utilicen otras medidas como forma de medir la creación de valor de estos procesos, como son la rentabilidad por acción o la evolución de diferentes magnitudes, tales como el gasto de personal, los costes de producción, el cash flow o los recursos totales generados.

Aunque de los datos de que se dispone son de carácter agregado muchos han sido los estudios que se han llevado a cabo que han superado esas barrera de la información a través de analizar estos procesos de las grandes empresas o de las cotizadas en bolsa, por ser empresas de las que si se dispone de información histórica y de calidad, informes de auditores). Entre la temática de estos estudios destacan los que pretende conocer la evolución de la empresa fusionada antes y después del proceso, o los que quieren analizar el perfil de las empresas que pueden ser objeto de adquisición, y a nivel más cualitativo, aunque los estudios efectuados han sido escasos, la preocupación va

encaminada a conocer los motivos por los cuales se eligió esta forma de crecimiento y el impacto de la misma en las culturas de las empresas que se han fusionado o han resultado adquiridas.

Otro de los aspectos ha considerar a nivel estratégico es el motivo por el que se elige esta forma de concentración, a diferencia de las otras formas de crecimiento externo empresarial. Por las propias características de la fusión parece claro que esta reservada para las grandes y medianas empresas, mientras que para las empresas de reducido tamaño si buscan una expansión externa les puede resultar más sencillo de ejecutar alianza estratégicas o joint ventures. No obstante, como se ha podido apreciar en la base de datos de empresas del año 2001 el número de PYME empieza a tener un carácter considerable, y de hecho, en el futuro el número de estos procesos entre pequeñas empresas se ira generalizando como consecuencia del crecimiento organizativo y concienciación estratégico y financiero de los gestores de las mismas.

En relación con el propio proceso a nivel estratégico, la dirección debe de tener muy bien planificado y diseñado como se va a desarrollar el proceso, en especial si esta decisión que vamos a tomar es compatible con la filosofía y los valores corporativos de la compañía, visionando cuales serán los resultados de la fusión en términos de generación de valor no sólo para el accionista, sino para el propio desarrollo del negocio, ya que la visión a largo plazo de resultados de la operación y los altos costes a corto plazo pueden generar todo tipo de tensiones internas como en el mercado. De ahí que los se deba de considerar no sólo las capacidades de la empresa adquirida y su compatibilidad con la adquirente, sino también la habilidad de los propios directivos para dirigir con éxito la nueva situación.

Entre los aspectos que la dirección debe analizar son esenciales la revisión financiera (tanto actual como después del proceso de fusión), los aspectos jurídicos y legales, un análisis de posicionamiento y una visión de carácter macroeconómica. Con todos estos elementos bien identificados el desarrollo de las estrategias competitivas, así como el diseño de las estructuras y de los procesos resultantes tras el proceso de concentración serán más fáciles de implementar y de coordinar, pero no sirven para asegurar el éxito de la fusión, por lo antes aludido, la integración de las personas implicadas, en especial de la dirección con los empleados, en la combinación de las sociedades.

Esto es, una vez que se ha determinado la estrategia y se ha diseñado un plan de comunicación, para conseguir involucrar al personal, es necesario llevar a cabo otra serie de procesos empresariales tales como los BPR, ABC, TQM para lograr identificar las sinergias y las redundancia, que deberán ser aisladas y eliminadas, para a continuación establecer un nuevo modelo estructural con la implantación de procedimientos y de los nuevos sistemas de información., todo esto en paralelo con la gestión efectiva del cambio, para así lograr además una integración total de los recursos humanos, sin olvidar la dimensión

temporal, en donde lo aconsejable sería no tardar más allá de seis meses en completar todo el proceso.

Entre los motivos que pueden impulsar a las PYME a decidirse por las fusiones se valoran positivamente por ellas el incremento de su volumen, esencial para empezar a competir en los mercados, en especial el europeo, con la entrada a nuevos mercados y el acceso a las nuevas tecnologías, a nivel de posicionamiento en el mercado. Y desde su impacto en su cuenta de resultados estos procesos resultan beneficiosos ya que se alcanzan economías de escala y la compartición de recursos con la consecuente reducción de costes.

Haciendo referencia a motivos normativos destacar la importancia que este proceso ha adquirido para los legisladores, en especial el contable y el regulador de derecho de la competencia, ya que desde la unión europea y los organismos internacionales de contabilidad se están elaborando nuevas regulaciones para facilitar por un lado el registro contable de las mismas (aplicación de la NIFF nº 3), con la consecuente equiparabilidad a la hora de comparar la información internacionalmente, y por otro lado, con la búsqueda de la armonización de las legislaciones de los distintos países para facilitar estas operaciones (regulación de las operaciones transfronterizas y materias de derecho de la competencia), y en especial dotarlas de la mayor libertad posible eliminando la intervención de los gobiernos en este tipo de procesos.

No obstante, aunque muchas son las ventajas que presenta esta forma empresarial de crecimiento externo, muchos de los procesos iniciados no llegan a funcionar. Las cifras de los estudios hablan de que el 52% de las fusiones y adquisiciones termina en fracaso, y que este se incrementa hasta el 79% cuando el tamaño de la firma adquirida es igual o superior al 30% de la que compra. Entre las principales causas por las cuales las fusiones no llegan a alcanzar el éxito se destacan la indefinición de la escala jerárquica, las diferencias en los sistemas de compensación, la comunicación inadecuada, o la lentitud en el proceso de integración operativa, o ejecutar la decisión basándose en motivos irracionales, basados en los deseos emocionales de los responsables para así legitimizar sus decisiones y aumentar su poder en la organización adquirida.

Por tanto, no hay que olvidar el gran número de agentes tanto externos como internos que se ven afectados por una decisión que puede tomar la directiva, con las expectativas de inseguridad de los empleados unido en muchas ocasiones a una disminución en el valor de las acciones de la nueva compañía, aspecto que repercute de lleno en las decisiones de los inversores, la reacción de los clientes y proveedores. Todas estos motivos, agentes implicados y disciplinas que se ven afectadas por los procesos de concentración empresarial deben de ser tenidos en cuenta desde el primer momento, porque sino una falta de integración con alguna de estas partes puede suponer el fracaso de la fusión, como la propia experiencia empresarial ya ha demostrado en todas estas décadas de oleadas de fusiones.

GRÁFICO 3.
Campos multidisciplinarios de las fusiones



13. BIBLIOGRAFÍA Y BIBLIOLINKS

1. Referencias legislativas.

- Directrices sobre la evaluación de las concentraciones horizontales con arreglo al reglamento del consejo sobre control de las concentraciones entre empresas. (2004/C31/03) Diario oficial de la Unión Europea 5.2.2004.
- Informe anual de la CNMV 2004 sobre los mercados de valores y su actuación. <http://www.cnmv.es/publicaciones/ianual2004.pdf>
- Ley de sociedades de Responsabilidad limitada, de 23 de Marzo de 1995. (2/1995) Artículo 94.
- Norma Internacional de Información Financiera nº 3 relativa a las combinaciones de negocios. (NIIF 3).
- Orden de 24 de Mayo de 2005 de la consejería de Innovación, ciencia y empresa por la que se establecen las bases reguladoras de un programa de incentivos para el fomento de la innovación y el desarrollo empresarial en Andalucía, con convocatoria para los años 2005 y 2006.
- Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, sobre la Ley del Impuesto sobre sociedades. Capítulo VIII del título VII, que regula el régimen fiscal especial de las operaciones de fusión, escisión, aportación de activos y canje de valores.
- Recomendación de la CE 2003/361/CE concerniente a la definición de pequeña y mediana empresa.
- Reglamento 139/2004 del consejo de 20 de enero de 2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas (Reglamento europeo de concentraciones)
- Segunda Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del consejo de 26 de octubre de 2005 relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital.
- Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas de 22 de diciembre de 1989 (Real Decreto Legislativo 1564/1989). Artículos 233-251.
- Versión electrónica del Boletín oficial del Registro mercantil (BORME) <http://www.boe.es/g/es/borme/anyos>
- www.elmundo.es, www.elpais.es, www.info-opa.com

2. Artículos e investigaciones.

- ALCALDE, N. (1999): "El Mercado de Control Societario. Características y Resultados de las Sociedades Españolas Adquirida", Tesis Doctoral, Universidad de Zaragoza
- ALCALDE FRADEJAS, N. Y PÉREZ-SOBA AGUILAR I. (2004): "El efecto de las ofertas públicas de adquisición sobre el empleo de las empresas objetivo", Asociación científica de economía y Dirección de la empresa, XIV congreso Murcia.
- APELLÁNIZ GÓMEZ, T. (2004): "El fondo de comercio en las fusiones de empresas: un caso particular de la valoración de los activos intangibles", Revista Esic-Market, enero-abril, pp. 48-81.
- (1999): "Análisis Ex-Post de Fusiones y Adquisiciones: Evaluación de los Resultados de la Fusión a Través del Mercado de Capitales", Actualidad Financiera, vol. 8: 49-61.
- APELLÁNIZ, P. SERRANO, C. Y APELLÁNIZ, T. (1996): "Evaluación de los Resultados de las Fusiones a Partir de la Información Contable", Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. 87: 429-457.
- AYALA CALVO, JUAN CARLOS (2000) "¿Puede la alta dirección modificar el valor de las acciones en el mercado?", Alta Dirección, Vol. 36, Número 212, Páginas 29-37.
- BANAL-ESTAÑOL, A. Y SELDESLACHTS J. (2004): "Merger failures", Universidad de Ontario y Universidad Autónoma de Barcelona, En red ([http://www.ugr.es/~xxjei/JEI\(39\).pdf](http://www.ugr.es/~xxjei/JEI(39).pdf))
- BALLARIN, E., CANALS, J. Y FERNÁNDEZ, P. (1994). Fusiones y adquisiciones de empresas: un enfoque integrador, Alianza Editorial, Madrid.
- BENEYTO, J.M. (2001): "El control de concentraciones en España: Un nuevo marco legislativo para las empresas", Instituto de Estudios Europeos, Centro de Política de la competencia, nº 1-2001.
- BERASATEGI, J.(2005):"Control sectorial de fusiones", en www.cinco dias.com, (12-12 - 2005).
- BLANCO BERMÚDEZ, F. (1995) "Fusiones y adquisiciones ¿Prudencia o reactivación?", Economistas, vol 13, pp. 118-127.
- BUENO CAMPOS, E.Y MORCILLO ORTEGA, P. (1993): Fundamentos de economía y Organización Industrial, McGraw Hill, Madrid, Capítulos 2,7,9 y 11.
- CABLE, J.R., PALFREY, J.P.R. Y RUNGE, J.W. (1980) Federal Republic of Germany 1964-1974 en MULLER, D.C. [eds.]: The Determinants and Effects of Merger: An International Comparison, Gunn & Hain, pp. 227-270.

- CARACHO, E. Y HUGAS, J. (2000): "Concentración empresarial", Revista Economistas, vol. 18, pp. 296-301.
- CASANI FERNÁNDEZ, F., RODRÍGUEZ POMEDA, J. ;SORIA LAMBÁN, P. ;LUQUE DE LA TORRE, M. A. (1996): "La problemática del outsourcing" Revista Economistas Vol. 14, nº 72, pp. 86-98, Madrid.
- COLARTE MORANDO, T., RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M. (2004) "Resultados económicos y financieros de las fusiones en España: Un análisis empírico con información contable", Universidad de Cienfuegos y Universidad de Valladolid, IV encuentro internacional de finanzas.
- CONSULTORA KPMG (2006): Estudio anual sobre operaciones de compra-venta de empresas de KPMG Corporate Finance, disponible en <http://www.kpmg.es>
- CUERVO GARCÍA, Á. (2004): "Empresa pública y privatización", Papeles de Economía española, nº 100, pp. 174-162.
- DEALOGIC (2005: <http://www.dealogic.com/mergers.aspx>
- DÍAZ DÍAZ, B Y GARCÍA OLALLA M. (2001): "Cambios en la propiedad accionarial y el gobierno de la empresa: una revisión", Cuadernos de estudios empresariales, vol. II, pp. 117-140.
- DOMÍNGUEZ, J. L. (2000): "La nueva oleada de fusiones", Revista Esic-Market vol. 106, Mayo agosto, pp. 95-118.
- ESCOBAR PÉREZ, B.; LOBO GALLARDO A. (2005): "Fusiones y adquisiciones de empresas", Secretariado de publicaciones Vicerrectorado de investigación de la Universidad de Sevilla, Colección de divulgación científica.
- FERNÁNDEZ BLANCO, M. Y GARCÍA MARTÍN, J. (1995) "El efecto de la publicación de una OPA sobre la rentabilidad de las acciones", Revista Española de Economía, Volumen 12, Número 2, Páginas 219-240.
- FERNÁNDEZ A, GÓMEZ-ANSÓN, S. (1999); "Un estudio de las ofertas públicas de adquisición en el mercado de valores españoles" Investigaciones económicas, vol. XXIII pp. 471-495
- FERNÁNDEZ SÁNCHEZ, E., MONTES PEÓN, J. Y VÁZQUEZ ORDÍAS, C. (1996): "Factores de competitividad en la pequeña y mediana empresa. Inversión en activos intangibles y límites al crecimiento", Economía Industrial, nº 310, pp. 141-148.
- (1999): "Las fuentes de creación de valor en la empresa", Boletín de Estudios económicos, Vol. LIV, nº 166, Abril, pp. 95-120.
- FLORES CABALLERO, M. (1998): "La valoración de los elementos patrimoniales en las fusiones de empresas". Técnica Contable, nº 589, pp. 29-44.
- FORTUNA LINDO, J.M; DE LA FUENTE HERRERO, G. "Características distintivas de las empresas objetivo de OPA. Una aproximación univariante". Actualidad Financiera, mayo 2001, pp. 19-33.

- GALPIN, T. J. Y HERNDOM, M. (2000): "Guía completa sobre fusiones y adquisiciones: con las herramientas para conseguir una integración en los casos de fusiones y de adquisiciones", Ed. Díaz de Santos, Capítulo 3, pp. 45-59.
- GARCÍA ECHEVARRÍA, SANTIAGO (1993): "Teoría económica de la empresa", Editorial Díaz de Santos, Alcalá de Henares-Madrid.
- GARRIDO, P. (1996): "La información contable ante la política expansiva de las empresas", Estudios financieros, nº 156, pp.111-148.
- GAUGHAN, P. A.(1994): Readings in mergers and acquisitions, Ed. Blackwell, Oxford, pp. 1-4.
- GHOSH, A. (2001): "Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions", Journal of Corporate Finance, vol. 7,:pp.151-178.
- GÓMEZ, C. "Las crisis recorta las fusiones", El País, 29 de Julio de 2001.
- GROSSMAN, J. Y HART, D. (1980): "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", Journal of Economics, Vol. 11, nº 1, pp. 42-64.
- HEALY, P.M.; PALEPU, K.G. Y RUDACK, R.S. (1992): "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", Journal of Financial Economics, vol. 31, pp. 135-175.
- IIVALDI, M., JULLIEN, B., SEABRIGHT, P. Y TIROLE, J. (2003): "The economics Collusion. Final report for D.G. Competition" de la Comisión Europea.
- IZQUIERDO, G. (2001) "La compraventa de empresas en España: intenciones, determinantes y resultados", Economistas, vol. 19, pp. 325-329
- JENSEN, M. (1986): "The takeover controversy: Analysis and evidence", Corporate Financial Journal, vol 4. pp.6-27.
- KARGIN, A. (2001): "Mergers and tender offers: A review of the literature", Yönetim ve Ekonomi, vol 7, Celal Bayar Üniversitesi (MANISA) en red. <http://www.bayar.edu.tr/~iibf/dergi/pdf/C8S12001/SK.PDF>
- KEOWN, A. Y FIELDS, M. (1988): "The merger profile and size effect anomalies: an empirical", Quarterly Journal of Bussiness and economics, vol. 27, pp. 70-82.
- LARRIBA DÍAZ-ZORITA, A.(2000): Contabilidad general: Financiera y de sociedades, Volumen 3, Ediciones Estudios financieros, Capítulo 32.
- LÓPEZ DUARTE, C. Y GARCÍA CANAL, E. (2004): "Creación de valore en la expansión internacional a través de inversiones directas en el exterior: el caso de las empresas españolas", Boletín económico del ICE, septiembre, nº 817, pp. 51-65.

- LUQUE DE LA TORRE, M.A. (2004): "Perspectiva económica de las fusiones y de las adquisiciones", Programa de doctorado sobre fusiones y adquisiciones, Universidad Autónoma de Madrid.
- MARTINEZ BOBILLO, A. Y TEJERINA GAITE, F. (1999): "Adquisiciones internacionales y control en las empresas industriales españolas", Boletín Económico del ICE, octubre nº 781, pp. 129-141
- MASCAREÑAS PERÉZ-ÍÑIGO, J. (2005).- "Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas", McGraw-Hill, Madrid. 6ª Edición
- MACCANN, J. E, GILKEY R. (1990): "Fusiones y adquisiciones de empresas" Díaz de Santos, Madrid.
- PORTER, M. (1987): "From competitive advantage to corporate strategy", Harward Business Review, vol. 65, pp. 43-59.
- ROLL, R. (1986): "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers" Journal of Business, Vol. 59, nº 2, pp.197-216
- SÁNCHEZ OLIVAN J, (1984): "La fusión de sociedades, Estudio económico Jurídico, Fiscal", Editorial de derecho financiero, pp. 26-31.
- SANJURJO, G. (2004): "Newsletter corporativo de Recoletos conferencias: IAS 2004, Grupo IAS de PwC", nº 20, Junio 2004
- SANTESMASES MESTRE, M. (1999), "Marketing: Conceptos y estrategias", Editorial Pirámide, 4º Edición, Madrid.
- SIERRA SALVADOR V; GÓMEZ ALBERO M. A; (2000): "Evolución y distribución sectorial de las fusiones de empresas españolas", Boletín económico del ICE, nº 2658, 3-9 de Julio, pp. 33-42, Madrid.
- SIERRA, G. Y MONTERREY, J. (1991): "Análisis Contable para Fusiones y Adquisiciones", Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. 69: 933-963.
- SINGH, A. (1971): Takeovers: their Relevance to the Stock Market and the Theory of the Firm, Cambridge University Press, Cambridge
- TRAUTWEIN, F. (1990): "Merger motive and merger prescriptions", Strategic Management Journal, Mayo-Junio, Vol. II, pp.283-295.
- TUCKER, D. Y SAYYED B. (2006): "The merger guidelines commentary: Practical Guidance and missed opportunities", The antitrust source, Mayo 2006, pp. 1-13.
- UNIVERSIA KNOWLEDGE WHARTON, ¿Por qué fracasan tantas fusiones? En red: <http://wharton.universia.net/> (9/14/05)

EL AUTOR

Fernando Crecente Romero

Licenciado en Administración y Dirección de Empresas y Licenciado en Ciencias Actuariales y Financieras (Actuario Colegiado). Investigador FPI en el Área de Estudios Sectoriales, financieros y PYME (Instituto Universitario de Análisis Económico y Social – SERVILAB) y doctorando en Ciencias Empresariales (Universidad de Alcalá). Sus principales áreas de investigación son el estudio de la financiación empresarial y la actividad emprendedora (fernando.crecente@uah.es)

