

# Fusiones Y adquisiciones (F&A): sus motivaciones, efectos sobre las empresas y las políticas públicas para su fomento

doi: [10.33264/rpa.201801-07](https://doi.org/10.33264/rpa.201801-07)

**Galvarino Casanueva Yáñez**  
**Escuela de administración UNIACC**  
**Facultad de administración UNIACC**

## Resumen

Las adquisiciones y/o fusiones constituyen una de las formas más comunes y recurrentes para obtener dimensión y competitividad. Normalmente, este tipo de operaciones empresariales son generadas por surgimiento y la identificación de una amenaza o de una oportunidad en el mercado. Este tipo de operaciones permite abordar una oportunidad para capturar economías de escala de gran alcance y para incrementar a tasas crecientes la capacidad innovadora de la organización económica. Sin embargo, es necesario considerar que las empresas también pueden emplear concentración para incrementar su poder de mercado, dañando a consumidores o usuarios y a la libre competencia, impactando en forma negativa a la innovación, la eficiencia y la productividad. El gran desafío de las políticas públicas debe consistir en facilitar la reestructuración necesaria en los sectores involucrados y el aumento en el tamaño empresarial, protegiendo de este modo y al mismo tiempo la competencia.

Palabras claves: fusiones, adquisiciones, políticas públicas, innovación, eficiencia y productividad.

## Abstract

This essay aims to give an overview of the current situation of mergers and acquisitions (F & A or M & A by the acronym in English), paying attention to the data, but also to the motivations that support them, to the effects they have on the companies and the public policies that promote them.

Key words: mergers, acquisitions, companies, public policies, innovation, efficiency, productivity.

## Introducción

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

## Desarrollo

El proceso de compra de una empresa por parte de otra (adquisición) o la unión de dos entidades económicas, dando nacimiento a otra de mayor dimensión (fusión) constituyen una de las formas más comunes y recurrentes, hoy por hoy, para obtener dimensión y competitividad. Normalmente, este tipo de operaciones empresariales son generadas por surgimiento y la identificación de una amenaza o de una oportunidad en el mercado.

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. (Zozaya, 2007)

*Para Zozaya (2007) “en las empresas cuyos propietarios no son a la vez los gestores de la misma surge el problema denominado “de agencia”, ya que los objetivos de gestores y accionistas pueden no coincidir”. Los dueños del capital buscan maximizar el valor de sus acciones y, por otro lado, los administradores, directivos o gestores de las organizaciones económicas no buscan necesariamente maximizar el valor de los activos de una empresa y puede que para ellos les resulte igualmente o más atractivo o deseable el poder y crecimiento que alcance la organización o incluso su propio desarrollo personal. De acuerdo con Feito y Menéndez (2011) “el crecimiento empresarial vía fusiones y adquisiciones es una estrategia fundamental para competir en los mercados internacionales globalizados.”*

Buscando la alineación de los intereses de ambos agentes y, por ende, la eliminación de conflictos de intereses, las motivaciones que pueden llevar a una organización económica para concretar una fusión o adquisición con otra(s) pueden dividirse en tres grupos, el primero fundamentado en una conducta racional de los gestores y los otros dos en un comportamiento irracional (Abellán, 2004):

Alcanzar sinergias (operativas o financieras) entre las empresas involucradas, para maximizar el valor de los accionistas, cuyos objetivos están alineados con los de los gestores. Este constituye el argumento neoclásico de las F&A. Actuar como un mecanismo corrector en el mercado. Aun cuando los intereses de ambos agentes sean los mismos, los gestores pueden actuar de forma que no se maximice el valor de los accionistas, hecho que el mercado detecta y castiga, disminuyendo así el valor de las acciones. Puede ocurrir por distintos motivos: o Para aumentar las ganancias por acción: centrarse sólo en este objetivo a corto plazo sin contemplar las implicaciones futuras de la estrategia puede limitar las perspectivas empresariales.

a) Especulación: ante la existencia de imperfecciones en el mercado, que producen ruido en torno a la valoración empresarial, algunas empresas son infravaloradas. Un

gestor con información privilegiada puede adquirir dicha empresa y beneficiarse de la diferencia de valoraciones. b) Estrategia defensiva en periodos de estancamiento y retornos reducidos: utilizan la F&A para aumentar la cuota de mercado y dar imagen de fortaleza, pero suele fracasar, ya sea por la mala gestión post-operación o por la sobrevaloración pre-operación de la empresa adquirida (las sinergias previstas no llegan a suceder). c) Gestores con exceso de confianza: (generada por sus actuaciones recientes, por los medios de comunicación y por su personalidad), que achacan la mala valoración de su empresa por parte del mercado a las ineficiencias del mismo.

Dentro de los argumentos neoclásicos de las fusiones y adquisiciones destacan las sinergias operativas y las sinergias financieras, que abarcan distintos aspectos: a) sinergias productivas: b) Reducción de costes: a través de economías de escala y de alcance, de una gestión más eficiente, y de poder de precios (tanto para comprar como para vender).

Siguiendo a Zozaya (2007) éste plantea que “además de estas motivaciones de las F&A a nivel empresarial, existen otras a nivel sectorial y macroeconómico. Entre las existentes a nivel macroeconómico, destacan: el incremento de F&A suelen coincidir con las etapas de expansión económica”. Un incremento de la capitalización en el mercado de valores afecta directamente a las F&A en donde mediante las fusiones y adquisiciones pasan a constituir un instrumento de crecimiento empresarial. Una segunda motivación dice relación que a consecuencia de la globalización se incrementa a tasas crecientes la competencia y con ellos se fomenta las F&A. Una tercera motivación es resultante de las decisiones políticas producto de la legislación y regulación. La generación de zonas de libre comercio genera cambios en el entorno empresarial, aumentando con ello la competencia. Los procesos de desregulaciones de los mercados han provocado efectos positivos sobre las F&A. La eliminación de las restricciones sobre propiedad internacional de las empresas ha fomentado y desarrollado las operaciones transnacionales. Por último, y como factor crucial en nuestros tiempos, el incremento del desarrollo tecnológico obliga necesariamente a las empresas a ser más competitivas y favorece la adquisición de empresas tecnológicas por parte de otras menos avanzadas tecnológicamente que las necesitan para poder crecer o sobrevivir.

Por lo tanto, el éxito o fracaso de una operación de fusión o de compra tendrá una relación directa a su oportunidad, considerando una de variables, tales como los recursos de las empresas, las restricciones legales y regulatorias, el entorno macroeconómico, etc. De acuerdo con Zozaya (2007), “resulta crucial analizar la posición competitiva del comprador y la empresa objetivo, realizando una valoración objetiva de la operación, lo que a menudo requiere el asesoramiento de especialistas en F&A, y contando con agilidad en la negociación.”

Por otro lado, el fracaso de una F&A puede asociarse a variables tan dispares que incluso antes de que la operación tenga lugar, algunos comportamientos incrementan la probabilidad de fracaso. Siguiendo a Zozaya (2007), esto puede

sucedir “como consecuencia de una insuficiente investigación de la empresa a adquirir-fusionar o de no entender suficientemente el negocio de la empresa comprada-adherida o porque el motivo que promovió la operación no se basaba en alcanzar sinergias, sino en aprovechar el efectivo de la empresa, en imitar a otras empresas, en no quedarse atrás o en perseguir intereses personales (ego de gestor, comisiones bancos y gestores, etc.)”. Continúa el autor que una vez que la operación se ha realizado, “su éxito final podría peligrar si se descuida la integración y planificación posteriores, si la empresa se centra demasiado en recortar costes y olvida los negocios del día a día, si se desatiende a clientes, proveedores y empleados por prestar más atención a la nueva estructura esbozada, si se descuida la administración del personal o si se pospone la toma de decisiones importantes por no existir una clara definición de responsabilidades post-fusión o por el surgimiento de conflictos internos.”

Se debe considerar, irremediabilmente, que se generan consecuencias de las fusiones y adquisiciones sobre las variables empresariales, tales como el empleo, precio de las acciones, poder de mercado, beneficio/rentabilidad, tasa de crecimiento, productividad y rendimiento tecnológico.

En el empleo:

A priori, el efecto neto de una M&A sobre la demanda de trabajo es ambiguo. Por un lado, reducirá el empleo, al producirse sinergias y compartirse departamentos, proveedores y clientes. Además, permitirá incumplir los contratos laborales fijados con anterioridad que obstaculizaban el despido (Shleifer, 1987).

Y en relación con la calidad de la mano de obra, Siegel (2006) señala que, “*además, parece que las plantas involucradas en F&A experimentaron un mayor incremento en la calidad del capital humano, en términos de mayor experiencia y educación.*”

En relación con el precio de las acciones y de acuerdo con Andrade (2001), “*la mayoría de estudios encuentran ganancias significativas para los accionistas de la empresa adquirida (retornos un 25 por ciento superiores después de la operación.*” En promedio y siguiendo a Hou (2000), “*los retornos son mayores en las fusiones hostiles que en las amistosas.*” Por otro lado, Kaplan (2006), señala que “*las operaciones financiadas con efectivo obtienen en media mejores resultados que las financiadas con intercambio de valores.*”

En relación con la temática de poder del mercado, las F&A que generan, crean o refuerzan el poder de mercado posibilita a la empresa resultante y a sus rivales aumentar los precios. Eckbo (1983) afirma que “*los accionistas de empresas rivales involucradas en fusiones horizontales obtuvieron retornos positivos fuera de lo común cuando se anunciaron las fusiones.*”

Por otro lado, analizando las consecuencias de la F&A en la razón

beneficio/rentabilidad se establece que no existe una prueba clara sobre si éstas aumentan los beneficios de las empresas con respecto a antes de la operación, aunque múltiples estudios entregan resultados que apoyan la baja de la rentabilidad. Ravenscraft (1983) afirma que *“las empresas con ganancias por encima de la media antes de la adquisición (en los años 60 y 70) obtuvieron caídas en sus beneficios tras la operación, debido a la pérdida del control gestor.”* Otros investigadores como Hughes (1989), Ravenscraft (1987) o Meeks (1977) plantean también que *“las fusiones tienden a reducir la rentabilidad de las empresas fusionadas.”*

Las consecuencias generadas por el efecto de las F&A en las tasas de crecimiento los estudios empíricos indican que, generalmente, *las tasas de crecimiento de las empresas fusionadas no varían (McDougall 1986, Cosh 1980), o decrecen ligeramente (Peer, 1980) tras la operación, pero en muy pocas ocasiones se verifican tasas de crecimiento interno positivas en las empresas fusionadas.*

En relación con la variable de la productividad, la gran mayoría de F&A parecen mejorar la productividad de su función de producción (plantas). De acuerdo con McGuckin (1995) *“las empresas que tenían una productividad superior a la media antes del cambio en propiedad mejoraron su productividad al cambiar de propietarios, al igual que las plantas de mayor tamaño que no se utilizaban de manera totalmente eficiente antes de la operación.”* Por otro lado, Makismovic (2001) plantea que, *“sin embargo, no se produjeron mejoras en la productividad de los activos de aquellas empresas inicialmente menos eficientes que se fusionaron.”* Siguiendo a Siegel (2006) *“el aumento en productividad es en media mayor para adquisiciones parciales que para adquisiciones de empresas completas.”*

Finalmente, en relación con la variable de “rendimiento tecnológico”, aunque este factor constituye de por sí una de las principales motivaciones empresariales para concretar F&A, las evidencias empíricas sobre el impacto real en el rendimiento tecnológico de la empresa resultante son muy diversas. Una de las causas radica en que la mayoría de las investigaciones toman como base los inputs (gasto en I+D) o en los outputs (patentes) de la innovación, pero en muy escasas ocasiones en ambos. Cefis (2005) concluye que, *“tras la adquisición de una empresa tecnológica, la empresa contará con una mayor inversión total en I+D, pero con una eficiencia de la I+D de la empresa resultante menor que la de las dos empresas independientemente.”* Cassiman (2005) afirma que *“las M&A entre empresas con operaciones de I+D solapadas afectan negativamente a la I+D”*. Sin embargo, según Hagedoorn (2000) *“las M&A contribuyen a mejorar el rendimiento tecnológico a largo plazo de las empresas que están en un entorno high-tech (alta tecnología)”*.

En relación con la variable sobre las medidas públicas de fomento para las fusiones y adquisiciones, es necesario considerar que la concentración de empresas puede producir grandes beneficios para la productividad y la I+D del sector empresarial, pero también se debe considerar que puede dañar el bienestar global si la operación potencia aún más el poder de mercado, dañando y perjudicando la libre competencia

e incrementando los precios de los productos sin incrementar su calidad. Tenemos conocimiento que el poder que genera el monopolio como organización de mercado y que induce a la ineficiencia y al derroche, y que también se requiere de cierto grado de rivalidad para desarrollar y mantener un adecuado ritmo de innovación en las empresas e industrias. Está establecido que las fusiones de tipo horizontal son a priori las más dañinas para la competencia de mercado, aun considerando que perfectamente el resto de fusiones también pueden resultar anticompetitivas. También es válido el hecho de que, aunque no se produzcan operaciones de concentración, las organizaciones económicas de una industria pueden evidenciar y capturar incentivos para coludirse de una manera tácita o explícita, a través de estrategias de recompensa y castigo, y estructurar así precios elevados, desarrollando conductas de manera contraria a lo que establece la eficiencia económica.

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

De acuerdo con Zozaya (2007) *“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.”*

*Hoy por hoy, donde la globalización de los mercados es cada vez más profunda y compleja y, siguiendo a Feito y Menéndez (2011) “el crecimiento empresarial vía fusiones y adquisiciones es una estrategia fundamental para competir en los mercados internacionales globalizado” y en donde dichos autores en relación a los objetivos de la fusión y/o adquisición también manifiestan que “los accionistas confían en que los directivos hayan tomado esta decisión buscando la creación de valor para su empresa, en lugar del mero crecimiento.”*

Necesariamente la conveniencia o no de las Fusiones y Adquisiciones estará en relación directa con los objetivos de la dirección de la organización y cómo estos pueden conciliarse con los objetivos del “grupo de interés” de la empresa.

En definitiva, aunque hay argumentos para pensar que los directivos pueden actuar de forma oportunista e interesada cuando plantean una operación corporativa de crecimiento, adquiriendo otras empresas, de media los accionistas anticipan operaciones creadoras de valor, sobre todo si son operaciones que se pagan en

efectivo y que adquieren empresas que no cotizan en bolsa. (Feito y Menéndez, 2011)

## Conclusiones

Las fusiones y adquisiciones constituyen una de las herramientas principales empleadas por las empresas para concretar el cambio estructural que demandan, y para incrementar su tamaño de manera acelerada. Este tipo de operaciones permite abordar una oportunidad para capturar economías de escala de gran alcance y para incrementar a tasas crecientes la capacidad innovadora de la organización económica. Es mediante las F&A que las empresas pueden alcanzar nuevos canales de ventas, penetrar en nuevos mercados o desarrollar capacidades y recursos clave y estratégicos para su desarrollo futuro. Sin embargo, es necesario considerar que las empresas también pueden emplear concentración para incrementar su poder de mercado, dañando a consumidores o usuarios –manifestado con mayores precios y menor calidad de los productos y/o servicios, y una menor capacidad de elección- y a la libre competencia – impactando en forma negativa a la innovación, la eficiencia y la productividad. El gran desafío de las políticas públicas debe consistir en facilitar la reestructuración necesaria en los sectores involucrados y el aumento en el tamaño empresarial, protegiendo de este modo y al mismo tiempo la competencia. En la región de Europa continental, la legislación sobre la defensa de la competencia se manifiesta de una forma más que en Estados Unidos o el Reino Unido, al considerar dentro de las decisiones de aprobación de la operación de F&A a varios factores o variables distintas del daño de la competencia efectiva, tales, por ejemplo, lo que concierne a la integración europea o la promoción y desarrollo de las PyME.

## Referencias

- Abellán 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 Megers. *Journal of Economic Perspectives* 15:2, 103-120.
- Calmfors L, Corsetti G et al (2006) Fusiones y Política de Defensa de la Competencia en Europa. Occasional Paper nº 07/5 IESE business School – Universidad de Navarra.
- Cassiman B (2005) El impacto de las fusions y adquisiciones en la innovación. *Universia business Review* . *Actualidad Económica* 1698-5117.
- Cefis E (2005) Effects of Acquisitions on Product and Process Innovation and R&D Performace.
- Eckbo Eb (1983) Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder wealth, *Journal of Financial Economics* 11, 241-274.
- Feito-Ruiz, Isabel; Menéndez- Requejo, Susana Valoración de las fusiones y adquisiciones por los accionistas adquirentes. *Universia Business Review* , núm. 29, 2011, pp. 50-64 Portal Universia S.A. Madrid, España
- Hagedoorn J, Duysters G (2000) The Effects of Mergers and Acquisitions on the Technological Performance of Companies in a High-tech Environment. *Technology Analysis and Economic Management* 14(1): 67-85.
- Hou K, Olsson P y Robinson D (2000) Does Takeover Increase Stockholder Value? Mimeo, University of Chicago.
- Hughes, A (1989) The Impact of Merger: A Survey of Empirical Evidence for the UK: En: Fairburn J y Kay J, eds., En *Mergers and Merger Policy*. Oxford University Press.
- Kaplan SN (2006) Mergers and Acquisitions: A Financial Economics Perspective. Prepared for the Antitrust Modernization Commission Economist's Roundtable on Merger Enforcement.
- Makismovic V y Phillips G (2001) The Market for Corporate Assets: ¿Who Engages in Mergers and Asset Sales and are there Efficiency Gains? *Journal of Finance* 2020-2065.
- McDougall FM y Round DK (1986) The Determinants and Effects of Corporate Takeovers in Australia, 1970-1981, Victoria: Australian Institute of Management.



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

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

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

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

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

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

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

Zozaya, N. (2007) *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*, Dirección General de la Política de la Pyme, Madrid.

#### **Galvarino Casanueva Yáñez**

PhD(c) en Administración de Empresa, Université Libre Des De L'Entreprise Et Des Technologies de Bruxelles, Doctorando en Administración Gerencial por la Universidad Benito Juárez G. México, Máster en Ciencias de la Administración Université Libre Des De L'Entreprise Et Des Technologies de Bruxelles, Master Financial Professional (AAFPM), Magíster en Finanzas Corporativas, Universidad Viña del Mar, Ingeniero Comercial en la Universidad Católica del Norte, Licenciado en Ciencias de la Administración (Universidad Católica del Norte), Diplomado en Marketing Estratégico (Universidad Benito Juárez G), Docente en UNIACC.