Doc. 044/1992

CAMILO JOSE VAZQUEZ ORDAS

Un marco teórico para el estudio de las fusiones empresariales

Un marco teórico para el estudio de las fusiones empresariales

Dr. D. Camilo José Vázquez Ordás
Dpto. Admón. Empresas y Contabilidad
F. de CC. Económicas y Empresariales
Universidad de Oviedo
Avda. del Cristo s/n
33006 OVIEDO
Tlfno.: (98) 510-39-15

1. Introducción

En este trabajo se realiza una aproximación teórica al fenómeno de las fusiones empresariales. La importancia económica, social e industrial de las fusiones de empresas, así como el importante papel que éstas ocupan en la formulación estratégica del crecimiento empresarial hacen necesaria la elaboración de un cuerpo teórico que permita una estimación adecuada del valor que pueden crear estas operaciones.

En los últimos años las empresas que han realizado fusiones empresariales han pagado por tomar el control de las empresas con las que se han fusionado más de 110.000 millones de dólares (por año), dato que refleja la importancia económica del crecimiento externo que las empresas han logrado a través de la realización de operaciones de fusión. El creciente volumen económico de las fusiones responde, entre otros motivos, a la búsqueda de un tamaño que permita a las empresas afrontar con éxito la creciente presión competitiva en los mercados de productos. En el caso de Europa, la próxima consolidación del mercado único europeo constituye un incentivo adicional para que las empresas europeas vean en la realización de fusiones una forma válida de crecimiento que las permita alcanzar una dimensión competitiva adecuada.

La internacionalización de los mercados, observada en los últimos años, es otro motivo que afecta a la forma de crecimiento que adoptan las empresas; la necesidad de introducirse en los mercados locales fomenta la importancia de las fusiones en la política empresarial de crecimiento, de forma que la fusión con empresas locales constituye la forma más adecuada de lograr los objetivos estratégicos de expansión internacional.

Podemos definir una fusión empresarial como la unión de dos empresas que, hasta ese momento, actuaban de forma separada en función de disposiciones estratégicas distintas. Con la fusión su actuación empresarial, en cualquier ámbito, pasará a contribuir a una linea estratégica única y común. La fusión empresarial puede adoptar varias formas, si bien la

distinción es, principalmente, jurídica. Cuando la fusión empresarial implica que ambas empresas pierden su actual personalidad jurídica y la empresa resultante de la fusión adopta una personalidad jurídica distinta de la que detentaban las empresas que se fusionaron, entonces se habla de fusión. Si la empresa que es objetivo de la fusión pierde su personalidad jurídica y pasa a formar parte del patrimonio de la empresa que realiza la fusión, se habla de absorción. Si la empresa objetivo de la fusión no pierde su personalidad jurídica, pero pasa a ser controlada por la empresa que realiza la fusión, entonces nos referimos a esa operación como adquisición o compra.

De otro lado, la fusión empresarial puede realizarse de diversas formas, ya sea a través de la compra de los activos de la empresa objetivo de la fusión, ya sea a través de la compra de sus acciones; el pago a los accionistas de la empresa objetivo de la fusión puede realizarse en dinero o en acciones. La compra de acciones de la empresa objetivo de la fusión puede ser amistosa o hostil, en ambos casos la compra de acciones puede instrumentarse a través de una oferta pública de adquisición de acciones u O.P.A.

Con independencia de la forma jurídica que revistan las fusiones empresariales y con independencia de la forma en que se instrumente su realización, nosotros nos referiremos a todas ellas con el nombre de fusiones empresariales o, simplemente, fusiones, pues la naturaleza económica del fenómeno es independiente de los aspectos referidos.

De las empresas que participan en una fusión, una de ellas es la que ejerce la intención o intento de fusión y la otra es la empresa objetivo de la fusión. En adelante, a la empresa que ejerce el intento de fusión la denominaremos empresa dominante, compradora, oferente o absorbente en función del contexto. A la empresa objetivo de la fusión la llamaremos siempre empresa objetivo refiriéndonos con ello a la empresa que ha recibido una oferta de compra de sus acciones, o una O.P.A., o una oferta de absorción.

Así mismo, según cual sea el sector de actividad de las empresas que se fusionan podemos distinguir tres tipos de fusiones:

- Fusiones horizontales: las empresas que se fusionan pertenecen al mismo sector de actividad.
- Fusiones verticales: la empresa objetivo es o proveedora o cliente de la empresa dominante que se va a fusionar con ella.
- Fusiones diversificadas o en conglomerado: los sectores de actividad de las empresas que se fusionan son distintos.

Hemos sistematizado las aportaciones teóricas sobre las fusiones en tres categorías, recogidas, cada una de ellas, en un apartado distinto, al efecto de facilitar la exposición. En la primera categoría se recoge el estudio de las sinergias que se pueden alcanzar con una fusión, en la segunda categoría se analiza la relación de las fusiones con los objetivos de los agentes empresariales, enmarcando dicho análisis en el cuerpo teórico definido por la teoría de la agencia. Por último, en una tercera categoría se estudia la importancia de los mercados de capitales en la realización de fusiones.

Un último apartado recoge las conclusiones obtenidas en el trabajo, que establecen la motivación en la realización de fusiones y los requisitos necesarios para que una fusión cree valor.

2. Creación de valor y sinergias

El objetivo básico de una fusión es idéntico al de cualquier otro proyecto de inversión que realice la empresa: obtener la máxima rentabilidad posible de los capitales invertidos. Una fusión crea valor cuando el valor de las empresas que se fusionan es mayor al estar unidas. Para ello es preciso que el valor actual neto de la operación sea positivo, de forma que la fusión permita una mejora en la utilización de los recursos o facilite el alcance de una posición competitiva más favorable.

Un análisis de la literatura económica sobre las fusiones empresariales nos permite sistematizar en cinco categorías las fuentes que permiten que una fusión cree valor, a cada una de las cuales nos referiremos con la denominación genérica de sinergias: operativas, financieras, competitivas, de poder de marcado y fiscales.

2.1. Sinergias operativas

Las sinergias operativas surgen de la materialización de dos tipos de economías, las economías de escala y las economías de alcance. Las economías de escala permiten una reducción de los costes unitarios a medida que aumenta el tamaño. Las economías de alcance tienen su origen en la existencia de recursos complementarios en las empresas que se van a fusionar, de forma que las empresas que se fusionan tienen menos costes unidas que separadas. A continuación analizaremos de forma detallada ambos conceptos así como su relación con las fusiones empresariales.

Las economías de escala constituyen un fenómeno económico de gran trascendencia para la competencia empresarial y surgen cuando el incremento de la tasa de producción por unidad de tiempo reduce el coste unitario del producto; su consecución está fundamentalmente relacionada con la existencia de costes fijos independientes del nivel de producción, de forma que a mayor producción menor es el coste fijo unitario. Las economías de escala pueden presentarse a nivel productivo o de planta y a nivel de empresa, debido a que también pueden obtenerse en actividades de marketing, de compras, de distribución o de administración (Schmalensee, 1990).

Dado que las fusiones constituyen una forma de crecimiento pueden afectar a la estructura de coste por cuanto implican un aumento del tamaño. En este sentido, la fusión de

empresas da lugar a economías sustanciales sólo cuando se integran las operaciones, de forma que se realizan las mismas actividades de manera diferente o se producen bienes o servicios diferentes de manera similar (Schmalensee, 1990; 56).

Así, las economías de escala son un fenómeno común, aunque de diferente intensidad y origen, en los distintos tipos de fusiones. En las fusiones en conglomerado, las economías de escala pueden surgir de compartir servicios comunes, tales como servicios de administración y contabilidad, departamentos financieros, ejecutivos y dirección general (Brealey y Myers, 1988); al no existir relación entre las actividades de las empresas fusionadas, resulta difícil alcanzar otros tipos de economías de escala. Similar limitación parecen sufrir las fusiones verticales, donde las potenciales economías de escala parecen derivarse de la mejor coordinación entre los diferentes niveles (proveedores y clientes), que previsiblemente se traduce en una reducción de los costes de comunicación y de formalización de contratos (Weston y Copeland, 1986; Van Horne, 1986). Parece existir acuerdo en que las economías de escala se alcanzan más fácilmente en las fusiones horizontales, donde es posible la combinación de procesos separados para elaborar el mismo producto y, al eliminar actividades duplicadas, permite la consecución de economías técnicas a nivel de planta (Sutton, 1983; Bradley y Myers, 1988; Weston y Copeland, 1986; Van Horne, 1986).

Las economías de alcance permiten lograr sinergias operativas al existir recursos complementarios en las empresas que se van a fusionar, de forma que los costes de operar conjuntamente sean menores que los costes que tendrían ambas empresas si operan por separado. En este caso, a través de la fusión, cada empresa obtiene los recursos que no tiene y que precisa para realizar su actividad, de forma que consigue sus objetivos con un coste inferior al que debería asumir si actuara por separado. La existencia de activos insuficientemente explotados puede motivar la realización de fusiones de tipo diversificado y horizontales (Sutton, 1983; 151), de forma que la operación permita alcanzar una escala superior que facilita la utilización óptima de los activos.

La complementariedad de los recursos puede surgir en cualquier actividad empresarial, desde el departamento financiero, el comercial o el de producción. Para que la fusión sea viable, desde esta óptica, basta que cada empresa tenga algún recurso que necesita la otra, como acceso privilegiado a canales de distribución o tecnología patentada, de forma que la unión produzca una mejora en la eficiencia general. En este sentido existen fusiones que pueden explicarse por razonamientos complementariedad de recursos (Rowley, 1976), donde la lealtad de marca existente o la competencia a largo plazo que necesita la empresa compradora es intercambiada por los recursos financieros que precisa la empresa objetivo. En otras ocasiones, una empresa dispone de un potencial que no puede desarrollar completamente debido a deficiencias en ciertas áreas de la administración. Si la empresa no puede contratar la administración que necesita puede encontrar que la fusión con una empresa compatible, que tenga el personal administrativo necesario, sea una solución viable, siempre que la trayectoria financiera de la última no sea deficiente (Gitman, 1978; 654). En otros casos, mediante la fusión, la empresa compradora puede acceder a unos conocimientos técnicos y/o experiencia que, de otra forma, resultarían inaccesibles para ella (Mace y Montgomery, 1990).

2.2. Sinergias financieras

Las sinergias financieras pueden definirse como el aumento en el valor de las empresas fusionadas creado por las operaciones financieras que son atribuibles a la fusión y que no pueden ser conseguidas por ninguna transacción de los inversores particulares en el mercado (Choi y Philippatos, 1983). La realización de sinergias financieras en las fusiones empresariales ha merecido la atención de los investigadores, que han señalado diversas posibilidades para su obtención:

- Las fusiones que originan una diversificación pueden reducir el riesgo de la empresa.
- La empresa resultante de la fusión puede beneficiarse de menores tipos de interés en nuevos endeudamientos.
- La empresa resultante de la fusión puede aumentar su capacidad de endeudamiento.
- Las fusiones que se realizan como un empleo de fondos excedentes, bajo ciertas circunstancias, pueden crear valor.

Analizaremos cada una de las sinergias financieras mencionadas de forma separada, si bien algunas de ellas tienen un origen común como tendremos ocasión de comprobar en la lectura de los apartados siguientes.

Las fusiones como reducción de riesgo

En su trabajo, Lewellen (1971) demuestra que existe una justificación racional para realizar una fusión en conglomerado (diversificación no-relacionada) sin que existan sinergias operativas que mejoren la eficiencia.

Si las empresas que se fusionan no están relacionadas en su actividad, la fusión representará una diversificación tanto mayor cuanto menor correlación exista entre los resultados obtenidos por ambas empresas, el caso extremo se presentaría cuando la correlación entre los resultados fuese perfectamente inversa. En tales condiciones, la probabilidad de impago asociada a la empresa resultante de la fusión será inferior a la que mantenían cada una de las empresas por separado, pues los resultados obtenidos por cada empresa podrán atender las necesidades financieras de ambas y la evolución de estos resultados no está correlacionada. Lewellen (1971) concluyó entonces que la fusión en conglomerado, en ausencia de sinergias operativas, tiene una justificación racional de tipo financiero cuyo trasfondo radica en la aversión existente, tanto entre prestamistas como entre empresarios, al riesgo y a los costes de quiebra. La fusión diversificada consigue reducir este riesgo de quiebra.

Esta reducción de los riesgos de quiebra motivada por la correlación imperfecta entre los resultados de las empresas fusionadas plantea dos cuestiones de interés, en primer lugar, el efecto que ello tiene sobre el valor de la empresa y, en segundo lugar, las posiciones relativas en que quedan accionistas y prestamistas. Respecto a la primera cuestión, el valor de la empresa resultante de la fusión no tiene por qué ser superior a la suma del valor que tenían las empresas antes de fusionarse, pues cualquier inversor particular podría alcanzar el grado de diversificación ofrecido por la fusión, simplemente formando una cartera con igual proporción de deuda y de fondos propios que la resultante de la fusión.

En segundo lugar, la posición relativa de accionistas y prestamistas cambia; la reducción del riesgo de quiebra motivada por el respaldo adicional que ofrecen los accionistas de cada empresa a la deuda contraída por la otra hace que el valor de la deuda aumente, simultáneamente el valor de los fondos propios se reduce, pues el valor de la empresa, como hemos señalado anteriormente, no aumenta. Sin embargo, esa reducción del riesgo de quiebra puede ser aprovechada por la empresa resultante de la fusión para negociar, por ejemplo, una reducción en el coste de la financiación futura.

Las fusiones y la reducción de los costes de endeudamiento

Otro argumento comúnmente esgrimido en beneficio de las fusiones es que la empresa resultante del proceso puede beneficiarse de una reducción en el coste de sus futuros endeudamientos (Rappaport, 1986; 211; Brealey y Myers, 1988; 788).

Esta sinergia financiera, en realidad, no es más que una consecuencia del argumento esgrimido con anterioridad. Efectivamente, antes de la fusión ninguna de las empresas garantiza la deuda contraída por la otra; después de la fusión cada una de las empresas garantiza no solo sus compromisos sino también las posibles insolvencias de la otra. Este efecto, como ya se vio con anterioridad, permite que se reduzca el riesgo asociado a la deuda (riesgo de quiebra) y, por tanto, que aumente su valor.

Por ello, si el valor de la empresa no se ve afectado por el proceso de fusión, el aumento del valor de la deuda debe ser compensado por una reducción en el valor de los fondos propios. Después de todo, el menor riesgo de insolvencia sobre la deuda se deriva solamente de que los accionistas de cada empresa han proporcionado a los obligacionistas, inesperadamente, una mayor garantía sobre las deudas previamente concertadas como consecuencia de la fusión. Si los accionistas no reciben compensación por ello, los obligacionistas se beneficiarán a sus expensas. Para las nuevas emisiones de deuda después de la fusión, los accionistas se beneficiarán al poder endeudarse a un tipo de interés inferior, mientras que los obligacionistas se ven compensados por una mejor protección.

De forma adicional, la empresa resultante de la fusión puede aprovecharse de economías de escala en los gastos de emisión de nuevos títulos, ya sean acciones u obligaciones, dado que puede realizar menos emisiones de títulos y de mayor volumen económico (Brealey y Myers, 1988; 788). Levy y Sarnat (1970) subrayan que en las fusiones

de tipo conglomerado se logran economías de escala en los costes de emisión y de transacción.

Sin embargo y dado que las economías de escala tienen que ver con el tamaño, nada, en principio, impide que grandes empresas, no resultantes de una fusión, alcancen las mismas economías en los costes de emisión y transacción. Por ello, si bien estas economías existen, no son privativas de las fusiones y, por otro lado, su potencial magnitud resulta discutible (Weston y Copeland, 1986; 908).

Las fusiones y el aumento de la capacidad de endeudamiento

Un tercer tipo de sinergia financiera se alcanza si la empresa resultante de la fusión puede disponer de una mayor capacidad de endeudamiento (Weston y Copeland, 1980; 426; Stapleton, 1982; Sutton, 1983; 160-2; Jensen y Ruback, 1983; 24; Rappaport, 1986; 211; Weston y Copeland, 1986; 908). El aumento en la capacidad de endeudamiento, definido como el máximo nivel de deuda que puede conseguirse para un tipo de interés dado debido a una fusión, ha sido explícitamente analizado por Stapleton (1982), el cual señala dos razonamientos alternativos que permiten explicar el aumento de la capacidad de endeudamiento a través de la realización de fusiones:

- La primera explicación se centra en la existencia de capacidad de endeudamiento no utilizada en la empresa objetivo.
- La segunda explicación incluye en el análisis el efecto impositivo, de forma que el aumento del endeudamiento se determina a través de una aproximación de tipo marginal, donde los costes de quiebra son comparados con la deducción fiscal motivada por los intereses generados por la nueva deuda.

Según la primera explicación, la empresa resultante de una fusión puede aumentar su nivel de endeudamiento siempre que la empresa objetivo disponga de capacidad de endeudamiento inutilizada, de forma que pueda reducir su coste de capital por introducción de más deuda en su estructura de capital (dado el carácter deducible de los intereses que la nueva deuda genera). Aquellas empresas que precisen utilizar la capacidad de endeudamiento adicional estarían dispuestas a fusionarse con la empresa objetivo. Si se realiza la fusión, el nivel de endeudamiento aumentará consumiendo la capacidad no utilizada de la empresa objetivo, lo cual originará un aumento del valor total de la empresa resultante de la fusión[1]. Sin embargo, en mercados eficientes donde apenas existen asimetrías de información, el precio pagado por la empresa compradora para tomar el control de la empresa objetivo suele

[1]El valor de la empresa viene reflejado por la siguiente expresión: $VL=[(X(1-t_c))/K_e]+Dt_c$, donde VL es el valor de la empresa, X es la expectativa del B.A.I.T., t_c es el tipo impositivo, K_e es el coste de capital y D es el volumen de deuda. El aumento de volumen de deuda, aumenta el valor de la empresa.

reflejar esta situación y, por tanto, eliminar los beneficios extraordinarios que se puedan derivar de la capacidad de endeudamiento no utilizada de la empresa objetivo.

La segunda explicación planteada por Stapleton sobre el aumento de la capacidad de endeudamiento a través de la realización de una fusión ofrece, según el autor, más posibilidades de aumentar el valor de la empresa resultante. Una vez elegido un nivel adecuado de endeudamiento, el directivo debe considerar la relación existente entre el valor actual de los ahorros fiscales, derivados del carácter deducible que tienen los intereses generados por la deuda, y el valor actual de los costes de quiebra, derivados de un excesivo endeudamiento. En tanto que una fusión reduce la probabilidad de quiebra, permitirá a las empresas fusionadas aumentar su nivel de endeudamiento sin aumentar el valor actual de los costes de quiebra, que las empresas venían manteniendo antes de la realización de la fusión. El aumento de valor, motivado por el aumento en la capacidad de deuda, depende del valor de la deducción fiscal de los intereses adicionales originados por la nueva deuda, que a su vez depende del tipo impositivo marginal de la empresa resultante de la fusión.

Las fusiones como empleo de fondos excedentes

La realización de fusiones puede estar motivada por la utilización más adecuada de fondos excedentes o tesorería generada en el período, en cuyo caso la operación posibilita el alcance de una sinergia financiera (Sutton, 1983; 151; Brealey y Myers, 1988; 784; Caves, 1989; 156). Así, cuando la empresa compradora está situada en una industria madura donde no existen oportunidades de inversión rentable (esto es, su coste de capital (K_e) excede el rendimiento de la inversión (r) interna), si la empresa esta generando una cantidad sustancial de tesorería, se dispone de un motivo para realizar fusiones por adquisición financiadas con tesorería, siempre que las inversiones internas generen un rendimiento inferior al coste de capital y que la fusión ofrezca una rentabilidad superior a la que ofrece cualquier otro proyecto de inversión fuera del sector.

La misma motivación puede subyacer en fusiones de tipo horizontal cuando la empresa compradora está bien establecida en un segmento del mercado, con una ventaja competitiva basada en la lealtad de sus consumidores, pero carece de los recursos financieros necesarios para explotar todo su potencial. En estas circunstancias, si otra empresa dispone de esos recursos financieros, la empresa compradora, bien asentada en su segmento del mercado, puede lograr una sinergia financiera realizando la fusión, de forma que evita una barrera competitiva, la falta de recursos financieros, que se opone a su crecimiento. Similares resultados se obtendrían si la primera empresa detentara derechos de patente no explotados o tuviese acceso a fuentes de suministro restringidas.

Podemos concluir que, de todos los argumentos que se plantean como medio de lograr una sinergia financiera a través de un proceso de fusión, sólo dos de ellos tienen entidad cualitativa y cuantitativa propia, si bien ninguno está exento de limitaciones. Dichos

argumentos son, en primer lugar que el proceso de fusión reduce los costes de quiebra y ello puede generar ventajas, de forma que la empresa resultante de la fusión puede adoptar dos estrategias: la primera consiste en aumentar la capacidad de endeudamiento a un coste de la deuda similar al que venían manteniendo las empresas antes de la fusión; la segunda consistiría en exigir una reducción del coste en los nuevos endeudamientos.

En segundo lugar, se puede alcanzar una sinergia financiera si el coste de capital de la empresa compradora excede a la rentabilidad de la inversión interna, en cuyo caso la tesorería generada puede ser utilizada de forma adecuada en la financiación de fusiones por adquisición, siempre que la rentabilidad de la operación sea mayor a la rentabilidad ofrecida por el resto de proyectos de inversión externos.

2.3. Sinergias competitivas

El objetivo básico de una fusión es idéntico al de cualquier otro proyecto de inversión asociado con la estrategia global de la empresa, esto es, desarrollar una ventaja competitiva sostenible. En este sentido, las fusiones empresariales constituyen un importante componente de la estrategia de negocios y corporativa de una empresa (Rappaport, 1986; 201). En el análisis competitivo existen tres medidas básicas que las empresas compradoras deben realizar sobre las potenciales empresas objetivo (Rappaport, 1986; 201):

- Valorar el atractivo de la industria de la empresa objetivo.
- Evaluar la posición competitiva del negocio de la empresa objetivo dentro de la industria.
- Identificar las fuentes de ventajas competitivas.

Las fusiones empresariales permiten obtener una sinergia competitiva si facilitan el logro de una ventaja competitiva sostenible, que no es posible obtener a través de ninguna estrategia alternativa, o si permite obtener la ventaja competitiva de una forma más económica que el crecimiento interno o los acuerdos empresariales.

Podemos observar que la ventaja de mayor relevancia en comparación con el crecimiento interno es de tipo temporal, esto es, si bien el mismo objetivo estratégico de crecimiento puede conseguirse por desarrollo interno, el proceso precisaría de un período temporal necesariamente más largo que en el caso de las fusiones. También es cierto que, en determinadas ocasiones, los objetivos estratégicos pueden conseguirse a través de acuerdos o convenios inter-empresariales, sin embargo, los acuerdos empresariales en comparación con las fusiones, presentan el inconveniente de que el beneficio derivado de dicha colaboración debe compartirse con el socio además de tener que compartir también el control del proyecto, cosa que no ocurre en una fusión.

2.4. Sinergias de poder de mercado

Las fusiones pueden contribuir a aumentar el poder de mercado de dos formas, ya sea reduciendo el grado de competencia, ya sea aumentando la concentración industrial. En ambos casos, el aumento del poder de mercado puede ser utilizado para elevar los precios y obtener rentas extraordinarias de monopolio.

Para determinar si una fusión permite alcanzar una sinergia de poder de mercado es preciso analizar si el incremento en el poder de mercado, derivado de la realización de la fusión, aumenta el valor de la empresa contribuyendo a mejorar la riqueza de los accionistas. En este sentido, las fusiones empresariales han contribuido de forma importante al proceso de concentración industrial, sin embargo las legislaciones occidentales que protegen la libre competencia y los derechos del consumidor han impedido que ese poder de mercado se convierta en una mayor riqueza de los accionistas de las empresas implicadas. El grado de permisividad de las legislaciones existentes en cada país sobre concentración de empresas y defensa del consumidor, así como el grado de eficacia alcanzado en su aplicación actúan como regulador del grado de importancia que el aumento del poder de mercado puede tener en un proceso de fusión.

Tipos de fusiones y su efecto sobre el poder de mercado

No todas las fusiones tienen el mismo efecto sobre la competencia y el índice de concentración industrial. Cabe distinguir, en este sentido, como ya ha sido expuesto, tres tipos de fusiones, horizontales, verticales y diversificadas o en conglomerado.

Una fusión horizontal se caracteriza porque la empresa compradora y la empresa objetivo pertenecen al mismo sector de actividad, por tanto, una fusión horizontal une a dos empresas competidoras directas. Desde este punto de vista la fusión horizontal permite a la empresa compradora eliminar a un competidor directo representado por la empresa objetivo al tiempo que aumenta su cuota de mercado (apropiandose de la participación que controlaba la empresa objetivo) y aumenta el grado de concentración en la industria. En algunas ocasiones, las fusiones empresariales han sido utilizadas como un medio para evitar los precios establecidos por la disciplina industrial (Koutsoyiannis, 1982; 234), son las que más cuidadosamente se examinan y controlan por las autoridades encargadas de aplicar las legislaciones sobre concentración de empresas en los diversos espacios económicos.

Una fusión vertical es aquella en la cual la empresa compradora y la empresa objetivo realizan actividades distintas dentro de una misma línea de productos, de forma que la empresa objetivo es proveedora o cliente de la empresa compradora. La fusión vertical puede ser ascendente o descendente según que la empresa objetivo sea proveedora o cliente de la empresa compradora.

El aumento del poder de mercado en una fusión vertical depende de las barreras a la entrada que pueda crear. En una fusión vertical descendente se puede excluir del mercado que

representa el sector de la empresa objetivo a las empresas competidoras de la empresa compradora. La importancia de esta barrera de entrada depende de varios factores: el volumen de mercado que representaba la empresa objetivo (y que pasa a ser controlado por la empresa compradora) y la dificultad que supone para cualquier empresa competidora de la empresa compradora acceder al mercado de la empresa objetivo.

Las fusiones verticales ascendentes también pueden crear barreras de entrada en el acceso al suministro, para las empresas competidoras de la empresa compradora, dependiendo de la existencia de fuentes de suministro alternativas que puedan proveer, a precios razonables, a las empresas competidoras de la empresa compradora y de la dificultad que cualquier empresa competidora de la empresa compradora puede encontrar para introducirse en el sector de la empresa objetivo.

Una fusión en conglomerado es aquella en la cual el negocio de la empresa compradora no guarda relación con el negocio de la empresa objetivo. Por tanto, las fusiones en conglomerado pueden definirse como diversificación en áreas no relacionadas en orden a reducir el riesgo del negocio. Las fusiones en conglomerado pueden aumentar el poder de mercado[2] si la empresa resultante de la fusión pone en práctica alguna de las siguientes políticas (Koutsoyiannis, 1982; 235-6):

> Acuerdos de compra recíproca. Un conglomerado puede tener el poder de obligar a las empresas con las que mantiene relaciones comerciales a comprar los productos de sus diferentes divisiones, bajo la amenaza de que dejará de comprar los productos fabricados por ellas. En general, la reciprocidad puede destruir la competencia en precios y aumentar las expectativas de beneficios de los conglomerados.
>
> Precios predatorios. Consisten en una reducción de precios dirigida, habitualmente, a la eliminación de las pequeñas empresas que no sigan el conjunto de políticas del conglomerado.
>
> Acuerdos de venta agregada. Los acuerdos de venta agregada permiten que la empresa conglomerado obligue a comprar más de un tipo de sus productos a aquellas empresas que tienen necesidad de cualquiera de ellos. Los conglomerados tienen un mayor poder para imponer tales acuerdos, en comparación con aquellas empresas cuya actividad no está diversificada. Estos acuerdos pueden aumentar las ventas de los conglomerados y, por tanto, sus expectativas de beneficios.
>
> Acuerdos de venta en exclusiva. Permiten forzar a la empresa cliente a comprar los productos del conglomerado en detrimento de los productos ofrecidos por sus competidores. Tales acuerdos pueden aumentar la cuota de mercado del conglomerado y sus expectativas de beneficio.

---

[2]El poder de mercado, en las fusiones en conglomerado, puede materializarse en el mercado de la empresa objetivo, en el de empresa compradora o en ambos.

Subsidiación cruzada entre varios sectores del conglomerado. A través de la discriminación de precios selectiva, un conglomerado puede monopolizar uno o más mercados mientras mantiene sus precios a niveles competitivos en el resto de sus mercados (Machlup, 1955; Brooks, 1961). Estas prácticas pueden aumentar considerablemente los beneficios del conglomerado.

Prevención de la competencia potencial. Un conglomerado puede prevenir a un potencial entrante de acceder a sus mercados fusionándose con él. Ello aumenta el poder de mercado de la empresa resultante de la fusión y puede derivar en mayores expectativas de beneficio.

Efecto del poder de mercado sobre la riqueza de los accionistas

Existen dos aspectos que determinan la importancia del aumento del poder de mercado en las fusiones empresariales, de un lado, el grado de permisividad de la legislación vigente en cada país en materia de concentración de empresas y, de otro, el grado de eficacia que alcancen las autoridades competentes en la aplicación de la citada legislación, es decir, su capacidad para detectar y denunciar aquellas fusiones empresariales que pueden aumentar el poder de mercado.

Cuanto menos permisiva sea la legislación vigente en materia de concentración de empresas y cuanto más eficaces sean las autoridades competentes en su aplicación menos peso cobrará el aumento del poder de mercado en las fusiones empresariales, por cuanto ese mayor poder de mercado, que potencialmente se alcanzaría con la realización de la fusión, no mejorará la riqueza de los accionistas; las autoridades competentes detectarán y denunciarán las fusiones que puedan aumentar el poder de mercado, impidiendo que se lleven a cabo e impidiendo que los accionistas de esas empresas se beneficien de la obtención de rentas extraordinarias de monopolio.

La evidencia disponible corrobora este análisis. En los estudios de Ellert (1976), Wier (1983) y Eckbo (1983) se demuestra que la denuncia y sanción por violación de la legislación sobre concentración de empresas reduce la riqueza de los accionistas de las empresas objetivo de fusiones que podrían originar un aumento del poder de mercado. Wier (1983) examinó los rendimientos extraordinarios asociados al anuncio de reclamaciones antitrust en 111 fusiones ya realizadas, observando una pérdida extraordinaria significativa de -2'58% en el plazo comprendido entre el día antes y el día después del anuncio de la reclamación. Ellert (1976), para 205 reclamaciones por violación de la legislación antitrust realizadas en el período 1950-72, observó una pérdida extraordinaria de -1'83% para los accionistas de la empresa objetivo durante el mes en el cual se había formulado la reclamación. Eckbo (1983) observó una pérdida extraordinaria media de -9'27% en 17 empresas objetivo en el plazo comprendido entre el día antes y el día después del anuncio de la reclamación por violación de la legislación antitrust.

Estos resultados nos permiten concluir que, normalmente, el aumento del poder de mercado no es un objetivo común en las fusiones empresariales. Las legislaciones sobre

concentración de empresas vigentes en los paises occidentales impiden que el aumento de mercado se materialice, impidiendo que los accionistas obtengan rendimientos extraordinarios positivos.

2.5. Sinergias fiscales

La consideración fiscal de las fusiones empresariales posibilita la existencia de vías alternativas para que el valor actual neto de una fusión sea mayor. La amplitud de los beneficios fiscales en las fusiones empresariales viene delimitada por la legalidad fiscal vigente en materia de fusiones, que establece la posibilidad y las condiciones en las que una fusión permite obtener ahorros fiscales. En nuestro país la exención fiscal en una fusión puede alcanzar hasta el 99% de la base imponible (Ley 76/1980). Existen distintas circunstancias que hacen posible obtener una sinergia fiscal en una fusión, las cuales son analizadas a continuación.

A partir de la expresión general de valoración de una empresa endeudada (Modigliani y Miller, 1963),

$$V_L = \frac{X(1-t_c)}{K_e} + D_{tc} \qquad [1.1]$$

donde,

V_L: valor de la empresa.
X: expectativas del beneficios antes de intereses e impuestos.
t_c: tasa impositiva.
D: deuda.
K_e: coste de capital.

podemos analizar como una empresa compradora puede aumentar su valor de mercado si se fusiona con una empresa objetivo que tenga: a) pérdidas acumuladas fiscalmente deducibles, b) activos depreciables cuyo precio de mercado sea superior a su valor histórico y c) una capacidad de endeudamiento no agotada en su totalidad.

a) Pérdidas acumuladas fiscalmente deducibles

La existencia en una empresa de pérdidas acumuladas puede convertirla en la empresa objetivo de fusión ideal para otra empresa que, generando un importante volumen de beneficios al año, tiene un tipo impositivo (t_c) muy elevado.

La legislación fiscal permite acumular las pérdidas de cada ejercicio durante un plazo de cinco años, en los cuales es posible compensar esas pérdidas con beneficios. Si la empresa objetivo no tiene expectativas de obtener beneficios con los que compensar las pérdidas acumuladas y otra empresa tiene un tipo impositivo (t_c) muy elevado y genera importantes beneficios, la fusión de esta segunda empresa con la empresa objetivo le permitiría compensar sus beneficios con las pérdidas acumuladas de la empresa objetivo y así reducir su tipo impositivo (t_c).

La valoración de la empresa compradora después de realizada la fusión vendría representada por la expresión [1.1]. La reducción del tipo impositivo t_c permite que aumenten las expectativas de beneficios después de impuestos y que aumente el primer sumando de la expresión, que recoge el valor de una empresa no apalancada. Sin embargo, la disminución de t_c reduce el atractivo fiscal del endeudamiento al reducir el importe que se deduce en concepto de intereses, de forma que el segundo sumando de la expresión se reduce.

La empresa resultante de la fusión, al compensarse los beneficios de la empresa compradora con las pérdidas acumuladas de la empresa objetivo, consigue una reducción en su tipo impositivo lo cual permite mejorar las expectativas sobre los beneficios después de impuestos al tiempo que reduce el atractivo fiscal del endeudamiento, de forma que el efecto neto sobre el valor de la empresa depende de dos efectos que operan en sentido contrario, el primero aumentando el valor de la empresa y el segundo disminuyéndolo.

b) Posibilidad de revalorizar fiscalmente activos depreciables

Si una empresa posee en su activo un volumen importante de activos depreciables cuyo valor de mercado sea muy superior al valor histórico, siempre que en la fusión esos activos se puedan revalorizar de forma no-gravable o parcialmente gravable, se convierte en un objetivo de fusión, ya que cualquier empresa puede obtener ahorros fiscales si se fusiona con ella, al poder dotar un mayor importe en concepto de amortización durante los años de vida útil de los activos depreciables.

La revalorización de los activos depreciables de la empresa objetivo permite a la empresa compradora, una vez realizada la fusión, reducir el tipo impositivo, t_c, al aumentar las dotaciones a amortizaciones y reducir el beneficio de explotación. La reducción del tipo impositivo t_c permite mejorar las expectativas sobre los beneficios netos de impuestos al tiempo que se reduce el atractivo fiscal de la deuda. El valor de la empresa resultante de la fusión viene representado por el valor de la expresión [1.1] sustituyendo el antiguo tipo fiscal t_c por el nuevo tipo, que es menor.

c) Capacidad de endeudamiento no consumida

Si la empresa objetivo tiene una capacidad de endeudamiento no agotada en su totalidad y no necesita utilizarla, cualquier empresa puede obtener un ahorro fiscal si se fusiona con la empresa objetivo, pues, una vez realizada la fusión, el aumento del endeudamiento permite deducir un mayor volumen de intereses que reducen la carga fiscal. Además, al aumentar el endeudamiento aumenta el valor de la empresa.

La fusión con una empresa que no ha agotado su capacidad de endeudamiento permite a la empresa compradora reducir su tipo impositivo t_c al aumentar el importe de los intereses deducibles y reducir el beneficio de explotación. En este caso, el volumen total de deuda también aumenta[3], de forma que, de un lado, mejoran las expectativas sobre los beneficios netos de impuestos y, de otro, se reduce el tipo de deducción de los intereses al tiempo que aumentan éstos (al aumentar la deuda total). Por tanto, el valor de la empresa resultante de la fusión se obtendrá sustituyendo en la expresión [1.1] los nuevos valores de t_c y de D.

En los tres casos analizados, en los cuales la empresa objetivo tiene pérdidas acumuladas fiscalmente deducibles, activos depreciables cuyo valor de mercado supera al valor contable o capacidad de deuda no consumida, la sustitución de las variables en la expresión [1.1] nos permite calcular el valor de la empresa resultante de la fusión, sin embargo, aún cuando este valor sea superior al que mantenían ambas empresas por separado, no podemos afirmar que la fusión crea valor. Para estimar la creación de valor atribuible a la fusión aún hay que descontar el precio que los accionistas de la empresa objetivo exigen por ceder el control de su empresa. Si la asimetría de información en los mercados de capitales es escasa, el precio exigido por los accionistas de la empresa objetivo compensará los beneficios extraordinarios de forma que el valor creado por la fusión sea nulo.

Una cuarta posibilidad de obtener una sinergia fiscal a través de una fusión se presenta cuando la empresa compradora genera un volumen de liquidez muy elevado y su sector de actividad no ofrece oportunidades de inversión interna rentables[4]. Los fondos generados tienen, entonces, dos aplicaciones alternativas, o se utilizan en el pago de un mayor dividendo o se invierten externamente a la empresa. Si se utilizan para aumentar el pago de dividendos nos encontramos con una doble imposición, de un lado el Impuesto de Sociedades al declararlos como beneficios, de otro el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas que deben pagar los accionistas al percibir los dividendos. Sin embargo, si se utilizan para financiar fusiones, al menos una imposición se evita[5]. Para que una fusión motivada por esta

---

[3]La existencia de capacidad de deuda no consumida ya fue analizada cuando se estudiaron las sinergias financieras. Su consideración como ventaja fiscal responde al hecho de que algunos autores la consideran de esta forma. Ver, por ejemplo, Warshawsky, 1987; Ross y Westerfield, 1988; Scholes y Wolfson, 1990.

[4]La rentabilidad de las inversiones internas es inferior al coste de capital.

[5]Se evita la imposición procedente del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Evitar la imposición del Impuesto de Sociedades implicaría no declarar los excedentes generados como beneficios del ejercicio.

causa cree valor debe cumplir una condición adicional consistente en que la rentabilidad de la fusión sea superior a la rentabilidad ofrecida por cualquier otra inversión externa alternativa[6].

Nos encontramos pues que, a excepción de la financiación de las fusiones con fondos excedentes cuya práctica puede generar valor siendo más bien una sinergia financiera que una sinergia fiscal, las posibilidades de crear valor en una fusión por motivos exclusivamente fiscales dependen del marco legal vigente en materia de fiscalidad de fusiones y de la asimetría de información existente en los mercados de capitales. Con todo, las incidencia fiscal debe ser considerada en toda fusión, pues su efecto puede alterar el valor actual neto de la misma.

La evidencia disponible señala que las posibilidades fiscales de crear valor están presentes en muchas fusiones empresariales (Auerbach y Reishus, 1987). Sin embargo, las consideraciones fiscales son de segundo orden, como se deduce del hecho de que la intensidad en la realización de fusiones no guarda relación con los cambios en las normativas fiscales o que la intensidad en la realización de fusiones varía por industrias, para las cuales la normativa fiscal es similar (Koutsoyiannis, 1982; 239). Durante los últimos 20 años, la evidencia sugiere que las fusiones no han sido exclusivamente motivadas por razones fiscales (Lehn y Poulsen, 1987; Jarrell, Brickley y Netter, 1988).

2.6. Problemas de integración en las fusiones empresariales

En la determinación de los beneficios esperados, cuyo descuento y comparación con el coste de realizar la fusión nos permite estimar el valor actual neto de la misma, hay que tener en consideración no sólo las posibles sinergias sino también el coste que supone la integración de las empresas que se fusionan. La integración de las organizaciones de la empresa compradora y la empresa objetivo depende del personal, de las culturas organizativas y de las formas de entender los negocios de ambas organizaciones.

Cuantos más problemas se planteen en la integración de la fusión, menores serán los beneficios esperados y menor será el valor actual de la operación. Los estudios realizados indican que más de 1/3 de las fusiones fracasan antes de cinco años y, al menos, el 80% nunca realizan sus aspiraciones totales. La mayoría de estos fracasos son debidos a factores humanos (Senn, 1989; 230).

Existen tres factores que determinan la importancia de los problemas de integración[7] con posterioridad a haber adoptado el acuerdo de fusión (Jemison y Sitkin, 1986; 107):

---

[6]La financiación de fusiones con fondos excedentes ya ha sido analizada en el estudio de las sinergias financieras. Su análisis como sinergia fiscal responde a que diversos autores la consideran así. Ver, por ejemplo, Ross y Westerfield, 1988; Scholes y Wolfson, 1990.

[7]Un tratamiento más detallado del tema se puede encontrar en Buono y Bowditch (1989) y en Fulmer y Gilkey (1990).

1) La participación en el proceso de negociación sobre la fusión de especialistas y analistas con experiencias particulares y objetivos independientes, muy a menudo, deriva en visiones múltiples y fragmentadas del acuerdo de fusión.

2) El interés creciente en concluir las negociaciones suele impedir que se realicen las consideraciones necesarias sobre la problemática de integración.

3) Ambas partes, empresa compradora y empresa vendedora, a menudo son incapaces de resolver aspectos importantes antes de completar el acuerdo relacionados con la nueva estructura de poder y con la nueva asignación de tareas, entre otros.

Una vez adoptado el acuerdo de fusión la realización de la misma, sin haber resuelto los aspectos relacionados con la problemática de integración de ambas organizaciones, origina la aparición de los costes de integración, cuya materialización se centra, de un lado en la pérdida de personal valioso para la empresa y, de otro en la pérdida de efectividad organizativa, motivada por la aparición de problemas de comunicación, por la reducción de la productividad y por la aparición de conflictos de poder (Buono y Bowditch, 1989).

Se pueden identificar cinco aspectos que inciden en la aparición de los problemas de integración (Fulmer y Gilkey, 1990):

a) Ansiedad e incertidumbre. La fusión origina un desconocimiento sobre el futuro que distorsiona las expectativas basadas en un entorno estable, en consecuencia aumenta la ansiedad e incertidumbre del personal de las empresas que se fusionan.

b) Indefensión y rechazo. El personal de las empresas objetivo de fusiones percibe una sensación de indefensión y de pérdida de identidad, al tiempo que desarrolla una actitud de rechazo contra los directivos de su empresa, que permitieron la fusión, y contra los directivos de la empresa compradora.

c) División de lealtades. La fusión origina la aparición de nuevas figuras de autoridad poniendo a prueba las lealtades preestablecidas y estableciendo nuevas relaciones de autoridad.

d) Repliegue y evitación. Los trabajadores, confusos ante los cambios que implica la fusión, suelen reducir su nivel de compromiso con la empresa resultante de la fusión y dedicar sus esfuerzos a resolver la incertidumbre que condiciona su futuro profesional.

e) Conflicto sobre nuevos valores. Los nuevos valores y las nuevas directrices estratégicas crean conflictos en torno a la fidelidad y a la lealtad. Las diferencias entre las culturas empresariales de las empresas que se fusionan dificultan el establecimiento de un sistema de recompensas adecuado a la nueva situación.

A los aspectos mencionados, hay que añadir la actitud que adopte el personal de la empresa compradora sobre el personal de la empresa objetivo que, normalmente, se refleja en

el sentimiento de ganadores por parte de los trabajadores de la empresa compradora y en la visión como perdedores que pueden tener de los trabajadores de la empresa objetivo.

Si la empresa compradora no es capaz de resolver estos aspectos de integración se encontrará, posiblemente, con una partida de costes imponderable que pueden convertir a la fusión en un proyecto de valor actual neto negativo.

3. Relación de agencia y fusiones

La teoría de la agencia representa un nuevo enfoque conceptual para el análisis de la separación entre propiedad y control en virtud de la cual, la empresa puede ser considerada como un conjunto de contratos entre los diferentes factores de producción, estando motivado cada factor por su propio interés (Jensen y Meckling, 1976).

Los contratos establecidos entre las partes se denominan contratos de agencia y regulan la relación de agencia. La relación de agencia se define como "un contrato por el que una persona (llamada principal) designa a otra persona (llamada agente) para que realice algún servicio en su beneficio, para lo cual el principal debe de delegar en el agente cierta autoridad de decisión" (Jensen y Meckling, 1976; 308).

En una relación de agencia existen, pues, dos partes, de un lado el principal, de otro el agente. Cada una de las partes tendrán su propia utilidad y tratarán de maximizarla en el desarrollo de la relación. Si la función de utilidad del agente no coincide con la función de utilidad del principal, es muy posible que sus decisiones no coincidan con las deseadas por el principal. Al objeto de evitar esta divergencia motivada por la diferencia de intereses (funciones de utilidad), tanto principal como agente incurren en una serie de costes, los cuales constituyen los llamados costes de agencia.

El mercado descuenta el importe de los costes de agencia al valorar la empresa, de modo que cuanto mayores sean, menor es el valor de la empresa.

La relación accionistas-directivos puede ser analizada desde esta perspectiva, donde el accionista-propietario es el principal quien delega en el directivo (agente) una amplia capacidad discrecional al objeto de que dirija su empresa. Sin embargo, la función de utilidad directiva puede no coincidir con la de los accionistas, de forma que los primeros pueden utilizar la capacidad otorgada por los accionistas en su propio beneficio. La divergencia entre los objetivos de accionistas y directivos implicará, por tanto, un aumento de los costes de agencia y un menor valor de la empresa.

No obstante, el uso de la discrecionalidad otorgada por los accionistas a los directivos está limitado a través de diversos mecanismos, entre ellos el mercado para el control corporativo, en el cual equipos directivos alternativos compiten por el control de los

recursos empresariales. Se puede definir el mercado para el control corporativo como el derecho a determinar la dirección de los recursos empresariales (Fama y Jensen, 1983a,b). Los directivos ineficientes que no maximizan el valor de su empresa serán desplazados de sus puestos por otros directivos eficientes, para lo cual la empresa ineficientemente gestionada se convertirá en un objetivo de un intento de fusión.

La existencia de este mecanismo de control procedente del mercado para el control corporativo permite que los costes de agencia se reduzcan, al proporcionar, dicho mercado, un control gratuito.

Por tanto, la perspectiva proporcionada por la teoría de la agencia determina dos consideraciones de trascendencia para el análisis de las fusiones. De un lado, el efecto que las fusiones pueden generar en la relación de agencia y, de otro, el papel de las fusiones como principal instrumento en el mercado para el control corporativo.

3.1. Las fusiones en la relación de agencia

A través de las fusiones, los directivos de la empresa compradora pueden obtener mayores beneficios en su relación director-accionista. Creando una empresa mayor y más diversificada, el director aumenta el coste y la complejidad del control sobre sus actividades por parte de los accionistas. Además, si el directivo de la empresa compradora posee una participación accionarial en su empresa y esta participación se reduce a consecuencia de la realización de la fusión, en la nueva empresa resultante de la operación, el coste que tiene para el directivo la desviación de la estrategia del máximo beneficio se reduce, al haberse reducido su participación de capital. Por tanto, la realización de una fusión dificulta las actividades de control y puede reducir el coste para el directivo de no maximizar el beneficio, de forma que permite a la dirección disfrutar de más recursos empresariales.

La habilidad de los directivos para satisfacer sus propios intereses es una consecuencia de la estructura empresarial. Los directivos cumplen dos roles importantes en el seno de la empresa. En primer lugar, han sido contratados por los accionistas para que apliquen sus capacidades especiales en la gestión de los activos de la empresa. En segundo lugar, los directivos son, a menudo, accionistas y, al igual que el resto de propietarios, están muy interesados en el valor de sus acciones. El directivo que posee solamente una pequeña fracción del capital externo y reduce, aún más, esa fracción a través de una fusión puede apropiarse de más recursos empresariales en forma de "rentas", sin pagar el coste total de los mismos. Dicha hipótesis ha sido confirmada por un conjunto de investigadores. Lewellen, Loderer y Rosenfeld (1985), sobre una muestra de 191 empresas compradoras durante el periodo 1963-1981, observan una relación positiva entre el rendimiento extraordinario de las acciones, a consecuencia de la fusión, y el porcentaje de acciones de la empresa compradora poseído por la dirección. Esta relación positiva sustenta, por tanto, la hipótesis de que, cuando el directivo posee un bajo porcentaje del capital de su empresa, el mayor incentivo para emprender una fusión no es el interés o la riqueza de los accionistas.

Las rentas recibidas por la dirección pueden ser sistematizadas en dos grupos. Por un lado, están los llamados beneficios no-pecuniarios que constituyen algo intangible y de difícil medida, derivándose del control de un gran volumen de activos empresariales. A modo descriptivo podrían recogerse bajo la denominación de poder político y económico, prestigio, satisfacción en el trabajo, entre otros. El segundo tipo de rentas están constituidas por las remuneraciones pecuniarias. En las mismas se incluyen el salario, las bonificaciones y las participaciones en beneficios.

La dificultad de medir los beneficios no-pecuniarios se inicia desde el momento en que no existe un standard real de medida. Una forma particular de beneficios no-pecuniarios, que ha sido ampliamente estudiada, es el riesgo directivo. Diversos trabajos consideran las fusiones como un método utilizado por los directivos para reducir su riesgo en el empleo (Treynor y Black, 1976; Amihud y Lev, 1981). Dado que la remuneración y el resto de beneficios de los que disfruta el directivo están vinculados a la actividad de la empresa, el riesgo de los directivos está estrechamente relacionado con el riesgo de su empresa. Mientras los accionistas pueden reducir su componente de riesgo, derivado de la empresa, a través del mantenimiento de una amplia cartera de activos de capital, los directivos, con un gran peso en su propia cartera de capital humano específico de la empresa que no es negociable, tendrán que intentar diversificar por otro medio[8]. Para comprender este razonamiento resulta de interés analizar los activos que componen la cartera personal del directivo. En general, podemos distinguir tres tipos de componentes en la cartera del directivo:

- Capital humano. El directivo, normalmente, se rodea de colaboradores que le son valiosos para el desempeño de su actividad. El capital humano no es negociable.
- Tenencia de acciones de la empresa. El directivo puede mantener una participación accionarial en su propia empresa.
- Tenencia de otras inversiones. El directivo puede ser partícipe de otras inversiones no relacionadas con su empresa.

Un peso proporcional mayor de cualquiera de los dos primeros componentes generaría en el directivo un incentivo para promover cambios en la composición de las operaciones de la empresa, como un mecanismo para reequilibrar su cartera personal[9].

A priori, sin embargo, la hipótesis de que la reducción del riesgo constituye un fuerte motivo directivo para realizar una fusión precisa de varias matizaciones. De un lado, una fusión que aumente el riesgo puede mejorar la utilidad personal del directivo, basta con que aumente las expectativas de beneficio de su cartera en una cantidad que compense con creces

[8]En función de su grado de aversión al riesgo.

[9]Amihud y Lev (1981) y Treynor y Black (1976) enfatizan la importancia de la porción del capital humano en la cartera directiva mientras que Agrawal y Mandelker (1987) y Brealey y Myers (1988) mantienen el mayor peso, en dicha cartera, de la tenencia de acciones de la propia empresa. La existencia de una posible relación causal entre las fusiones y las preferencias de

Continúa...

el aumento extra de riesgo derivado de la operación. Además, dependiendo de los términos de la transacción y de las oportunidades de aumentar los beneficios de la empresa resultante de la fusión, una fusión que aumente el riesgo podría simultáneamente aumentar la riqueza personal de los directivos mejorando el valor de mercado de las acciones de su propia empresa, parte de las cuales posee. Los ejecutivos con una porción importante de acciones en su empresa serán especialmente sensibles a las fusiones que reducen el riesgo a costa de sacrificar el valor de las acciones. Por otro lado, el mercado de capitales también proporciona a los directivos otras posibilidades de reducción de riesgos, si bien, con algún coste[10].

El contraste empírico al respecto resulta contradictorio. Amihud y Lev (1981), por ejemplo, observan que las empresas en las que la propiedad no está concentrada abordan fusiones diversificadas más a menudo de lo que lo hacen el resto de empresas. Esto ocurre, según los autores, porque los directivos de dicha empresa no están estrechamente controlados y, por consiguiente, pueden practicar con más facilidad las actividades reductoras de riesgo en su propio beneficio. Agrawal y Mandelker (1987), por otro lado, observan que cuando los directivos de la empresa compradora poseen una alta proporción de acciones de la empresa, las fusiones están típicamente asociadas con aumentos en el riesgo más que con reducciones del mismo. Lewellen, Loderer y Rosenfeld (1989), sobre una muestra de 203 fusiones realizadas en Estados Unidos entre 1963 y 1984, observan que las fusiones que consiguen una reducción de riesgo son minoritarias, constatando tan sólo débilmente que tal reducción de riesgo ocurre, más a menudo, cuando los socios ejecutivos de la empresa compradora poseen una parte importante de las acciones. En conjunto, sus resultados soportan débilmente la hipótesis de que las preferencias de riesgo de los directivos determinan significativamente sus aptitudes hacia las fusiones. Por otra parte, no hallaron evidencia alguna de que la reducción de riesgo, cuando se presentó, estuviera asociada con un impacto diferencialmente desfavorable sobre la riqueza de los accionistas[11].

Analicemos ahora los componentes monetarios de la utilidad directiva. La medida de estas compensaciones resulta más fácil que en el caso de los beneficios no pecuniarios. Existen diversos estudios que sugieren que las compensaciones directivas guardan una relación directa con el tamaño de la empresa (por ejemplo Baumol, 1959; Mueller, 1969). Además, Firth (1980), examinando la hipótesis de que las fusiones eran un medio efectivo para aumentar las compensaciones de los directivos, observó, sobre una muestra de 355 fusiones con éxito en el Reino Unido, que el aumento medio en la remuneración de los directivos desde que se

---

riesgo de los directivos también es analizada, entre otros, por Mikkelson y Ruback (1985) y Lewellen, Loderer y Rosenfeld (1989).

[10]Si se utilizan los ingresos de la empresa para invertir en títulos de otras empresas se puede presentar una doble imposición fiscal (Kalay, 1982). Si se emprende la diversificación a nivel personal podría ocurrir que, en el proceso de liquidación de las acciones que posee de su empresa para, con la liquidez obtenida, diversificar su propia cartera, los directivos "fijasen aparentemente" el nivel adecuado de ganancias de capital a obtener en la transacción de las acciones de su empresa (Brealey y Myers, 1988), lo cual podría suponer adversas implicaciones de señalización en el mercado (Leland y Pyle, 1977).

[11]El resultado es lógico por cuanto el directivo es un decisor racional y, si posee acciones de su empresa, podría reducir su riqueza personal si, tratando de reducir el riesgo, aborda la realización de una fusión no eficiente que reduce el valor de las acciones de su empresa.

produjo la fusión había sido del 33%. El aumento medio de la remuneración de aquellos directivos, cuyas empresas no se habían visto envueltas en procesos de fusión, había sido aproximadamente del 20% para el mismo periodo. Por tanto, los directivos de las empresas compradoras resultaron bastante beneficiados con la realización de la fusión. Mientras tanto, los accionistas de estas empresas habían perdido sobre un billón de libras esterlinas.

En suma, la relación de agencia entre accionistas y directivos permite a los directivos que usen la discrecionalidad en la toma de decisiones en su propio beneficio. Los beneficios directivos son de dos tipos, pecuniarios y no-pecuniarios. Los beneficios pecuniarios están compuestos por las compensaciones económicas mientras que los beneficios no-pecuniarios recogen diversos aspectos como el status, el poder o el riesgo personal del directivo. El crecimiento mejora la utilidad directiva por cuanto aumenta tanto los beneficios pecuniarios como los no-pecuniarios. En este sentido, las fusiones, como forma de crecimiento externo, mejoran la utilidad directiva y los accionistas deben extremar el control de los directivos, por cuanto la mejora de la utilidad directiva, normalmente, es compensada con una reducción de la riqueza de los accionistas (Firth, 1980).

3.2. Las fusiones en el mercado para el control corporativo

El uso que los directivos hacen de la discrecionalidad cedida por los accionistas es objeto de control a través de diversos mecanismos, entre ellos, el diseño de contratos de compensación, la competencia en el mercado externo de directivos, la competencia interna en el seno de la empresa y la competencia en el mercado para el control corporativo[12].

Desde nuestra perspectiva, definida por el estudio de las fusiones, nos interesa el control proporcionado por el mercado para el control corporativo. El mercado para el control corporativo representa la competencia que mantienen los equipos directivos alternativos por el control de los recursos empresariales. El funcionamiento del mercado para el control corporativo requiere del concurso de dos condiciones necesarias: la existencia de un mercado de valores y la existencia de equipos directivos dispuestos a maximizar la eficiencia de utilización de los recursos empresariales.

Los mercados de valores posibilitan la transmisibilidad de los títulos de las empresas cuando el accionista no está satisfecho con la gestión aplicada. Además, los mercados de valores proporcionan un indicador que refleja continuamente los resultados de las decisiones de la dirección[13] sobre el valor de la empresa. Estas dos características, la transmisibilidad de las acciones cuando hay desacuerdo con la dirección y la elaboración de un indicador del valor de la empresa[14], posibilitan la existencia de un mercado de control corporativo al faci-

---

[12]Término acuñado por Manne (1965) quien inició las investigaciones sobre el mismo.

[13]La cotización bursátil también refleja la evolución del entorno económico y su efecto sobre la empresa.

[14]La bondad de la cotización como indicador del valor de la empresa depende del grado de eficiencia del mercado de valores. En este sentido, la eficiencia del mercado para el control corporativo depende de la eficiencia del mercado de valores. La hipótesis de eficiencia de

Continúa...

litar que un equipo directivo, alternativo al actual, pueda presentar directamente a los accionistas una oferta de compra de las acciones de la empresa, al objeto de realizar una fusión.

Además, el funcionamiento de el mercado para el control corporativo precisa de la existencia de equipos directivos que, tras observar que una empresa está siendo gestionada de forma ineficiente, están dispuestos a realizar un intento de fusión que desplace a los directivos ineficientes y que permita poner en práctica una estrategia que maximice la riqueza de los accionistas. Por tanto, la función económica de estos directivos consiste en descubrir, comprar y reorganizar posteriormente empresas sujetas a una utilización subóptima de los recursos (Arruñada, 1990; 96).

El efecto del mercado para el control corporativo no se limita solamente a las empresas que son objeto de una operación de este mercado sino, que se extiende sobre todas las empresas que, teniendo separada la propiedad y el control, cotizan en los mercados de valores. Por tanto, la amenaza de fusión, latente en el mercado para el control corporativo, se extiende sobre todos los equipos directivos ineficientes que no maximizan el valor de sus empresas, de forma que ofrece un control "gratuito" sobre la discrecionalidad directiva. Este control de la discrecionalidad directiva permite una reducción de los costes de agencia.

Si la disciplina establecida por el mercado para el control corporativo no es suficiente es muy posible que se realice una fusión. En tal situación, los beneficios potenciales que se derivan de sustituir a la dirección ineficiente deben compararse con el coste del cambio de administración, al cual habrá que añadir los costes de transacción de la fusión y la prima pagada al accionariado de la empresa objetivo. Sutton (1983; 154) apunta que "en muchos casos el coste de llevar a cabo una mejora de la eficiencia es relativamente bajo, siempre que sea posible realizar ventajas significativas introduciendo cambios relativamente pequeños; por ejemplo, en los procedimientos de planificación y control...".

Por otra parte, el valor de mercado de las empresas ofertantes (compradoras) se reduce en el periodo previo a la fusión, lo cual es compatible con las ineficiencias directivas que los afectados, accionistas de la empresa objetivo, no esperaban subsanar en su propiedad (Jensen y Ruback, 1983). Otros estudios muestran que las empresas objetivo, en media, tienen un menor ratio de valoración[15] que empresas comparables no-objetivo de fusiones (Bartley y Boardman, 1986) o que las empresas objetivo de fusiones hostiles tienen bajos valores del ratio q de Tobin[16] (Morck, Shleifer y Vishny, 1987).

---

mercado presenta tres grados: débil, semifuerte y fuerte. En el grado fuerte la cotización recoge toda la información disponible, en el grado semifuerte la cotización recoge la información pública y en el grado débil la cotización recoge solamente la información contenida en la serie histórica de las cotizaciones.

[15]Definido como el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios.

[16]Definido como el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el coste de reposición de sus activos.

El principal instrumento del mercado para el control corporativo son las fusiones[17], por tanto, las fusiones que se realizan en el marco del mercado para el control corporativo mejoran la eficiencia, desplazando a los directivos ineficientes y sustituyendo su estrategia por otra que maximiza la riqueza de los accionistas.

4. Las fusiones y los mercados de capitales

La información proporcionada por los mercados de capitales, cuyo principal exponente es la cotización bursátil, es utilizada por los inversores en la valoración de las empresas, de forma que, ante la realización de una fusión, resulta determinante para estimar el precio a pagar por tomar el control de la empresa objetivo y para que la empresa compradora pueda hacer una valoración previa sobre el valor actual neto del proyecto.

El objetivo de este apartado se centra en determinar la influencia de los mercados de capitales en la realización de fusiones, para lo cual sistematizaremos en tres hipótesis las distintas aportaciones que analizan la influencia de la información bursátil en la realización de fusiones: la hipótesis de información, la de discrepancias de valoración y la de infravaloración.

4.1. Hipótesis de información

Esta hipótesis señala que el aumento de valor de las acciones de las empresas objetivo de fusiones tiene su origen en la información que se genera durante el proceso de fusión (Bradley, Desai y Kim, 1983; 184) la cual puede ser de dos tipos:

1) Información desconocida por el mercado referente al auténtico valor de la empresa que permite el aumento del precio de las acciones de las empresas objetivo. En otras palabras, el efecto de la aparición de esta información en el mercado sería el mismo que produce la comunicación de que es posible aplicar en la empresa una estrategia que maximice la riqueza de los accionistas en sustitución de la actual.
2) Información sobre un cambio en la estrategia aplicada por el actual equipo directivo, de forma que adopta una estrategia que maximiza la riqueza de los accionistas. El efecto de esta información sería similar al efecto que produciría una fusión del mercado para el control corporativo; en este caso,

[17]Normalmente instrumentadas a través de la realización de una oferta pública de adquisición de acciones (O.P.A.).

el equipo directivo que decide aplicar una estrategia que maximiza la riqueza de los accionistas es el mismo equipo directivo que, hasta ese momento, aplicaba una estrategia ineficiente.

En ambos casos la hipótesis de información establece que el aumento en el precio de las acciones de las empresas objetivo se realiza, ya sea por acción del mercado ya sea por la reacción del equipo directivo, en respuesta a la nueva información. Sin embargo, conviene señalar que la viabilidad de la hipótesis de información requiere que ciertos agentes, entre ellos los directivos de la empresa compradora, posean la habilidad de producir información observando el verdadero valor potencial de la empresa objetivo.

La hipótesis de información encuentra soporte empírico en diversos trabajos. Así Dodd y Ruback (1977) y Bradley (1980) señalan que aquellas empresas que han sido objetivo de intentos de fusión, que posteriormente fracasaron, experimentan significativos y permanentes aumentos en los precios de sus acciones, que no se pueden explicar por el logro de sinergias que aumenten la eficiencia, pues en ninguno de estos casos se llegó a realizar la fusión. Por tanto, el aumento permanente del valor de las acciones de la empresa objetivo, ante un intento de fusión fracasado, parece contradecir la hipótesis que argumenta que la elevación de los precios de las acciones de las empresas objetivo tiene su origen en el logro de sinergias. El resultado sugiere que es el propio anuncio "per se", o, más concretamente, la información en él contenida, lo que propicia la revalorización de las acciones de la empresa objetivo y no la transferencia del control sobre los activos, que se produciría de realizarse la fusión y que haría posible el alcance de sinergias. Por tanto, el mero anuncio de una compra, tenga éxito o no, parece liberar información con efectos positivos sobre el valor de las acciones de la empresa objetivo (Bradley, Desai y Kim, 1983; 185).

Sin embargo, el aumento en el valor de las acciones de una empresa que ha sido objeto de una oferta de fusión que, posteriormente, no se realiza podría ser explicado, no tanto en función de los efectos de la información recogida en la oferta, sino en función de la expectativa de sus accionistas de recibir una oferta en el futuro a un precio superior, de forma que el valor actual de la oferta futura excede al valor actual de la oferta presente, por lo que el decisor deja que la oferta actual expire.

Si los accionistas, ante esta expectativa, toman la decisión de esperar a la oferta futura y ésta no se materializa, el precio de las acciones descenderá gradualmente, hasta los niveles existentes antes de recibir la primera oferta, conforme la expectativa de obtener un precio de venta superior se desvanece. Dado que no existe ninguna razón para suponer que la información contenida en la primera oferta desaparecerá simplemente porque no se produzca una oferta posterior, la hipótesis de información no es capaz de predecir que las acciones de la empresa objetivo puedan volver, de nuevo, a los niveles de cotización previos a la primera oferta de fusión, al no materializarse una oferta de fusión posterior. Por ello, este razonamiento constituye una de las principales limitaciones de la hipótesis de información.

No obstante, si se analiza la hipótesis de información desde la óptica del mercado para el control corporativo, se puede encontrar una explicación a la reducción paulatina de la cotización de las acciones de la empresa objetivo. El anuncio de un intento de fusión sobre la

empresa pone de manifiesto que es posible aplicar en la misma una estrategia de mayor valor, la cual es puesta en práctica por el mismo equipo directivo que, hasta ese momento, aplicaba una estrategia ineficiente. En estos términos, los propios directivos de la empresa objetivo, tratando de evitar su despido, han realizado ellos mismos internamente lo que el mercado para el control corporativo se disponía a hacer externamente. Las acciones de la empresa objetivo mantienen el nivel de cotización elevado en virtud de la nueva estrategia eficiente puesta en práctica. El transcurso del tiempo sin que la empresa reciba más ofertas de fusión permite que los directivos se relajen en la aplicación de la estrategia eficiente, al perder, paulatinamente, el miedo a ser despedidos. En respuesta al cambio de actitud del equipo directivo, la cotización de las acciones de la empresa también se irá reduciendo de forma paulatina.

4.2. Hipótesis de discrepancias de valoración

El valor actual de las acciones de una empresa depende de las expectativas que tenga el inversor, ya sea comprador o vendedor, sobre los futuros beneficios que pueda generar dicha empresa, así como también depende de la percepción que tenga sobre el riesgo, en virtud de la cual aplicará distintas tasas de descuento. La asimetría de información existente en los mercados de capitales puede distorsionar la valoración de una empresa en la medida que condiciona, de un lado, la evaluación de los beneficios futuros y, de otro, la tasa de descuento utilizada para actualizar dichos beneficios. La interpretación que realice cada agente de la información disponible determina, en buena medida, las expectativas sobre los beneficios futuros de la empresa y la selección de la tasa de descuento a aplicar. La actitud personal hacia el riesgo así como la concurrencia de ciertas circunstancias en algunas empresas, como la amenaza de fusión por una tercera empresa hostil, tienen un gran impacto sobre la tasa de descuento utilizada para descontar los beneficios futuros y obtener el valor actual de la empresa.

Una vez presentada la oferta de fusión, la empresa objetivo es valorada tanto por sus propios accionistas como por la empresa compradora. Si la valoración que hacen los accionistas de la empresa objetivo sobre su empresa es inferior a la que realiza la empresa compradora, entonces es muy probable que la fusión se realice, pues, según las estimaciones de la empresa compradora, la fusión ofrece un valor actual positivo al precio ofrecido y éste supera al exigido por los accionistas de la empresa objetivo. Por tanto, una fusión puede realizarse si el valor actual de los beneficios esperados de la empresa objetivo (B) estimado por la empresa compradora (A) excede al valor actual calculado por la propia empresa B. Esta discrepancia puede ocurrir porque los beneficios esperados de B son percibidos por A como mayores de lo que los percibe B o bien, porque los accionistas de A usan una tasa de descuento inferior a la que utilizan los accionistas de B. Si utilizamos la siguiente terminología:

$X_{B,B}$ = Beneficios esperados de la empresa B como los perciben los accionistas de la empresa B.
$X_{B,A}$ = Beneficios esperados de la empresa B como los perciben los accionistas de la empresa A.

K_A = Tasa de descuento (por riesgo) de los accionistas de la empresa A.
K_B = Tasa de descuento para los accionistas de la empresa B.

El precio que la empresa A está dispuesta a pagar por B no puede exceder al valor actual de los beneficios esperados para B, tal y como los percibe A, por ello el precio ofertado por A será:

$$\frac{X_{B,A}}{K_A}$$

El precio al cual B estará dispuesta a vender no será inferior al valor actual de los beneficios esperados de B, tal y como lo valora la propia B,

$$\frac{X_{B,A}}{K_A}$$

La discrepancia de valoración puede surgir si el precio que A está dispuesta a pagar es superior al precio al que B está dispuesto a vender. Entonces, puede producirse una fusión si:

1) Ambos grupos de accionistas (de A y de B) tienen las mismas tasas de descuento ($K_A=K_B$), pero la percepción sobre los beneficios futuros de B resulta más positiva para los accionistas de la empresa A que para los de la propia B ($X_{B,A}>X_{B,B}$) o,

2) Los beneficios futuros de B son percibidos de igual forma por ambas empresas ($X_{B,A}=X_{B,B}$), pero los accionistas de A tienen una tasa de descuento inferior a la que utilizan los de B ($K_A<K_B$).

Discrepancias en la valoración de los beneficios esperados

En mercados de capitales donde no se presenten asimetrías de información estas discrepancias de valoración no pueden existir, ya que un proceso de arbitraje las eliminaría. No obstante, Gort (1969) desarrolló un modelo sobre fusiones basado en la hipótesis de que las discrepancias de valoración son inevitables debido a diversos factores cuya presencia aumenta de forma sistemática las diferencias en la valoración.

En concreto, Gort afirma que, en periodos de rápido progreso tecnológico, rápido crecimiento de mercado y frecuentes fluctuaciones en los precios de las acciones, el volumen de información disponible para los inversores pierde capacidad explicativa. Los inversores perciben los acontecimientos y desarrollos en forma diferente al interpretar los acontecimientos de distinta manera, a consecuencia del escaso poder explicativo de la información disponible y, por tanto, se forman percepciones dispares al valorar las empresas.

Los cambios tecnológicos pueden afectar tanto a los productos como a los métodos de producción. La demanda de los nuevos productos, así como sus costes, resultan difíciles de estimar a partir de los datos históricos y, dado que los cambios en costes afectarán a los precios, los futuros precios así como los nuevos niveles de demanda tampoco resultan fácilmente predecibles. En suma, cuando la tecnología evoluciona rápidamente, la experiencia y los datos históricos no ayudan a estimar la corriente de beneficios futuros. Por ello, surgen diferencias en la valoración que pueden aumentar los procesos de fusión.

Por otro lado, Gort argumenta que el crecimiento del mercado puede aumentar la intensidad en la realización de fusiones. Las fusiones constituyen una rápida forma de crecimiento, por ello podemos esperar que aumenten cuando los mercados están creciendo rápidamente. El crecimiento de mercado, además, mejora las expectativas sobre los beneficios futuros y, por tanto, proporciona un estímulo adicional para la realización de fusiones.

En otro orden de cosas, los rápidos cambios en los precios de las acciones confunden a los inversores, lo cual dificulta el uso de la información sobre cambios pasados para anticipar los futuros, de modo que la información bursátil se vuelve inútil. En tales circunstancias se puede esperar que las discrepancias de valoración por parte de los distintos agentes sean importantes. De acuerdo con Gort, el aumento de las fusiones coincidente con los periodos de expansión de los mercados de capitales puede ser atribuido a discrepancias de valoración de este tipo: en mercados de capitales en expansión los especuladores tienden a sobrevalorar las acciones, además las empresas compradoras tienden a ser más optimistas en sus expectativas sobre las empresas con las que se intentan fusionar. Los accionistas de estas últimas, a su vez, tienden a retrasar la venta cuando el mercado está estancado, manteniendo sus acciones a la espera de mayores aumentos en el precio. Por todo ello es probable que las fusiones sean mucho más frecuentes en periodos donde los precios de los títulos sean elevados.

Gort contrastó su hipótesis de las discrepancias de valoración utilizando una muestra de 5.534 fusiones recogidas por la US Federal Trade Commission en el periodo 1951-1959, la cual representaba, según estimación del propio autor, entre el 65% y el 80% de todas las fusiones en industrias manufactureras. Los resultados que obtuvo soportaban la validez de su hipótesis.

Diferencias entre las tasas de descuento que aplican compradores y vendedores

Las discrepancias de valoración también pueden deberse a que los accionistas de ambas empresas (A y B) aplican tasas de descuentos distintas, de forma que los accionistas de la empresa compradora (A) aplican una tasa de descuento inferior a la aplicada por los accionistas de la empresa objetivo (B).

La tasa de descuento que se utiliza para descontar los beneficios futuros esperados, para calcular el valor actual neto, está condicionada a la percepción que tenga el inversor sobre el riesgo. En este sentido, la actitud ante el riesgo del decisor resulta de extrema importancia ya que, a igualdad de todos los demás condicionantes externos en la valoración

de un proyecto con riesgo, un inversor adverso al riesgo tenderá a aplicar una tasa de descuento mayor, de forma que el valor actual neto del proyecto será menor.

Además, existen determinadas circunstancias que hacen que los accionistas y decisores de la empresa objetivo apliquen tasas de descuento superiores al resto del mercado y, en concreto, a la que aplica una empresa compradora. Las circunstancias externas a la empresa hacen que los accionistas (y directivos) perciban un mayor riesgo en su empresa, de forma que, al valorarla ante un posible intento de fusión, estiman un valor inferior al que realmente tiene. Entre estos casos cabe destacar los siguientes (Koutsoyiannis, 1982; 248-9):

1) Carencia de sucesión para la dirección. Si una empresa es gestionada por su propietario y carece de un sucesor que dirija el negocio cuando él se retire, es posible que decida vender su empresa antes de dar fin a su vida profesional. La tasa de descuento de este propietario-director será elevada, puesto que su valoración sobre la empresa está mediatizada por la carencia de un sucesor.
2) Establecimiento de un valor para la empresa a efectos fiscales. Un propietario-director sabe que, si se muere, su empresa será valorada por las autoridades fiscales al amparo del Impuesto sobre Sucesiones. En este caso, las autoridades fiscales pueden tender a sobrevalorar la empresa de forma que se paguen más impuestos. Sin embargo, si la empresa se vende antes de la muerte de su propietario, entonces resulta medida por una valoración de mercado. Una situación como ésta hace que la tasa de descuento aplicada por el propietario-director se vaya elevando a medida que va envejeciendo.
3) Amenaza de una oferta de fusión hostil. El director de una empresa aplicará una tasa de descuento alta si piensa que puede ser despedido a consecuencia de una oferta de fusión. Ante tal situación, dicho director podría desear que su empresa se fusionase con una tercera empresa, aún a un precio inferior al precio normal de venta, siempre que, con ello, pueda asegurarse una posición más favorable, en la nueva entidad, de la que podría esperar en el caso de que la oferta de fusión, que actualmente le amenaza, se lleve a cabo. Esta práctica constituye una estrategia defensiva bastante popular y equivale a que los directores aumenten su tasa de descuento por reducción de su precio de venta de cara a una tercera empresa compradora.

Dentro de la hipótesis de discrepancias de valoración se enmarca la hipótesis de Hubris (Roll, 1986). Hubris alude al espíritu optimista que incita a realizar actividades creativas y promover inversiones, lo cual, para Hubris, puede explicar el hecho de que las empresas compradoras realicen ofertas por un precio superior al precio de mercado de las empresas objetivo. Roll (1986) argumenta que la evidencia empírica soporta la hipótesis de Hubris, al menos tanto como soporta otras explicaciones sobre la realización de fusiones, tales como sinergias operativas, fiscales o de poder de mercado.

La hipótesis de Hubris, que alude al optimismo de los inversores, en realidad refleja una percepción distorsionada sobre el valor real de la empresa objetivo, ya sea motivada por una evaluación incorrecta de sus beneficios futuros o por una percepción equivocada sobre el riesgo asociado al logro de esos beneficios.

4.3. Hipótesis de infravaloración

La hipótesis de infravaloración señala que las empresas cuyo valor de mercado es inferior a su valor real se convierten en objetivos de fusiones, dado que el precio que exige el mercado por su control es inferior a su auténtico valor. En este sentido, la hipótesis de infravaloración explica la realización de fusiones siempre que, con el volumen de información disponible, el precio de mercado de la empresa objetivo sea inferior a su valor real.

Los indicadores utilizados, normalmente, por los inversores para valorar la empresas son el ratio de valoración (Marris, 1964) y el ratio q de Tobin (1969). El ratio de valoración se define como el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios. El ratio q de Tobin se define como el cociente entre el valor de mercado de la empresa[18] y el coste de reposición de sus activos.

El ratio de valoración centra su interés en la valoración de mercado de la riqueza de los accionistas, quienes, en realidad, detentan el control sobre la empresa. Por tanto, se puede interpretar el ratio de valoración como un índice del grado de eficiencia con que se utilizan los activos en beneficio de los accionistas (Sutton, 1983; 155). Si este ratio es inferior a 1, el mercado ofrece la posibilidad de obtener el control de la empresa a un precio inferior a la contribución inicial (capital) y acumulada (reservas) de los actuales accionistas. La evidencia disponible respecto al Reino Unido refleja, por lo general, que las empresas objetivo de fusiones tienen un ratio de valoración inferior al promedio (Singh, 1971; Buckley, 1972; Kuehn, 1975).

El ratio q de Tobin ofrece una valoración de la empresa basada en el coste de reposición de sus activos, de forma que relaciona las expectativas de beneficios futuros de la empresa con el valor que actualmente tienen sus activos en los mercados reales. Si el ratio q de la empresa objetivo es menor que 1, la empresa compradora puede aumentar su capacidad de forma más económica fusionándose con la empresa infravalorada, que abordando directamente la inversión; en todo caso, la empresa compradora podrá realizar beneficios extraordinarios liquidando los activos reales de la empresa objetivo después de fusionarse con ella. En este último caso habrá que considerar los costes de transacción inherentes a la operación de reventa y la fluidez del mercado de segunda mano asociado a dichos activos, que dependerán de la especificidad del uso de los mismos.

Con todo, una empresa infravalorada por los mercados de capitales se presenta como un candidato atractivo a un proceso de fusión, con independencia de que en la misma se puedan obtener sinergias.

---

[18]Valor de mercado de los fondos propios más valor de mercado de la deuda.

5. Conclusiones

Las fusiones empresariales constituyen, para la empresa compradora, un proyecto de inversión, de forma que para realizarla debe tener un valor actual neto positivo. Simultáneamente las fusiones suponen un crecimiento externo, de modo que, si la empresa compradora decide crecer, habrá de comparar el valor actual neto de la fusión con el ofrecido por el resto de opciones de crecimiento, ya sea internas o compartidas (fundamentalmente joint-ventures y acuerdos empresariales).

El análisis teórico de las fusiones nos ha llevado a revisar las consideraciones sobre las sinergias en las fusiones, así como los aspectos relacionados con la teoría de la agencia y el efecto de la información de los mercados de capitales en las fusiones.

Podemos distinguir entre varias categorías de sinergias: operativas, financieras, competitivas, de poder de mercado y fiscales. La eficiencia económica de las fusiones depende del logro de sinergias, en virtud de las cuales las empresas valen más juntas que separadas[19].

El logro de sinergias operativas depende de la existencia de economías de escala y economías de alcance. Las economías de escala recogen el efecto de la reducción de los costes unitarios a medida que aumenta el tamaño. No obstante, un aumento del tamaño no genera automáticamente una reducción de costes, pues las economías de escala no tienen por qué producirse en todas las actividades. El efecto de las economías de escala suele ser mayor en las fusiones horizontales donde las economías a nivel de planta tienen una gran importancia. Asimismo el efecto de las economías de escala suele ser mayor cuando se fusionan empresas pequeñas o medianas.

La complementariedad de recursos entre las empresas que se fusionan hace posible que se logren economías de alcance en la operación, las cuales permiten que la empresa resultante se beneficie de una mejor estructura de costes.

El alcance de sinergias financieras depende, de un lado, de que la reducción de los costes de quiebra permita un aumento del nivel de endeudamiento y/o una reducción del coste medio de la deuda, de otro lado, la sinergia financiera puede realizarse si la fusión tiene una rentabilidad superior a cualquier inversión externa alternativa, siempre que la inversión interna no sea atractiva y la empresa compradora genere abundante liquidez.

Las fusiones permiten obtener una sinergia competitiva si su realización facilita el alcance de una ventaja competitiva sostenible, imposible de lograr a través de crecimiento interno (inversión directa) o compartido (acuerdos empresariales); también se realiza una sinergia competitiva cuando se alcanza una ventaja competitiva de forma más económica que

---

[19]Para que las empresas valgan más juntas que separadas el valor actual neto de la fusión tiene que ser necesariamente positivo.

a través de una inversión directa o un acuerdo empresarial. Respecto a la inversión directa las fusiones presentan, entre otras, la ventaja de la mayor rapidez en la obtención de resultados. Frente a los acuerdos empresariales, en las fusiones no es preciso compartir ni el control del proyecto ni los beneficios que se obtengan.

El poder de mercado permite, a la empresa que lo posee, percibir rentas extraordinarias de monopolio. La reducción de la competencia y/o el aumento de la concentración industrial pueden permitir que una empresa aumente su poder de mercado a través de la realización de fusiones, y alcanzar de esta forma una sinergia de poder de mercado.

Las fusiones han contribuido durante este siglo al aumento de la concentración industrial, sin embargo la evidencia reciente nos permite afirmar que el poder de mercado no constituye una motivación importante en las fusiones. El que una fusión aumente el poder de mercado y aumente la riqueza de los accionistas depende de dos factores: el grado de permisividad de las legislaciones sobre concentración de empresas y la eficacia lograda por las autoridades que se encargan de aplicar esa legislación. Cuanto menos permisivas sean las legislaciones sobre concentración de empresas y mayor sea la eficacia en la detección, denuncia y sanción de las fusiones que puedan suponer un aumento del poder de mercado, menor peso tendrá esta motivación en la realización de fusiones.

La adopción de una perspectiva fiscal proporciona nuevas formas alternativas de crear valor en una fusión a través de la realización de una sinergia fiscal. La existencia de empresas objetivo con pérdidas acumuladas, con activos depreciables cuyo valor de mercado es superior a su coste histórico o con capacidad de endeudamiento no utilizada permite que la empresa compradora obtenga ahorros fiscales con la fusión. De otro lado, las empresas que, generando mucha liquidez, no dispongan de proyectos de inversión internos rentables pueden utilizar los excedentes de liquidez para financiar fusiones, siempre que tengan una rentabilidad superior a cualquier otro proyecto de inversión externa; la financiación de fusiones resulta fiscalmente más atractiva que la utilización de los excedentes para un mayor reparto de dividendos, puesto que evita la doble imposición a que están sujetos los dividendos[20].

El volumen de los beneficios fiscales de las fusiones depende de dos factores: la legislación fiscal vigente en materia de fusiones y la asimetría de información existente en los mercados de capitales. La legislación fiscal establece las condiciones en las cuales se pueden obtener beneficios fiscales en las fusiones, mientras que las asimetrías de información condicionan el importe de la prima que exigirán los accionistas de la empresa objetivo. La evidencia disponible señala que las consideraciones fiscales suelen estar presentes en las fusiones, si bien en un segundo término.

---

[20]La existencia de empresas con capacidad de deuda no consumida y la financiación de fusiones con fondos excedentes son, más bien, sinergias financieras.

La determinación del valor actual de una fusión no puede realizarse sin considerar los costes que impone la integración de las organizaciones de la empresa compradora y de la empresa objetivo. La inseguridad e incertidumbre que genera en el personal de ambas empresas el anuncio de la fusión pueden ocasionar una pérdida de personal valioso, así como una reducción en la efectividad organizativa si no se adoptan las medidas adecuadas por parte de la empresa compradora.

Las consideraciones que tienen su origen en la teoría de la agencia introducen, de forma explícita, una motivación para que los directivos deseen que sus empresas crezcan vía fusiones al tiempo que explican como el valor de la empresa se reduce precisamente por esa motivación.

La preferencia, por parte de los directivos profesionales, de su propia utilidad antes que la rentabilidad de sus empresas hace que antepongan el crecimiento al máximo beneficio en la fijación de los objetivos empresariales. El crecimiento, y en concreto las fusiones, mejoran más que los beneficios la función de utilidad directiva. Sin embargo, esta conducta de la dirección, que se aparta de la maximización de la riqueza de los accionistas, está controlada externamente por el mercado para el control corporativo, de forma que las empresas que son gestionadas ineficientemente obtienen una baja valoración en los mercados de capitales, que permiten a equipos directivos alternativos competir por el control de los recursos empresariales que constituyen la empresa objetivo. El mercado para el control corporativo imprime un control sobre los directivos ineficientes consistente en una amenaza de fusión.

Las consideraciones basadas en la información de los mercados de capitales ponen de manifiesto la importancia de la información bursátil en las fusiones empresariales. Hemos analizado tres hipótesis relacionadas con la información, hipótesis de información, hipótesis de discrepancias de valoración e hipótesis de infravaloración. En el primer caso, la hipótesis de información, se proporciona una explicación, alternativa a la existencia de sinergias, sobre las primas que obtienen los accionistas de la empresa objetivo en las fusiones. La hipótesis de discrepancias de valoración señala que las diferencias de valoración sobre la empresa objetivo, que realicen la empresa compradora y la propia empresa objetivo, pueden motivar la realización de fusiones. La hipótesis de infravaloración indica que una empresa infravalorada por el mercado se convierte en un atractivo objetivo de fusión puesto que el mercado ofrece, en esa empresa, una oportunidad de negocio.

El análisis teórico realizado nos permite señalar dos conclusiones:

1) La primera determina la motivación que subyace tras un intento de fusión.
2) La segunda establece las condiciones necesarias para que una fusión sea eficiente.

La motivación u objetivo final que subyace en todo intento de fusión ha de determinarse desde el prisma de la separación entre propiedad y control. La existencia de un equipo directivo, separado de los accionistas-propietarios, que ejerce el control sobre los

recursos empresariales, posibilita que introduzca sus propios objetivos en la fijación de los objetivos empresariales, tratando de anteponer el crecimiento sobre la obtención del máximo beneficio. El crecimiento, y en concreto las fusiones o crecimiento externo, contribuyen más que los beneficios a mejorar la utilidad directiva. Sin embargo, las empresas cuyos equipos directivos no maximizan la riqueza de los accionistas son "castigadas", por el mercado de valores, con bajas valoraciones de sus títulos y permitiendo la existencia del mercado para el control corporativo, que ejerce un control externo sobre los equipos directivos ineficientes, de forma que estos son desplazados de sus puestos a través de un proceso de fusión que coloca, en la dirección de la empresa objetivo, a un equipo directivo alternativo que maximiza la riqueza de los accionistas.

Por tanto, la motivación que subyace en un proyecto de fusión es la maximización de la utilidad directiva (directivos ineficientes) o la maximización de la riqueza de los accionistas (directivos eficientes). La eficiencia del mercado de capitales constituye una variable determinante en este análisis por cuanto, en mercados eficientes, los equipos directivos que no maximicen la riqueza de sus accionistas tendrán escasas posibilidades de supervivencia, puesto que el mercado para el control corporativo les despojaría del control de los recursos empresariales.

La determinación de las condiciones necesarias para que una fusión sea eficiente implica hacer una valoración objetiva sobre el volumen real de todos los beneficios y costes que se originan con su realización. Una fusión es eficiente si crea valor, para lo cual el valor de ambas empresas juntas debe ser superior al valor que tenían por separado o, en otros términos, el valor actual neto de la fusión debe ser positivo. La determinación del valor actual neto implica comparar el precio que la empresa compradora debe pagar por tomar el control de la empresa objetivo con los potenciales beneficios que la fusión puede generar, de modo que hay que analizar el volumen económico de las sinergias y de los costes de integración.

En este sentido, para que el valor actual neto de una fusión sea positivo, es condición necesaria la existencia de sinergias o que la empresa objetivo esté gestionada de forma ineficiente. Esta condición es necesaria para que el valor actual neto de la fusión sea positivo.

La maximización de la riqueza de los accionistas por parte del equipo directivo de la empresa compradora constituye otra condición necesaria para la eficiencia de las fusiones, dado que, esta condición, asegura que solamente se realizará una fusión si ésta representa la opción más rentable, dentro de todas las posibles, para los propietarios de los recursos empresariales. Por tanto, las fusiones que se realizan en el marco del mercado para el control corporativo son eficientes.

En definitiva, para que una fusión sea eficiente deben darse dos condiciones necesarias:

1) Que los directivos de la empresa compradora maximicen la riqueza de sus accionistas.
2) Que la fusión implique el alcance de sinergias o que la empresa objetivo tenga una dirección ineficiente.

Es importante señalar, tal como se deduce de la lectura de las conclusiones apuntadas, que una fusión aún creando valor puede ser ineficiente. La fusión puede presentar un valor actual neto positivo y, sin embargo, existir otros proyectos de inversión que ofrecen un valor superior, en cuyo caso la fusión no es eficiente. El cumplimiento de la segunda condición, según la cual el equipo directivo de la empresa compradora ha de maximizar la riqueza de los accionistas, asegura que la situación referida nunca se presente.

BIBLIOGRAFIA

- **Agrawal, A.; Mandelker, G.**: «Managerial Incentives and Corporate Financing and Investment Decisions». *Journal of Finance*, 42, Sept. 1987, pgs. 823-838.
- **Amihud, Y.; Lev, B.**: «Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers». *The Bell Journal of Economics*, Autumn 1981, pgs. 605-617.
- **Arruñada, B.**: *Economía de la empresa. Un Enfoque Contractual.* Ariel Economía, Barcelona, Octubre, 1990.
- **Auerbach, A.J.; Reishus, D.**: «Taxes and the Merger Decision», en Coffee, J. and Louis Lowenstein, eds. *Takeovers and Contests for Corporate Control*, Oxford: Oxford University Press, 1987.
- **Bartley, J.W.; Boardman, C.M.**: «Replacement Cost Adjeusted Valuation Ratio as a Discriminator Among Takeover Target and Nontarget Firms». *Journal of Economics and Business*, 38, 1986,; pgs. 41-51.
- **Baumol, W.J.**: *Busines Behavior, Value and Growth.* MacMillan, Nueva York, 1959.
- **Bradley, M.**: «Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control». *Journal of Business*, 53, nº 4, oct. 1980, pgs. 345-376.
- **Bradley, M.; Desai, A.; Kim, E.H.**: «The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?». *Journal of Financial Economics*, 11 April 1983; pgs. 183-206.
- **Brealey, R.; Myers, S.**: *Fundamentos de Financiación Empresarial.* McGraw Hill, Madrid, 1988.
- **Buckley, A.**: «A profile of industrial acquisitions in 1971». *Accounting and Business Research*, Otoño. 1972, pgs. 243-252.
- **Buono, A.F.; Bowditch, J.L.**: *The Human Side of Mergers and Acquisitions. Managing collisions between people, cultures y organizations.* Jossey-Bass Publishers, San Francisco, 1989.
- **Caves, R.E.**: «Mergers, Takeovers, and Economic Efficiency: Foresight vs. Hindsight». *International Journal of Industrial Organization*, 7, North-Holland, 1989, pgs. 151-174.
- **Choi, D.; Philippatos, G.C.**: «An Examination of Merger Synergism». *The Journal of Financial Research*, vol. VI, nº 3, Fall 1983, pgs. 239-256.
- **Dodd, P.; Ruback, R.**: «Tender offers and stockholder returns: An empirical Analisis». *Journal of Financial Economics*, 5, 1977, pgs. 351-374.
- **Eckbo, B.E.**: «Horizontal mergers, collusion, and stockholder Wealth». *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, pgs. 241-273.
- **Ellert, J.C.**: «Mergers, Antitrust Law enforcement and stockholder Returns». *Journal of Finance*, 31, 1976; pgs. 715-732.
- **Fama, E.F.; Jensen, M.C.**: «Separation of Ownership and control». *Journal of Law and Economics*, 26, June, 1983a.
- **Fama, E.F.; Jensen, M.C.**: «Agency problems and residual claims». *Journal of Law and Economics*, 26, June, 1983b.

- **Firth, M.**: «Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm». *Quarterly Journal of Economics*, 94; 1980, pgs. 235-60.
- **Fulmer, R.M.; Gilkey, R.**: «Fusión de familias Corporativas: El desarrollo de la dirección y organización en un entorno postfusión», en COS (eds.): *Fusiones y Adquisiciones: Aspectos culturales y Organizativos*, Barcelona, 1990.
- **Gitman, L.J.**: *Fundamentos de Administración financiera.* Harper & Row Latinoamericana, Mexico, 1978.
- **Gort, M.**: «An Economic Disturbance Theory of Mergers». *Quarterly Journal of Economics*, vol. LXXXII, nº 4, November 1969, pgs. 624-642.
- **Jarrell, G.A.; Brickley, J.A.; Netter, J.M.**: «The Market for Corporate Control. The Empirical Evidence Since 1980». *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, nº 1, Winter 1988, pgs. 49-68.
- **Jemison, D.B.; Sitkin, S.B.**: «Acquisitions: the process can be a problem». *Harvard Business Review*, nº 2, March-April, 1986, pgs. 107-116.
- **Jensen, M. C.; Meckling, W.H.**: «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure». *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976.
- **Jensen, M.C.; Ruback, R.S.**: «The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence». *Journal of Financial Economics*, 11. North Holland Publishing Company, 1983, pg. 5-50.
- **Kalay, A.**: «Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints». *Journal of Financial Economics*, 10, July 1982, pgs. 211-233.
- **Koutsoyiannis, A.**: *Non-Price Decisions. The Firm in a Modern Context.* Macmillan Press LTD, Hong Kong, 1982.
- **Kuehn, D.**: *Takeovers and the theory of the firm.* Londres: MacMillan, 1975.
- **Lehn, K.; Poulsen, A.B.**: «Sources of Value in Leveraged Buyouts», en *Public Policy Towards Corporate Takeovers*, New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, 1987.
- **Leland, H.; Pyle, D.**: «Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation». *Journal of Finance*, 32, May 1977, pgs. 371-387.
- **Levy, H.; Sarnat, M.**: «Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers». *Journal of Finance*, September, 1970, pgs. 795-802.
- **Lewellen, W.G.**: «A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger». *Journal of Finance*, vol. 26, mayo 1971, pgs. 521-537.
- **Lewellen, W.; Loderer, C.; Rosenfeld, A.**: «Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, 1985, pgs. 209-231.
- **Lewellen, W.; Loderer, C.; Rosenfeld, A.**: «Mergers, Executive Risk Reduction and Stockholder Wealth». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 24, nº 4, December 1989, pgs. 459-472.
- **Ley 76/1980, de 26 de Diciembre**, sobre Régimen fiscal de las Fusiones de Empresas. B.O.E. del 10 de enero de 1981.
- **Mace, M.L.; Montgomery, G.G. Jr.**: *Fusiones y adquisiciones. Guia para la compra, venta y fusión de empresas.* Oikos-tau, Barcelona, 1990.
- **Manne, H.G.**: «Mergers and the Market for Corporate Control». *Journal of Political Economy*, 73, nº 2, April 1965; pgs. 110-20.
- **Marris, R.L.**: *The Economic Theory of Managerial Capitalism.* MacMillan, Londres, 1964.

- **Mikkelson, W.H.; Ruback, R.S.**: «Takeover and Managerial Compensation: A Discussion». *Journal of Accounting and Economics*, 7 April 1985, pgs. 233-238.
- **Modigliani, F.; Miller, M.H.**: «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction». *American Economic Review*, 63, Junio 1963; pgs. 433-42.
- **Morck, R.; Shleifer, A.; Vishny, R.**: «Characteristics of hostile and friendly takeover targets». *Working Paper*, nº 2.295, National Bureau of Economic Research, 1987.
- **Mueller, D.C.**: «A Theory of Conglomerate Mergers». *Quarterly Journal of Economics*, vol. LXXXIII, nº 4, November 1969.
- **Rappaport, A.**: *Creating Shareholder Value*. The Free Press, New York, 1986.
- **Roll, R.**: «The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers». *Journal of Business*, vol. 59, nº 2, April 1986.
- **Ross, S.A.; Westerfield, R.W.**: *Corporate Finance*. Times Mirror/Mosby College Publishing, St. Louis, 1988.
- **Rowley, A.**: «Flurry of Mergers». *The Times*, 12 de noviembre de 1976. (Special Report on Insurance Broking, p. II).
- **Scholes, M.S.; Wolfson, M.A.**: «The effects of Changes in Tax Laws on Corporate Reorganization Activity». *The Journal of Business*, vol. 63, nº 1., part. 2, January 1990, pgs. 141-164.
- **Schmalensee, R.**: «Economías del tamaño empresarial y poder de mercado», en *Concentración Empresarial y Competitividad: España en la C.E.E.*, Dirección y Coordinación de Xavier Vives y Jordi Gual, Ariel Economia / Fedea, Barcelona, 1990.
- **Senn, L.**: «Culture», en Richard S. Bibler (eds.): *The Arthur Young management guide to Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New York, 1989.
- **Singh, A.**: *Takeovers*. Cambridge University Press, 1971.
- **Stapleton, R.C.**: «Mergers, Debt Capacity, and the Valuation of Corporate Loans». Chapter 2 in M. Keenan and L.J. White, eds., *Mergers and Acquisitions*, Lexington, Mas.: D.C. Heath, 1982.
- **Sutton, C.J.**: *Economía y estrategias de la Empresa*. Limusa S.A., Mexico, 1983.
- **Tobin, J.**: «A General Equilibrium Approach to Monetary Theory». *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1; Febrero, 1969; pgs. 15-29.
- **Treynor, J.; Black, F.**: «Corporate Investment Decisions», en S. Myers, ed. *Modern Developments in Financial Management*, New York: Praeger, 1976, pgs. 310-327.
- **Van Horne, J.C.**: *Administración financiera*. Prentice Hall, Mexico, 1986.
- **Warshawsky, M.J.**: «Determinants of Corporate merger activity: a review of the literature». *Staff Study*, Nº 152, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C., 1987.
- **Weston, J.F.; Copeland, T.E.**: *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley, Massachusetts, 1980.
- **Weston, J.F.; Copeland, T.E.**: *Managerial Finance*. DBS College Publising, New York, 1986.
- **Wier, P.G.**: «The cost of antimerger lawsuits: Evidence from the stock market». *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, pgs. 207-224.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

FACULTAD DE CC. ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

Doc. 001/1988

JUAN A. VAZQUEZ GARCIA.- *Las intervenciones estatales en la minería del carbón.*

Doc. 002/1988

CARLOS MONASTERIO ESCUDERO.- *Una valoración crítica del nuevo sistema de financiación autonómica.*

Doc. 003/1988

ANA ISABEL FERNANDEZ ALVAREZ; RAFAEL GARCIA RODRIGUEZ; JUAN VENTURA VICTORIA.- *Análisis del crecimiento sostenible por los distintos sectores empresariales.*

Doc. 004/1988

JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- *Una propuesta para la integración multijurisdiccional.*

Doc. 005/1989

LUIS JULIO TASCON FERNANDEZ; JOSE MANUEL DIEZ MODINO.- *La modernización del sector agrario en la provincia de León.*

Doc. 006/1989

JOSE MANUEL PRADO LORENZO.- *El principio de gestión continuada: Evolución e implicaciones.*

Doc. 007/1989

JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- *El gasto público del Ayuntamiento de Oviedo (1982-88).*

Doc. 008/1989

FELIX LOBO ALEU.- *El gasto público en productos industriales para la salud.*

Doc. 009/1989

FELIX LOBO ALEU.- *La evolución de las patentes sobre medicamentos en los países desarrollados.*

Doc. 010/1990

RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES.- *Investigación de las preferencias del cosnumidor mediante análisis de conjunto.*

Doc. 011/1990

ANTONIO APARICIO PEREZ.- *Infracciones y sanciones en materia tributaria.*

Doc. 012/1990

MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; CONCEPCION GONZALEZ VEIGA.- *Una aproximación metodológica al estudio de las matemáticas aplicadas a la economía.*

Doc. 013/1990

EQUIPO MECO.- *Medidas de desigualdad: un estudio analítico*

Doc. 014/1990

JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- *Una estimación de las necesidades de gastos para los municipios de menor dimensión.*

Doc. 015/1990

ANTONIO MARTINEZ ARIAS.- *Auditoría de la información financiera.*

Doc. 016/1990

MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ.- *La población como variable endógena*

Doc. 017/1990

JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- *La redistribución local en los países de nuestro entorno.*

Doc. 018/1990

RODOLFO GUTIERREZ PALACIOS; JOSE MARIA GARCIA BLANCO.- *"Los aspectos invisibles" del declive económico: el caso de Asturias.*

Doc. 019/1990

RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES; JUAN TRESPALACIOS GUTIERREZ.- *La política de precios en los establecimientos detallistas.*

Doc. 020/1990

CANDIDO PAÑEDA FERNANDEZ.- *La demarcación de la economía (seguida de un apéndice sobre su relación con la Estructura Económica).*

Doc. 021/1990

JOQUIN LORENCES.- *Margen precio-coste variable medio y poder de monopolio.*

Doc. 022/1990

MANUEL LAFUENTE ROBLEDO; ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.- *El T.A.E. de las operaciones bancarias.*

Doc. 023/1990

ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.- *Amortización y coste de préstamos con hojas de cálculo.*

Doc. 024/1990

LUIS JULIO TASCON FERNANDEZ; JEAN-MARC BUIGUES.- *Un ejemplo de política municipal: precios y salarios en la ciudad de León (1613-1813).*

Doc. 025/1990

MYRIAM GARCIA OLALLA.- *Utilidad de la teorías de las opciones para la administración financiera de la empresa.*

Doc. 026/1991

JOAQUIN GARCIA MURCIA.- *Novedades de la legislación laboral (octubre 1990 - enero 1991)*

Doc. 027/1991

CANDIDO PAÑEDA.- *Agricultura familiar y mantenimiento del empleo: el caso de Asturias.*

Doc. 028/1991

PILAR SAENZ DE JUBERA.- *La fiscalidad de planes y fondos de pensiones.*

Doc. 029/1991

ESTEBAN FERNANDEZ SANCHEZ.- *La cooperación empresarial: concepto y tipología (*)*

Doc. 030/1991

JOAQUIN LORENCES.- *Características de la población parada en el mercado de trabajo asturiano.*

Doc. 031/1991

JOAQUIN LORENCES.- *Características de la población activa en Asturias.*

Doc. 032/1991

CARMEN BENAVIDES GONZALEZ.- *Política económica regional*

Doc. 033/1991

BENITO ARRUÑADA SANCHEZ.- *La conversión coactiva de acciones comunes en acciones sin voto para lograr el control de las sociedades anónimas: De cómo la ingenuidad legal prefigura el fraude.*

Doc. 034/1991

BENITO ARRUÑADA SANCHEZ.- *Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas.*

Doc. 035/1991

NURIA BOSCH; JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- *Seven Hypotheses About Public Chjoice and Local Spending. (A test for Spanish municipalities).*

Doc. 036/1991

CARMEN FERNANDEZ CUERVO; LUIS JULIO TASCON FERNANDEZ.- *De una olvidada revisión crítica sobre algunas fuentes histórico-económicas: las ordenanzas de la gobernación de la cabrera.*

Doc. 037/1991

ANA JESUS LOPEZ; RIGOBERTO PEREZ SUAREZ.- *Indicadores de desigualdad y pobreza. Nuevas alternativas.*

Doc. 038/1991

JUAN A. VAZQUEZ GARCIA; MANUEL HERNANDEZ MUÑIZ.- *La industria asturiana: ¿Podemos pasar la página del declive?.*

Doc. 039/1992

INES RUBIN FERNANDEZ.- *La Contabilidad de la Empresa y la Contabilidad Nacional.*

Doc. 040/1992

ESTEBAN GARCIA CANAL.- *La Cooperación interempresarial en España: Características de los acuerdos de cooperación suscritos entre 1986 y 1989.*

Doc. 041/1992

ESTEBAN GARCIA CANAL.- *Tendencias empíricas en la conclusión de acuerdos de cooperación.*

Doc. 042/1992

JOAQUIN GARCIA MURCIA.- *Novedades en la Legislación Laboral.*

Doc. 043/1992

RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES.- *El comportamiento del consumidor y la estrategia de distribución comercial: Una aplicación empírica al mercado de Asturias.*

Doc. 044/1992

CAMILO JOSE VAZQUEZ ORDAS.- *Un marco teórico para el estudio de las fusiones empresariales.*

Doc. 045/1992

CAMILO JOSE VAZQUEZ ORDAS.- *Creación de valor en las fusiones empresariales a través de un mayor poder de mercado.*

Doc. 046/1992

ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.- *Influencia relativa de la evolución demográfica en le futuro aumento del gasto en pensiones de jubilación.*

Doc. 047/1992

ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.- *Aspectos demográficos del sistema de pensiones de jubilación español.*

Doc. 048/1992

SUSANA LOPEZ ARES.- *Marketing telefónico: concepto y aplicaciones.*

Doc. 049/1992

CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.- *Las influencias familiares en el desempleo juvenil.*

Doc. 050/1992

CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.- *La adquisición de capital humano: un modelo teórico y su contrastación.*

Doc. 051/1992

MARTA IBAÑEZ PASCUAL.- *El origen social y la inserción laboral.*

Doc. 052/1992

JUAN TRESPALACIOS GUTIERREZ.- *Estudio del sector comercial en la ciudad de Oviedo.*

Doc. 053/1992

JULITA GARCIA DIEZ.- *Auditoría de cuentas: su regulación e la CEE y en España. Una evidencia de su importancia.*

Doc. 054/1992

SUSANA MENENDEZ REQUEJO.- *El riesgo de los sectores empresariales españoles: rendimiento requerido por los inversores.*

Doc. 055/1992

CARMEN BENAVIDES GONZALEZ.- *Una valoración económica de la obtención de productos derivados del petroleo a partir del carbón*

Doc. 056/1992

IGNACIO ALFREDO RODRIGUEZ-DEL BOSQUE RODRIGUEZ.- *Consecuencias sobre el consumidor de las actuaciones bancarias ante el nuevo entorno competitivo.*

Doc. 057/1992

LAURA CABIEDES MIRAGAYA.- *Relación entre la teoría del comercio internacional y los estudios de organización industrial.*

Doc. 058/1992

JOSE LUIS GARCIA SUAREZ.- *Los principios contables en un entorno de regulación.*

Doc. 059/1992

Mª JESUS RIO FERNANDEZ; RIGOBERTO PEREZ SUAREZ.- *Cuantificación de la concentración industrial: un enfoque analítico.*