

ES la vieja disyuntiva entre *make, buy, o ally*, en el desarrollo de la empresa. Aunque las fusiones y adquisiciones suelen referirse a procesos de diversificación, el desarrollo de la misma puede seguir otras vías, como la integración vertical y la internacionalización. Por ello, al hablar de fusiones hay que tener en cuenta no sólo los métodos alternativos de desarrollo de la empresa sino también las dimensiones desarrolladas: horizontal o diversificación, vertical o integración y geográfica o internacionalización.

Las fusiones y adquisiciones de empresas tienen tres explicaciones económicas básicas: crecimiento, reducción de capacidad sectorial y reestructuración empresarial. Ante los accionistas se justifican porque se presupone que van a crear riqueza para ellos al explotar economías de escala y de alcance -sinergias-; mejorar la posición de los mercados -poder de mercado-, y diversificar riesgos.

Razones

Casi nunca se suelen explicar las razones más relevantes como los cambios en la estructura de gobierno de la empresa (que dan mayor libertad de acción para los directivos), aprovechamiento de las posibles ineficiencias del mer-

Las fusiones y adquisiciones de empresas: ¿algo más que una moda? (I)

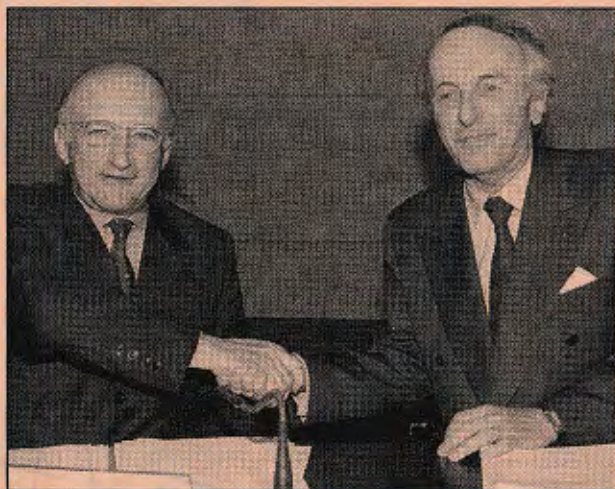
Análisis

ÁLVARO CUERVO

Las fusiones son una forma de desarrollo de la empresa alternativa al crecimiento interno y a las alianzas, aunque se le suele dar una gran importancia por su impacto social y por sus efectos sobre la estructura de poder de las empresas.

lor de las fusiones y adquisiciones a través de dos hechos complementarios: la existencia de oportunidades de inversión y la valoración positiva que el mercado de capitales hace del crecimiento.

a) La existencia de oportunidades de inversión se mide con base a criterios como la "q de Tobin", o la comparación de los valores de mercado de la empresa con los valores de reposición de sus activos y, en tal caso, se estima que mediante la compra se puede crear valor y obtener rentas extraordinarias, siempre que la empresa esté infravalorada en el mercado, por falta de capacidades directivas u otras razones. Alternativamente, la compra de empresas puede verse como la adquisición de un conjunto de recursos con mercados imperfectos (Wernerfelt, 1984) que no se podrían adquirir indivi-



D. Bouton, presidente de S. G., y A. Levy-Lang, presidente de Paribas.

constata que los mercados financieros, en el corto plazo, valoran de forma positiva la dimensión y existe un premio de mercado para las empresas que tiene una estrategia de crecimiento. Se confirma la conjetura de Merton que afirma que "un incremento en el tamaño relativo de la base accio-

res problemas de asimetrías de información que en el caso de empresas grandes.

La búsqueda del crecimiento es aún más importante cuando el resto del sector lo hace; parecería que el que no mueve ficha no tiene estrategia. El objetivo, pues, de muchos di-

al que se lograría sobre la base de los negocios actuales. La segunda explicación económica de estas operaciones es la utilización de las fusiones y adquisiciones como medio para llevar a cabo una reducción de capacidad en un sector. Se trata de dar respuesta a los cambios en la estructura del sector, consecuencia de *shocks* estructurales. Desde esta perspectiva, Jensen (1993) sugiere que la mayor parte de las fusiones desde mediados de los setenta han sido motivadas por *shocks* tecnológicos o de oferta, lo cual implica un exceso de capacidad productiva en muchos sectores productivos. Las fusiones se convierten así en la principal forma: 1) de eliminar el exceso de capacidad en un sector; 2) de disciplinar la actividad de la empresa para corregir los defectos de sus mecanis-

lación de la actividad, la apertura de mercados a la competencia extranjera, cambios rápidos en los procesos tecnológicos y aceleración del ritmo de innovación, o el cambio brusco en el precio de un *input* básico, como es el caso del petróleo (Mitchel y Mulherin, 1996).

En el momento actual, los procesos de adquisiciones, fusiones y alianzas de empresas se centran: a) en sectores cuyos negocios principales se caracterizan por la escasa diferenciación de sus productos, *utilities* o empresas de red, y/o presentan problemas de sobrecapacidad, como en el sector del petróleo (Mobil Oil-Exxon, BP-Amoco) defensa, financiero, química básica, acero, automóvil, y como consecuencia de la unión de fabricantes se producirán fusiones en el sector de componentes o suministradores principales; o b) en sectores donde los niveles de investigación exigen costes crecientes y capacidades mínimas, como el caso de la industria farmacéutica; o c) donde el riesgo de los cambios tecnológicos y las exigencias de nuevas tecnologías y su incertidumbre pudieran hacer prudente el hacerles frente compartiendo riesgos (telecomunicaciones).

Estos procesos de concentración llevan a par-

cado de capitales y obtención de beneficios fiscales; ni mucho menos las unidas a la función de utilidad de los directivos, dado que, en muchos casos, la cuestión no es lo que aportan a los accionistas, sino lo que aportan a la dirección.

El crecimiento es la primera explicación económica en relación con la capacidad de creación de va-

dualmente en el mercado. La decisión se puede ver incentivada por la existencia de *cash-flow* disponibles, la reducción del coste del dinero y/o la búsqueda de diversificación por la dirección de la empresa, lo que surge de la existencia de problemas de agencia.

b) La valoración positiva, por el mercado de capitales, del crecimiento, pues se

ce el coste de capital e incrementa el valor de mercado de la empresa". (Amihud y Haim, 1988). Los datos reflejan una infravaloración en los mercados de las pequeñas y medianas empresas, no sólo como consecuencia de su falta de liquidez, sino por la propia valoración del tamaño y del crecimiento y por la existencia de mayo-

rectivos es mover ficha, aunque ello implique perder la reina o un *jaque mate* a medio plazo. Por ello se puede hablar de la fusio-manía, compras o alianzas para dar señales de actividad, de búsqueda del crecimiento externo. Las fusiones y adquisiciones ayudan, pues, a los ejecutivos a mantener el precio de las acciones al permitir un ritmo de crecimiento superior

mos internos de gobierno que no han previsto o llevado a cabo en su momento las reestructuraciones exigidas.

Este aspecto es corroborado por la evidencia empírica que demuestra cómo una parte relevante de la actividad de las fusiones y adquisiciones en los ochenta puede ser explicada por la reacción de las empresas a *shocks* como la desregu-

no sólo beneficiosos sino también costes. Los beneficios generados por la reducción de capacidad excesiva en el sector, que no siempre se da, debe contraponerse a la reducción de la competencia entre empresas y el establecimiento de las condiciones necesarias para comportamientos monopolísticos u oligopolísticos de las empresas supervivientes. De

LAS irracionales disposiciones que, afortunadamente, pretende cambiar el actual proyecto se refieren a la exagerada burocracia que todavía rodea la más simple de las contrataciones públicas. En este sentido, el proyecto de ley aporta una sustancial mejora con respecto al texto precedente, pues vuelve a la anterior declaración responsable, en contra del actual procedimiento, entorpecedor en grado extremo tanto para los contratistas como para la propia Administración.

Hasta aquí la cuenta nueva. El inconveniente es que ésta ha vuelto a mancharse con un nuevo borrón, muchísimo más grave. La inconveniencia estriba ahora en los plazos de presentación, que se han visto reducidos de 26 a 15 días naturales. Esta disminución

Visión Personal Ley de Contratos del Estado: cuenta nueva y borrón

ANTONIO VILLENA PÉREZ

El Proyecto de Ley de Contratos del Estado que se debate actualmente en las Cortes viene a ser una disparatada cuenta nueva sobre la ley vigente, a la que se añade un peligroso borrón.

-nada menos que once días- complica las cosas en extremo a los pequeños y medianos contratistas, a la vez que vuelve a demostrar la escasa competencia de la Administración como contratante, producto de su inexperiencia como entidad contratista.

En primera instancia, ese tajo al plazo se deja sentir a la hora de rastrear las

contrataciones en vigor, pues éstas se encuentran dispersas en 52 boletines provinciales, 19 autonómicos, un *BOE*, un boletín de Correos y otro de Defensa. En total, 74 publicaciones oficiales diarias y un ingente esfuerzo de recopilación, estudio y selección de las contrataciones, que precisa de un tiempo considerable, ya se encargue de ello la

propia empresa interesada o alguna otra de servicio, como es el caso de Acop, que selecciona este tipo de material, lo sintetiza y envía gratuitamente a sus afiliados.

Pero ahí no queda la cosa, y las circunstancias agravantes salpican el camino casi a cada instante. La tortuosa senda de la contratación pública con-

tiúa con los envíos postales que de sus boletines realiza cada organismo, los cuales se producen sin ninguna periodicidad establecida. Como ello se suma al lento camino por los inextricables laberintos de Correos, deberíamos sentirnos satisfechos si la información nos llega casi con el tiempo justo. Por si esto fuera poco, hay que añadir todavía la recogida de pliegos (la mayoría en otra provincia distinta a la de la organización contratante), el estudio de los mismos por los técnicos de la empresa (un estudio que acostumbra a ser de gran complejidad) y el análisis de los precios a ofertar (teniendo en cuenta, además, que no es infrecuente el tener que solicitar precios a terceros). Y todo ello, por supuesto, aderezado por la carga burocrática de rigor, que exige una preparación, parte de la cual

“La reducción del concurso de 26 a 15 días perjudica a las empresas”

no es competencia de la empresa, y hace obligatorio el recurso a notarios, registros de Hacienda o Seguridad Social y un largo etcétera.

¿Se acabó? Pues no, porque si la contratación es ofertada por una Comunidad Autónoma (lo que ocurre en porcentaje considerable de las ocasiones), hay veces que es necesario recoger y presentar parte de la documentación (certificado de estar al corriente de los pagos tributarios, de dicha comunidad) *física-mente* en dicha Comunidad, con el consiguiente perjuicio para las empresas situadas en otro territorio.