

## Sobre las motivaciones en las operaciones de fusiones y adquisiciones

Tapia, Gustavo N.

### I. En qué consiste una fusión

Es la reunión de dos o más compañías independientes en una sola, es decir, de dos o más sociedades preexistentes, bien sea que una u otra sea absorbida por otra o que sean fundidas para constituir una nueva sociedad subsistente y esta última hereda a título universal los derechos y obligaciones de las sociedades intervinientes.

Las características que identifican a la fusión son la disolución de la sociedad absorbida que desaparece y la transmisión de la universalidad de los bienes de la absorbida a la absorbente. En los entornos actuales permanentemente se llevan a cabo operaciones de este tipo, aunque son mayormente practicadas en períodos de expansión y de crisis.

Entre los principales motivos para la realización de las fusiones hay cuestiones referidas a: eficiencia y productividad, creación de sinergias de diferente tipo, el ingreso a nuevos mercados de mayor competitividad, la posibilidad de acceder a nuevas tecnologías y know how, la búsqueda de complementariedad, la diversificación de riesgos y razones de tipo impositivo.

Las sinergias resultan ser de las principales motivaciones. La idea es que la sinergia sea positiva, es decir al que la nueva compañía C, resultante de la reunión de las empresas A y B, valga más con la fusión que considerando individualmente la suma de ellas si la fusión no se llevara a cabo. Los efectos sinérgicos provienen de:

- \* Economías de escala, generalmente por reducciones de costos fijos al combinarse las empresas.
- \* Poder de mercado incremental, por eficiencias en las estructuras de ventas, por posibles nuevos mercados y por mayor fuerza frente a la competencia.
- \* Ventajas financieras, con cambios en las relaciones de precio / utilidades y costos de deuda más bajos, o mayor capacidad de obtención de fondos.
- \* Productividad administrativa.

Las razones de tipo impositivo, han estimulado gran cantidad de operaciones de compras o fusiones de empresas, cuando se pueden absorber quebrantos fiscales que de otra forma prescribirían o posibilitan la utilización de créditos fiscales técnicos acumulados en el pasado en el nuevo flujo de operaciones.

En cuanto al reemplazo de bienes activos, algunas operaciones de esta clase se llevan a cabo por que la compra de la empresa resulta más barata que el reemplazo de los bienes. Así por ejemplo, en décadas anteriores se explica que Chevron adquiriese Gulf OH, o que la sexta compañía de acero de EUA Republic Steel, fuera comprada por la cuarta en el ranking de ese rubro, LTV. Además de la diferencia de precios entre las acciones y los bienes sumados individualmente a reemplazar, también cuenta el posicionamiento en el mercado de la adquirida y el tiempo que llevaría adelante poner en condiciones de producción y comercialización la incorporación de los activos a reemplazar o los necesarios para aspirar a una mayor cuota del mercado.

En cuanto a la diversificación, repercute en el riesgo del negocio por los cambios en las utilidades. En algunos casos se pretende estabilizar el nivel de resultados, reduciendo el riesgo comparativo. Si bien los accionistas de las empresas participantes de este proceso, podrían diversificar sus tenencias con ventas y compras de acciones, no siempre desean desprenderse de las acciones que poseen. Por otro lado, una gran cantidad de empresas objeto de las F&A hacen oferta pública de las acciones, con lo que sus inversionistas también son parte del público, y por lo tanto para ellos la diversificación para reducir riesgo no resulta ser un motivo válido para la fusión.

<b>Creación de Valor</b>	<b>Sinergias</b>
	<b>Crecimiento</b>
	<b>Incremento del poder en el mercado</b>
	<b>Adquisición de capacidades o recursos únicos</b>
	<b>Desbloqueo de valor oculto</b>
<b>Fusiones Transfronterizas</b>	<b>Aprovechamiento de las imperfecciones del mercado</b>
	<b>Superación de políticas gubernamentales adversas</b>
	<b>Transferencia de tecnología</b>
	<b>Diferenciación de productos</b>
	<b>Seguimiento de clientes</b>
<b>Motivaciones Variadas</b>	<b>Diversificación</b>
	<b>Obtención de ganancias adicionales</b>
	<b>Incentivos del personal directivo</b>
	<b>Consideraciones fiscales</b>

#### **Motivaciones de las F&A**

Debe tenerse en cuenta que en las operaciones de gran tamaño, una empresa más grande (a partir de la F&A), es más difícil de ser "digerida" (comprada) por grupos o fondos de inversiones. En este caso se trata de una operación de tipo defensiva que ofrece cierto nivel de protección a algunos stakeholders directos como empleados y administradores.

Desde el aspecto técnico jurídico, las fusiones por combinación consisten en que dos o más compañías se unen para construir una nueva. Estas se disuelven simultáneamente para constituir una compañía formada por los activos de los anteriores, mediante la atribución de acciones de la compañía resultante a los accionistas de las disueltas. La disolución de las compañías fusionadas, si es anterior a la formación de la compañía nueva, se puede convenir bajo la condición suspensiva de la fusión. Las fusiones por anexión son aquellas que una o varias compañías disueltas para ello, aportan su activo a otra ya constituida y con la cual forman un solo cuerpo. La compañía absorbente ha aumentado su capital mediante la creación de acciones que atribuyen a los accionistas de las compañías anexadas, en representación de los aportes efectuados para la fusión.

En cuanto a la competencia y el interés comercial, las F&A pueden ser de tipo horizontal, vertical o conglomerado. En las primeras, las empresas fusionadas o participantes, compiten en la misma rama del comercio y en eslabones de su cadena productiva. Las razones usuales son la economía de escala y la mayor concentración de la industria. En las segundas, el comprador se expande hacia atrás o hacia delante, es decir trata de lograr una mayor verticalización en la cadena de producción, sea apuntando a la fuente de materias primas o en dirección al consumidor. En los conglomerados, no hay razones de competencia y en muchos casos, tampoco existe relaciones de negocios entre las empresas. Se trata de diversificación de riesgos, de búsqueda de productividad administrativa o de ventajas financieras e impositivas.

TIPO	CARACTERÍSTICAS	EJEMPLO
Horizontal	Las empresas implicadas en la fusión están en la misma línea de negocio, a menudo son competidores.	Walt Disney Company compra Lucasfilm (octubre de 2012).
Vertical	Las empresas implicadas en la fusión están en la misma línea de producción (por ejemplo, proveedor-cliente).	Google adquirió Motorola Mobility Holdings (Junio 2012).
Conglomerado	Las empresas implicadas en la fusión están en líneas sin relación de negocios.	Berkshire Hathaway adquiere Lubrizol (2011).

#### Implicancia económica en la cadena productiva

## CLASIFICACIÓN DE LAS OPERACIONES

### Procedimientos básicos

- \* Fusión.
- \* Fusión por Consolidación.
- \* Adquisiciones de acciones sin integración.
- \* Adquisición de activos.
- \* Fusiones triangulares.

### Fusión entre dos empresas

- \* Adquisición de una empresa por otra.
- \* La empresa compradora mantiene nombre y razón social.
- \* El proceso de absorción es crítico para la observación.

### Fusión por Consolidación

- \* Creación de una nueva empresa.
- \* Integración de dos empresas que dejan de existir.
- \* Garantiza igualdad.
- \* Alto costo legal y administrativo.

### Adquisición de acciones sin integración

- \* Generalmente a través de OPA.
- \* Se busca el control de las empresas.
- \* No es necesaria la aprobación directa de la asamblea de accionistas de la empresa objetivo. Se puede prescindir de las opiniones de los directivos de la empresa objetivo.
- \* Suelen ser operaciones con carácter hostil.
- \* La publicidad puede hacer fracasar la operación.

### Adquisición de activos

- \* Evita complicaciones legales.
- \* Los trabajadores pueden reaccionar ante la pérdida de sus puestos de trabajo.
- \* Se puede comprar tanto activos tangibles como personal experto en procesos de producción.

### Fusiones triangulares

El comprador forma una sociedad instrumental con capital suficiente para adquirir las acciones. Puede utilizar dos posibles estructuras:

- \* Fusión triangular inversa: la sociedad instrumental se fusiona con el objetivo, que queda como filial de la compradora.
- \* Fusión triangular adelantada: la sociedad instrumental se fusiona con el objetivo, que deja de existir.

En cuanto a la forma de adquisición se pueden dar diferentes variantes:

— En una compra de acciones, el adquirente proporciona dinero en efectivo, acciones, o una combinación de efectivo y acciones a cambio de las acciones de la empresa objetivo. Una compra de acciones requiere la aprobación de los accionistas. Los accionistas de la empresa objetivo son gravados fiscalmente por sus

ganancias. El adquirente asume los pasivos de la empresa adquirida (responsabilidades).

— En una compra de activos, el adquirente compra los activos de la empresa objetivo, el pago se realiza a la empresa objetivo directamente. Una compra de activos puede no necesitar la aprobación de los accionistas. El adquirente evita la asunción general de los pasivos (aunque es posible que asuma algunos).

Forma de la Transacción	Adquisición de acciones o participaciones
	Adquisición de Activos
Método de Pago	Efectivo
	Acciones
	Combinación de efectivo y acciones
Actitud de los Gestores	Hostil
	Amistosa

**Formas y tipos de pago**

Debe vislumbrarse los efectos deseados para el corto y el mediano - largo plazo. En general producen mayor valor para los accionistas de la empresa objetivo en el corto plazo, en tanto los compradores tienden a pagar más en las negociaciones a causa de su nueva posición como adquirente, sobre todo tiene dominio en empresa y mayor presencia o referencia en el sector. El rendimiento de los compradores se obtiene en el mediano y largo plazo considerando además el aprovechamiento de las sinergias producidas en la operación.

## **II. Efectos de las F&A. Ventajas y desventajas**

Los elementos que influyen para llevar a cabo una fusión pueden clasificarse en:

### **\* Mejora de la eficiencia conjunta**

Las dos empresas pueden ser más eficientes juntas que separadas, no porque antes de la fusión/adquisición alguna de ellas estuviera mal dirigida, sino porque operando juntas obtienen un resultado que es mejor que la suma del que obtenían operando por separado. Esta mejora de la eficiencia conjunta puede ser debida a varios factores: aumento de la cuota de mercado, economías de escala, integración vertical, mejor aprovechamiento de recursos complementarios (sinergias). Todos estos factores producen una mejora en la situación competitiva de la empresa. Este suele ser el motivo principal de las fusiones.

### **\* Mala gestión directiva en la empresa adquirida**

Si una empresa es mal gestionada por sus directivos, estará generando menos riqueza, (que se manifiesta con menos puestos de trabajo, ventas inferiores, menor calidad de servicio), de la que potencialmente podría alcanzar. Si otros analistas y decisores, (directivos más capaces de otra empresa por ejemplo), observan este hecho, es muy probable que no tengan inconveniente en comprar la empresa mal gestionada, siempre que el precio de la misma responda a la riqueza generada por los directivos ineficientes. Dicho de otro modo, la empresa adquirida generará más riqueza (y aumentará de valor) gracias a la sustitución del equipo directivo por otro más competente. En estos casos, la unión suele realizarse a través de una oferta de adquisición, pues a través de una fusión es más difícil desprenderse de los directivos incompetentes. Hay ocasiones en que la adquisición se maquilla como una fusión, pero esto no es más que para dar una salida airosa al equipo directivo cesante (1).

Parecería, entonces deseable para la salud económica de un país el tener unos agentes económicos que se dediquen a la búsqueda de empresas dirigidas ineficientemente. Esto provoca dos efectos positivos: por un lado, los directivos capaces se esforzarán más en el desempeño de su tarea, por otro, los directivos incapaces buscarán otro trabajo más acorde con sus características personales.

### **\* Razones fiscales**

Una empresa que genera beneficios puede estar interesada en la compra de otra con pérdidas acumuladas para beneficiarse de la reducción de impuestos correspondiente, conforme la escala impositiva. Las reducciones de los impuestos originados en las operaciones de F&A son objeto de análisis de las autoridades fiscales.

### **\* Diferencias en la información disponible**

Si una empresa dispone de información relevante al futuro de otra, y que es desconocida para los directivos de ésta última, los directivos de la primera pueden adquirir la segunda por un precio que satisfaga a ambas partes. Sin embargo, la existencia de investment Banks —Bancos de inversión- y empresas de consultoría a los que acuden para asesorarse las empresas, provocan que este motivo tenga un menor efecto.

### **\* Motivaciones no económicas del equipo directivo**

Estas motivaciones hacen referencia a la preferencia de los directivos por dirigir una empresa más grande, lo cual aumenta su poder y prestigio profesional (variables que normalmente figuran en la función de utilidad de un directivo).

### **\* Expropiación de los obligacionistas**

Según esta teoría, el valor de la deuda disminuiría como consecuencia de una fusión, de manera que los accionistas se beneficiarían de esa reducción. Si la empresa no cambia de valor como consecuencia de la fusión, lo que pierden los obligacionistas, es lo mismo que ganan los accionistas.

### **\* Razones válidas solo en mercados ineficientes**

Estos argumentos suelen carecer de fundamentación económica lógica. Sin embargo en los mercados no eficientes, es más fácil que la valoración de dos o más empresas sea superior a la suma de cada una de ellas por separado.

### **Efectos enmascarados: falacia del PER**

En cuanto a los efectos de las F&A, en relación al indicador PER (precio / beneficio por acción), cuando una compañía adquiere otra con un PER menor, el beneficio por acción consolidado aumenta. Si los inversores observan únicamente el beneficio por acción al valorar una empresa, una estrategia óptima sería la adquisición repetida de empresas con PER menores. De este modo, el beneficio por acción iría creciendo y con él, la cotización de las acciones. Sin embargo, la correcta valoración de una acción debe incluir además del beneficio por acción, el crecimiento previsto del mismo.

EL PER refleja también las expectativas de crecimiento, así empresas con PER menores, tienen menores posibilidades de crecimiento. Por tanto, una empresa que adquiere a otra con un PER inferior, debería ver reducido su PER después de la adquisición. En resumen, un incremento en el beneficio por acción conseguido a través de una adquisición de una empresa con un PER inferior, no produce ninguna mejora para las partes, y no debiera tener ninguna repercusión en el valor de la empresa compradora. Si los inversores valoran positivamente este tipo de adquisiciones, el resultado será una burbuja especulativa que no se puede mantener a largo plazo y estallará necesariamente en algún momento.

### **Otros no deseables**

Muchos analistas argumentan que las fusiones aumentan invariablemente el poder de monopolio de las empresas. Si esto se verifica, cuando dos empresas se fusionan, el resto de las empresas supervivientes en el sector deberían aumentar de valor.

### **Valorización de intangibles**

La asignación del precio de compra no ha cambiado radicalmente pero las nuevas normas lo han vuelto más riguroso. Todos los activos intangibles del negocio adquirido deben ser registrados a sus valores razonables. Muchos activos intangibles que hubieran sido anteriormente absorbidos dentro de la plusvalía mercantil deben ser identificados por separado y valorizados. Se provee pautas especializadas para el reconocimiento de estos activos intangibles. Un activo es identificable cuando surge de las obligaciones contractuales o de sus derechos legales o es separable (independiente). Un activo será separable si puede ser vendido por sí sólo o con otros activos, lo que involucrará muchos activos intangibles, más de los que se han

reconocido anteriormente. La valorización de tales activos es un proceso complejo y puede requerir de un especialista. Algunos ejemplos de activos intangibles que tienen que ser reconocidos por separado son los siguientes: marcas registradas, nombres comerciales, nombres de dominio de Internet; clientela, órdenes o registros de producción, contratos y relaciones no contractuales con clientes, licencias, regalías, contratos de publicidad, acuerdos de franquicias, derechos de operaciones y transmisión, derechos de uso, contratos de servicios y empleo, patentes, software, bases de datos, secretos de negocio.

#### Ventajas y desventajas de la F&A

##### Ventajas

- \* Disminución considerable de los gastos de operación y/o producción, al reducirse el personal.
- \* Cesación de la rivalidad y la competencia leal o desleal que les impide un mayor poder económico y la realización de mayores beneficios.
- \* Mayor rentabilidad, porque los instrumentos de producción son más convenientemente utilizados cuando son manejados bajo una gestión única o se encuentran concentrados en un mismo espacio, reduciéndose consecuentemente los costos.
- \* La compañía absorbente se convierte en una sociedad más sólida, con disfrute de mayor crédito comercial.
- \* Garantiza una administración más metódica y una fiscalización más centralizada.

##### Desventajas

Algunas Adquisiciones pueden suponer ciertos riesgos e inconvenientes:

- \* Parálisis inherente al gigantismo.
- \* Una fusión mal llevada, puede aumentar las dificultades.
- \* Desde el punto de vista de los trabajadores, se reduce la empleomanía.
- \* Puede crear monopolios y oligopolios.
- \* Debe ser bien informada a los terceros para evitar pánicos o confusiones.
- \* Las fusiones improvisadas, mal concebidas o ejecutadas, pueden favorecer el alza de los precios del producto y hasta la calidad de los bienes producidos.

#### **Adquisición externa como parte de diversificación de la empresa**

Habrá que justificar el crecimiento externo por motivaciones de eficiencia económica, por poder de mercado y también por intereses de los directivos.

Motivos de eficiencia económica y por tanto, de incrementar la creación de valor en la empresa:

- \* Conseguir economías de escala mediante la integración de dos empresas cuyos sistemas productivos, comerciales, financieros, de información, sean complementarios entre sí.
- \* Sustitución del equipo dirigente cuando se observa que su rentabilidad es inferior al potencial de rentas que puede alcanzar.
- \* El crecimiento externo permite colocar fondos excedentarios disponibles por la empresa ante la oportunidad de una buena inversión, principalmente si la otra empresa se puede adquirir a un buen precio.

\* Obtención de incentivos fiscales. Los incentivos surgen como consecuencia de una política gubernamental de favorecer los procesos de integración entre las empresas con la finalidad de lograr dimensiones aceptables, de manera que sea posible una mayor competitividad de las mismas.

Motivos de poder de mercado, tendentes a mejorar la capacidad competitiva de la empresa:

\* El crecimiento externo puede ser la única forma de entrar en una industria y/o un país. La integración de una empresa ya existente puede ser la única o, en su caso, la mejor manera de superar una barrera de entrada a una industria o a un país. Cuando las fusiones y adquisiciones son de carácter horizontal, se integran empresas que actúan en la misma etapa del ciclo productivo, un objetivo habitual es el incremento del poder de mercado de la empresa resultante.

\* La globalización de los mercados, hace que el tamaño de la empresa sea una variable clave para competir en un mundo global, el cual se alcanza más rápido por procesos de crecimiento externo.

Motivos relacionados con los intereses de los directivos como respuestas político administrativas:

\* Cumplimiento de los objetivos propios de los directivos, a través del crecimiento externo, pueden satisfacer más fácilmente su función de utilidad que está relacionada con el aumento de retribución, el aumento de poder, la disminución de riesgo empresarial, el reconocimiento social, etc.

### **Ventajas del crecimiento externo**

— El crecimiento externo es más rápido que el interno, ya que se incorpora inmediatamente la capacidad productiva de la empresa, ello permite a la empresa alcanzar un tamaño superior en el mismo momento en el que se produce la operación.

— A medida que una empresa quiere introducirse en un nuevo sector o país cuyas características competitivas guarden menos relación con los que actuaba anteriormente parece más recomendable el crecimiento externo.

— Desde el punto de vista temporal, la rapidez del crecimiento puede permitir una mejor selección del momento de la entrada al sector o país de destino.

— En las industrias maduras, suele ser más fácil introducirse mediante crecimiento externo ya que no se altera el tamaño total de la industria.

— La globalización de los mercados es necesario adquirir una dimensión mayor, ésta se consigue de manera más rápida a través de procesos de fusión y adquisición de empresas.

### **Inconvenientes del crecimiento externo**

El crecimiento interno puede permitir una mejor gestión del proceso de crecimiento en aspectos como la adquisición de la tecnología más reciente, en la optimización de la localización industrial y de la distribución comercial.

El crecimiento externo suele resultar más costoso que el interno, este coste se debe principalmente a las siguientes razones:

— En general, cuando una empresa hace una oferta de compra, el valor de mercado de la empresa objetivo tiende a subir ante las nuevas expectativas. Ello obliga a la empresa compradora a pagar un sobreprecio respecto del valor actual de mercado.

— La propia naturaleza del crecimiento externo implica la compra de una empresa como un paquete de cosas que deben ser adquiridas en su conjunto. Ello significa la compra de muchos activos innecesarios que se solapan con los existentes, sobre todo en los casos de expansión o diversificación relacionada. La duplicación de activos puede hacer referencia a instalaciones productivas, oficinas, equipos, recursos humanos, servicios informáticos, etc.

— En el caso de las fusiones, la integración de las empresas supone un coste adicional derivado de la reestructuración de la empresa resultante, como consecuencia del rediseño de departamentos, la integración de los sistemas operativos, la relocalización de actividades, el abandono de instalaciones o actividades duplicadas y los costes de despido del personal sobrante.

## **III. Etapas históricas de las F&A**

### **Primera Fase (1895-1904) EUA**

- \* Coincide con una etapa de bonanza económica.
- \* Fusiones de carácter horizontal respuesta a la sobrecapacidad.
- \* Consolidar el sector.
- \* Ganar poder de mercado.
- \* Toco a una amplia variedad de industrias.
- \* DuPont, Standard Oil, General Electric, Eastman Kodak, U.S. Steel.

### **Segunda Fase (1925-1929) EUA y Europa**

- \* Emergieron grandes holding de utilidad pública.
- \* Operaciones de integración vertical.
- \* Asegurar el suministro de materias primas.

\* Intentan salvar las regulaciones impuestas por el sector público (precios mínimos y cupos de producción).

\* Se promulga la Clayton Act (1914) anti trust.

### **Tercera fase (1965-1970)**

\* Caracterizada por conglomerados o combinaciones diversificadas.

\* Concentró la actividad en torno a un grupo de conglomerados y compañías petrolíferas.

\* Coincidió con una economía fuerte y el mercado alcista de los años 60.

### **Cuarta Fase a (1981-1992) desregulación de sectores**

\* Guerras de precios.

\* Búsqueda de cuota de mercado.

\* Integración hacia adelante o hacia atrás.

\* En Europa debido al Mercado Único.

\* Protagonizado por grandes empresas.

\* Fenómeno internacional (diferentes países).

\* Buscan reestructurar capacidades y dimensión mínima.

A partir de la cuarta etapa, se desarrollaron algunas innovaciones financieras con efectos indeseables como los bonos de alto rendimiento (junk bond), y se desarrollaron operaciones de compras apalancadas (leverage buy out).

La mayor movilidad en los mercados bursátiles en contextos de creciente globalización económica dio lugar al aumento de inversores institucionales y mayor profundidad en la valorización de las empresas.

En EUA esta fase se caracteriza por la ofertas de adquisiciones hostiles con caída en las tasas de interés y reformas fiscales que contribuyeron al tipo de operaciones F&A..

Luego de 1992, aparecen compradores estratégicos en busca de inversiones relacionadas con sus líneas de negocio. Los sectores más activos en este sentido fueron bancos, salud, defensa y tecnología.

Las etapas mencionadas son coincidentes en entornos de descenso o bajo en los tipos de interés, siendo la actividad de F&A cíclica respecto a los rendimientos de bonos. A posteriori se verifica economía en expansión y crecimiento en los precios de las bolsas.

### **La destrucción creativa en las FyA:**

Los empresarios, buscando el beneficio, innovan (Schumpeter). Si esto es importante para en este tipo de operaciones deberíamos observar que los líderes que "hacen cosas" en contra del entorno. Las oportunidades de beneficio crecen con los nuevos productos, nuevos mercados y nuevas formas de organización.

Si esto es importante para las F&A deberíamos analizar las turbulencias en las empresas y los mercados. Las fusiones son un proceso de "destrucción creativa" puesto que en la mayoría de ellas: se cierran plantas, se despiden gestores y empleados. Pero en este proceso la economía se renueva y se hace más ágil y más resistente a los vaivenes macroeconómicos.

Algunas formas de turbulencia económica, se manifestaron como desregulaciones (transporte, telecomunicaciones, bancos); liberalizaciones del mercado (sectores en bloques comerciales); cambios geopolíticos (por ejemplo luego de la caída del muro de Berlín o la URSS); cambios demográficos y tecnológicos.

### **Consideraciones finales**

La globalización y la revolución en las tecnologías de la información, con la consecuente ampliación de mercados y reducción en los costos del comercio que originan, han impuesto la reestructuración de muchos sectores económicos. Las fusiones y adquisiciones constituyen uno de los principales instrumentos utilizados por las empresas para llevar a cabo el cambio estructural que necesitan, y para aumentar su tamaño de manera rápida. Este tipo de operaciones representan una oportunidad para alcanzar economías de escala y de alcance y para aumentar la capacidad innovadora de la empresa. A través de las F&A, las empresas pueden acceder a nuevos canales de ventas, entrar en nuevos mercados o adquirir capacidades y recursos clave para su

prosperidad futura. Sin embargo, las empresas también utilizan la concentración para aumentar su poder de mercado, perjudicando a consumidores —con mayores precios y menor calidad de los productos y una menor capacidad de elección- y a la libre competencia —repercutiendo así de forma negativa en la innovación, la eficiencia y la productividad.

El reto de las políticas públicas consiste en permitir la reestructuración necesaria en ciertos sectores y el incremento en el tamaño empresarial, protegiendo al mismo tiempo la competencia. Las empresas deben evitar basar su decisión de fusión o adquisición en factores de corto plazo, como el ahorro en costes, o en motivaciones de índole personal o de especulación. Asimismo, deben comprender que la probabilidad de éxito de una F&A se incrementa cuando el entendimiento del negocio adquirido es elevado, cuando las estructuras y el diseño organizativo son apropiados y cuando los sistemas de compensaciones e incentivos son los adecuados.

Un proceso de F&A debe siempre ser encarado desde una perspectiva multidisciplinaria a efectos de la estructura de adquisición más eficiente para el inversionista y las sociedades involucradas y lograr un exitoso proceso de integración.

### **Fuentes bibliográficas**

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

Andrade G, Mitchell M y Stafford E (2001) New Evidence and Perspectives on Mergers.

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

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

Bodie, Z. Kane, A. Marcus, A. Principios de inversiones. Ed. McGraw Hill. Madrid 2004.

Brealey, R. Myers, S. Principios de Finanzas Corporativas. Ed. McGraw Hill. Madrid 2003.

Bruner, Robert F. Applied Mergers and Acquisitions. Ed. John Wiley & Sons. New Jersey 2004.

Damodaran, A. Damodaran on Valuation. John Wiley & Son. New Jersey 2006.

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

Eiteman, D. Stonehill, A. Moffet, M. Multinacional Business Finance. Ed. Pearson. Boston 2004.

Fernández, P. Valoración de empresas. Ed. Gestio 2000. Barcelona 2001.

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

Mascareñas, J. Fusiones y adquisiciones de empresas. Ed. McGraw Hill. Madrid 2005.

Mascareñas Pérez, I., 1997, Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas Serie Mc. Hill, Capitulo I, Madrid.

Ross, S. Westerfield, R. Jordan B. Fundamentos de finanzas corporativas. Ed. McGraw Hill. Madrid 1997.

Suárez, A. Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa Ed. Pirámide. Madrid 2006.

(1) Según numerosos estudios realizados en USA y otros países, éste es el motivo predominante en adquisiciones de empresas a través de oferta pública. Las empresas adquiridas obtenían, durante varios años previos a la adquisición, peores resultados que empresas comparables. Los mismos estudios señalan que el accionista de la empresa adquirida recibe por sus acciones una compensación superior entre un 30 y un 90% al precio de mercado existente antes de la oferta. Los únicos perjudicados son los directivos salientes. Pero resultan perjudicados por haber sido -al menos presuntamente- ineficaces.