

ALGUNAS CUESTIONES PENDIENTES ACERCA DE LAS FUSIONES

Bernabé Escobar Pérez

bescobar@cica.es

Antonio Lobo Gallardo

alobo@cica.es

Departamento de Contabilidad y Economía Financiera

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Avenida Ramón y Cajal, 1

41.018 Sevilla

Resumen:

En este trabajo analizamos la evolución y el estado actual del fenómeno de las fusiones y adquisiciones, de tanta actualidad en estos momentos. Asimismo, reflexionamos acerca de las que van a constituir las tendencias futuras en este campo.

Durante este recorrido, hemos podido comprobar cómo este fenómeno, estudiado en profundidad tanto en campo de las Finanzas como en la Contabilidad Financiera, ha sido relativamente descuidado en el área de la Contabilidad para la Gestión. Por ello, nos propusimos como objetivo poner de manifiesto las principales cuestiones pendientes relacionadas fundamentalmente, con el proceso de cambio organizativo global que provocan en las organizaciones.

Palabras Clave: Fusiones y Adquisiciones, Contabilidad para la Gestión, Cambio Organizativo.

1.- Introducción.

Las fusiones y adquisiciones (F&A) han venido aumentando rápidamente durante las dos últimas décadas, en especial, en los 90 (Cuervo, 1999). Esto puede interpretarse como la principal manifestación de los procesos de concentración empresarial por los que atraviesa la economía debido a la globalización, aunque como argumentamos posteriormente, su intensidad difiere según el área geográfica que se estudie. Por otra parte, al suponer cambios importantes en la propiedad de las organizaciones, normalmente, implican la reestructuración de los negocios y, por tanto, del modo en que se pasa a ejercer el Control Organizativo.

Por ello, consideramos necesario abordar un estudio que nos proporcionase una visión sobre la investigación actual sobre este fenómeno, para así poder identificar oportunidades de investigación. A este respecto, podemos afirmar que se ha hecho más hincapié en los aspectos financiero-contables que en los organizativos, sociales o comportamentales. Esto es, mientras que los investigadores han dedicado mucho tiempo al estudio de temas como la valoración de empresas implicadas en estas operaciones o su proceso de contabilización (Contabilidad Financiera); han sido muy pocos los que han estudiado el impacto de tales procesos de concentración empresarial sobre la organización y sus miembros (Cambio

Organizativo –CO-), en general, y sobre el Control Organizativo y los Sistemas de Control (SC), en particular.

En función de ello, estructuramos este trabajo en los siguientes apartados: (1) evolución de las F&A, identificando sus causas y los períodos de importantes concentraciones, (2) análisis de la situación actual con especial referencia a Europa y España, (3) panorama futuro de las F&A, (4) reflexión sobre las oportunidades de investigación acerca de este fenómeno en Contabilidad para la Gestión (CpG) y (6) consideraciones finales.

2.- Evolución de las Fusiones y Adquisiciones.

Los procesos de concentración empresarial ocasionan que organizaciones independientes se unan para desarrollar una estrategia conjunta, produciéndose una transferencia de Control Organizativo entre las diferentes empresas que participen en las F&A.

La Ley de Sociedades Anónimas (1989), artículos 233-251, y el Reglamento del Registro Mercantil (1989), artículos 226-234, se refieren a las fusiones como operaciones a través de las que dos o más empresas agrupan sus medios e integran sus patrimonios, bien en una sociedad ya existente que absorbe al resto, bien creando una nueva compañía que integre a todas.

Desde el punto de vista de la Teoría Financiera, las F&A tienen por objetivo la generación de valor para el accionista y, según Cuervo (1999), responden a tres explicaciones básicas:

a.- *Crecimiento*. Se pretende crear valor a través de la generación de rentas extraordinarias por un mejor aprovechamiento de los recursos y la actitud favorable de los mercados financieros hacia los aumentos de dimensión por estrategias de crecimiento, lo que premian los inversores.

b.- *Reducción de la capacidad de un sector*. Estas operaciones permiten reducir la capacidad de un sector, en respuesta a cambios estructurales como, por ejemplo, desregulaciones, aperturas de mercados a la competencia extranjera, cambios rápidos en los procesos tecnológicos, etc.

c.- *Reestructuración empresarial*. Las F&A facilitan el CO, encontrándose empresas inmersas en estas operaciones que aprovechan para realizar cambios que deberían haber realizado antes. Las F&A son un importante inductor del CO, pues ayudan a superar la inercia organizativa y a cambiar las estructuras de poder al posibilitar acometer proyectos de reestructuración interna.

Con respecto a su evolución, existe consenso acerca de la existencia de cuatro *olas* de F&A (Gaughan, 1994, pp. 1-3; Bishop y Kay, 1993, pp. 1-3; entre otros):

a.- *Finales del XIX y principios del XX*. Estas operaciones se caracterizaban por la búsqueda de procesos de integración horizontal que permitiesen aumentar la capacidad productiva. El resultado fue la creación de corporaciones como *DuPont*, *American Tobacco* o *US Steel* en los EEUU y firmas como *Unilever* e *Imperial Chemical Industries*, en el Reino Unido. Estas organizaciones ostentaron situaciones *quasimonopolísticas* gracias al desarrollo de las comunicaciones, principalmente el ferrocarril. Todo este proceso se vio frenado por la aparición de la legislación antimonopolio norteamericana y de la *Federal Trade Commission* en 1914, órgano gubernamental encargado de velar por la defensa de la libre competencia.

b.- *Años 20*. Se perseguían ventajas competitivas en costes, fundamentalmente, a través de las economías de escala. Para alcanzar esta mejora del rendimiento en las organizaciones implicadas, se realizaron operaciones de integración vertical, agrupando las diferentes actividades que componían las distintas fases de un mismo proceso productivo. Esta segunda fase, destacó el importante papel que jugó la banca al apoyar financieramente estas transacciones encaminadas a la creación de empresas con una mayor dimensión y con un poder de mercado mucho más consolidado, como *General Motors* y *Standard Oil*. Debido a ello, se promulgaron nuevas leyes de defensa de la competencia y la *Federal Trade Commission*

aumentó su intervención de vigilancia sobre estas operaciones. Sin embargo, no fueron estos factores, sino la crisis de los 30 la que detuvo las F&A.

c.- *Mediados de los 60 a principios de los 70.* La dilación con respecto a la etapa previa, fue consecuencia de la existencia de factores adversos al desarrollo económico, como la crisis bursátil del 29 y la II Guerra Mundial; cuyas consecuencias no comienzan a superarse hasta los 50, en los que destaca la reconstrucción de Europa gracias al *Plan Marshall*.

En esta tercera etapa, las F&A se caracterizan porque comienzan a intervenir empresas pertenecientes a distintos sectores, creándose grandes conglomerados empresariales con un elevado grado de diversificación (Gauhan, 1994, p.3). Tanto las F&A americanas, como las europeas se vieron frenadas fuertemente por la crisis del petróleo de los 70.

d.- *Principios de los 80 hasta mediados de los 90.* En ella se alcanzaron niveles muy superiores, tanto en número de operaciones, como en volumen de recursos. Entre los factores que propiciaron este *boom* de F&A destacan tres (Garrido, 1996, p. 117): las políticas liberalizadoras, el desarrollo de la ingeniería financiera (*Leverage Buy-Out, Management Buy-Out*) y la búsqueda de las empresas europeas de una dimensión adecuada para su incorporación al mercado único.

Como puede observarse, la tendencia general, sobre todo en las dos últimas oleadas, ha sido ascendente, alcanzando unos valores máximos tanto en número de operaciones, como en los recursos empleados en los 80. Este hecho ha provocado que se editen revistas especializadas en las F&A como *Mergerstar Review* y *Mergers & Acquisitions Report* (EEUU) y *Acquisitions Monthly* (Reino Unido), caracterizadas por editarse con una periodicidad muy corta, semanal o mensual.

Cuadro 1: Los sectores más activos en fusiones y adquisiciones(1).

Industria	1997		1998	
	Operaciones	Volumen (M\$)	Operaciones	Volumen (M\$)
Alimentación	263 (6)	17.954 (5)	233 (6)	18.313 (8)
Automoción	201 (8)	7.806 (10)	141 (9)	50.848 (2)
Banca	324 (4)	33.894 (1)	314 (3)	50.677 (3)
Distribución	276 (5)	9.022 (8)	268 (5)	6.553 (10)
Editoriales	218 (7)	7.910 (9)	230 (7)	40.926 (5)
Ingeniería	358 (3)	11.485 (7)	293 (4)	9.377 (9)
Petróleo y Gas	173 (10)	22.425 (2)	96 (10)	75.973 (1)
Químicas	447 (2)	22.270 (3)	345 (2)	24.231 (7)
Servicios	756 (1)	17.434 (6)	842 (1)	37.634 (6)
Telecomunic.	198 (9)	20.154 (4)	231 (7)	50.383 (4)
Suma				

Fuente: KPGM Corporate Finance.

En lo que se refiere al impacto de las F&A sobre las diferentes industrias, cabe señalar que no es homogéneo, ya que su sensibilidad hacia los movimientos de concentración empresarial es muy diferente. Cuervo (1999, p. 62) presenta una tipología de sectores en los que los procesos de concentración

empresarial se han producido con mayor intensidad, especialmente, en los últimos ciclos (Cuadro 1), caracterizados por:

- a.- Operar en negocios con una escasa diferenciación de sus productos o con problemas de sobrecapacidad, caso de petroleras, banca, química básica, automóvil y acero.
- b.- Pertenecer a sectores con una fuerte actividad de investigación que exige elevados costes y con capacidades de producción mínimas, como la industria farmacéutica.
- c.- Afrontar riesgos por el cambio tecnológico, lo que incita a unirse para compartir riesgos, caso de las telecomunicaciones.

3.- Situación Actual.

El volumen de F&A en los 90 ha ido creciendo, Cuadro 2, acelerándose a partir de 1995, debido a la desaparición de los efectos de la crisis económica de principios de los 90.

Cuadro 2: Evolución del volumen de fusiones y adquisiciones 1991-1995 (M\$).

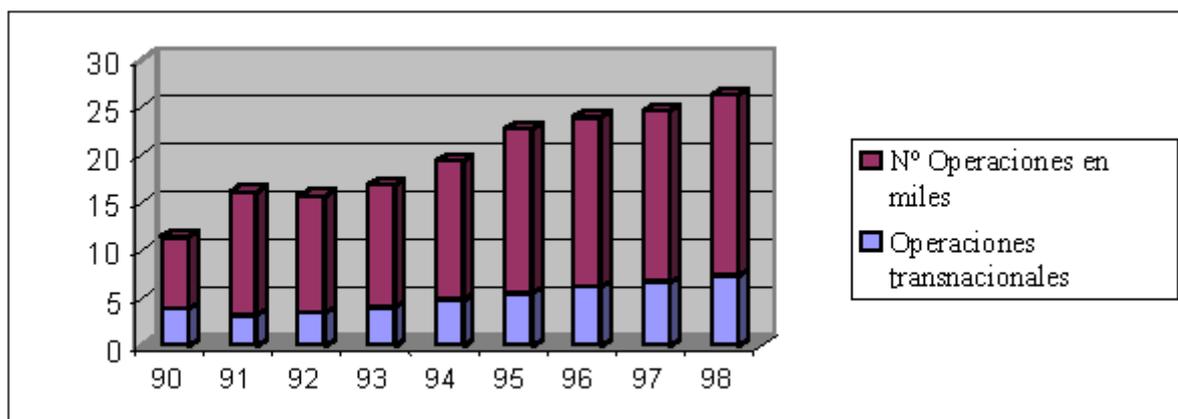
Año	Actividad en Europa	Actividad en EEUU	Suma
1991	182	133	315
1992	143	168	311
1993	226	169	395
1994	493	272	765
1995	572	335	905

Fuente: J.P. Morgan (2).

Otros datos para calibrar el fenómeno en los últimos 9 años son que el volumen de recursos haya alcanzado los 1.305 billones de pesetas (Alba y Velasco, 1999, p. 6) y que el crecimiento haya sido mayor en los tres últimos años, siendo en 1998 el triple que en 1995. También destaca el bajo porcentaje de fusiones transnacionales, 20%-30%, concentrándose en áreas geográficas y nacionalidades concretas, como España con Latinoamérica y EEUU con Gran Bretaña, países culturalmente próximos, donde resulta más fácil compartir intereses económicos.

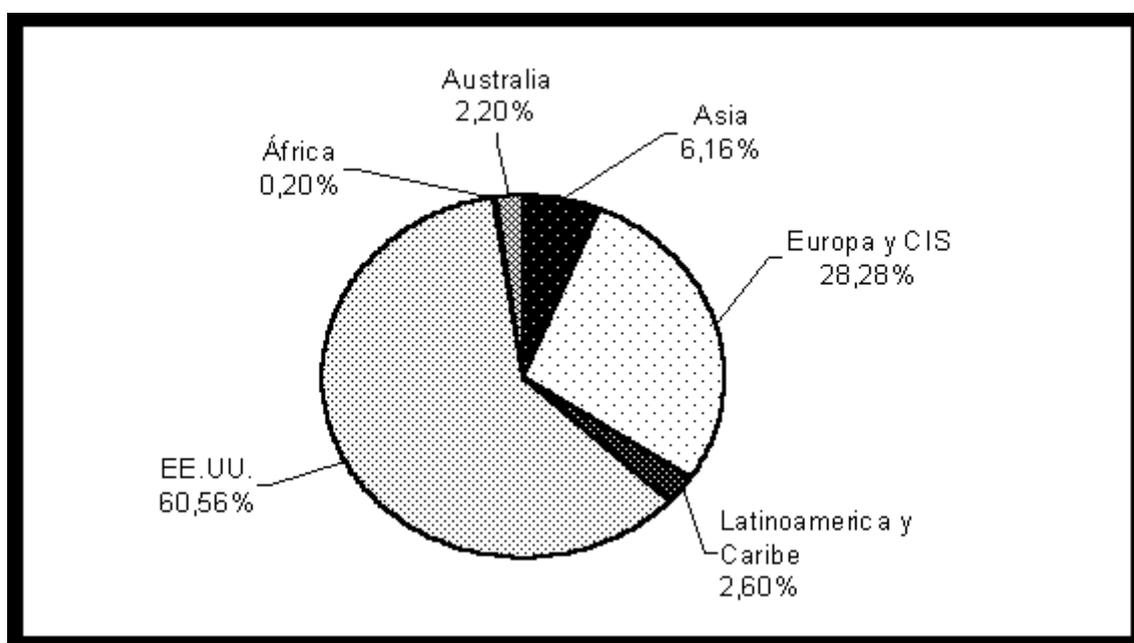
El mayor número de operaciones y de mayor volumen, *megafusiones* (Cuadro 3) se dieron en EEUU, seguido de Europa, liderada por el Reino Unido. Además, existen áreas geográficas como Asia, Latinoamérica, Europa del Este, Australia y, en menor medida, África; donde esta actividad se está incrementando especialmente (Gómez, 1998, p. 5).

Figura 1: Fusiones en el período 1990-1998.



Fuente: *Securities Data Company*.

Figura 2: Actividad mundial en fusiones y adquisiciones en 1994.



Fuente: *Securities Data Company* (EEUU) y *AMdata* (resto del mundo).

Para analizar la situación actual de estos procesos de concentración empresarial, nos hemos basado en datos emitidos por organismos privados y públicos que siguen las F&A: *Securities Data Company* y algunas consultoras como *JP Morgan* o *KPMG Corporate Finance* y, por parte europea, la *Commission of the European Communities*; aunque no existe un elevado nivel de coincidencia ni sobre el número de operaciones de F&A en los 90, ni menos aún, sobre los fondos financieros que éstas han supuesto. A nuestro entender, esta falta de consistencia entre los datos de los diferentes organismos podría obedecer a tres causas principales: (1) la creciente aceleración que ha sufrido la actividad de F&A a nivel mundial durante este período ha dificultado enormemente su seguimiento, (2) los diferentes métodos de valoración que emplean (capitalización bursátil, volumen de activos, etc.) y, por último, (3) la cada vez más importante presencia de activos intangibles sobre el total de los patrimonios de las empresas que participan en las F&A, con la dificultad inherente a su valoración (3).

Cuadro 3: Las fusiones más importantes de 1998 (M\$).

Compañías	Sector	Fecha	Gómez (1998)	Alba y Velasco (1999)	Colvin (1999)
<i>Exxon/Mobil</i>	Petróleo	12/98	77	86,4	86
<i>Travelers/Citicorp</i>	Banca	4/98	72,6	72,6	73
<i>SBC Comm./Ameritech</i>	Telecom.	5/98	74,4	72,4	72
<i>Bell Atlantic/GTE</i>	Telecom.	7/98	70,9	71,3	71
<i>AT&T/TCI</i>	Telecom.	6/98	70	69,9	70
<i>Nat.Bank/BankAmerica</i>	Banca	4/98	61,6	61,6	62
<i>BP/Amoco</i>	Petróleo	8/98	54	55	55
<i>Damlier-Benz/Chrisler</i>	Automoción	5/98	40,5	40,5	40

Fuente: Elaboración propia.

Como muestran los datos totales contenidos en la última fila del Cuadro 1, el volumen de recursos comprometidos en 1998, son más del doble que en el 1997, siendo los sectores bancario, químico y telecomunicaciones, los más dinámicos, mientras el petrolífero se ha caracterizado por realizar un bajo número de operaciones, pero con un elevado volumen de recursos, lo que refleja la ya elevada concentración de las empresas. Por su parte, según las cifras del Cuadro 3, en 1998 fueron más dinámicas las telecomunicaciones en EEUU, lo provocó que en abril de 1999, se anunciara la respuesta europea a este proceso de concentración, el anuncio de la fusión entre *Telecom Italia* y *Deutsche Telekom* que pudo haber creado un gigante mundial de la telefonía con una estimación de capitalización bursátil que rondaría los 27 billones de pesetas, aunque la operación no llegó a concretarse, ya que Olivetti desplazó a la multinacional alemana.

Lógicamente, a tan importante auge de las F&A en los últimos años, han contribuido una serie de factores entre los que destacan:

- a.- La bonanza económica desde mediados de los 90, ha provocado que las empresas con buenos rendimientos financieros, hayan optado por estrategias de crecimiento estrechamente ligadas a las F&A (Palacín, 1999).
- b.- Las restricciones que se ponían a las F&A para no perjudicar la libre competencia, han ido cambiando hacia una legislación más permisiva al cambiar la actitud de los gobiernos hacia ellas, al entender que no han de suponer connotaciones negativas para la economía necesariamente, por lo que basta con controlar adecuadamente su impacto para evitar posibles perjuicios (Cuervo, 1999).
- c.- El desarrollo de la ingeniería financiera, por un lado, y de las TI y comunicaciones, por otro, han posibilitado abordar más operaciones y con un mayor volumen de recursos (Garrido, 1996).
- d.- Las privatizaciones de sectores como el aéreo, eléctrico, financiero y telecomunicaciones, en numerosos países han generado interesantes oportunidades de inversión, al posibilitar la adquisición de las filiales de los *holdings* públicos (Cuervo, 1999).
- e.- La globalización e internacionalización de los mercados ha favorecido las F&A como medio para aumentar el tamaño corporativo y expandirse internacionalmente (4). Asimismo, muchas de las empresas privatizadas anteriores, han optado por una estrategia de crecimiento exterior basada en F&A, al considerarlas como la mejor alternativa para sobrevivir en un entorno más competitivo (Gualdoni, 1999).
- f.- Finalmente, un número importante de operaciones de F&A son consecuencia de otras previas, es decir, desinversiones para volver a concentrarse en los núcleos de negocios tradicionales.

4.- Fusiones y Adquisiciones en Europa: Especial Referencia a la Situación de España.

Tras exponer las cuestiones más destacables de la situación actual de las F&A a nivel mundial, pasamos a centrarnos en Europa y en España.

En general, la evolución de este fenómeno en Europa ha sido muy similar a la descrita, ya que la principal preocupación de los gerentes y dueños de las principales empresas pasaba por la realización de operaciones de F&A que les permitiesen alcanzar un tamaño adecuado para poder competir en un entorno cada vez más global.

No obstante, siempre ha existido un retardo temporal con respecto a Norteamérica en cuanto al desarrollo de los hechos, en unos casos provocados porque los motivos que los desencadenaban tenían distinta naturaleza, entre otros, porque las operaciones en el viejo continente venían a responder a los importantes movimientos de las corporaciones estadounidenses, como está ocurriendo actualmente en los sectores de la automoción, petróleo, telecomunicaciones, banca, etc.

La culminación de la Unión Monetaria y la necesidad de posicionarse en los mercados exteriores para poder competir en todo el mundo (Gómez, 1998, p. 6) han provocado una mayor actividad encaminada a la concentración empresarial que se ha manifestado a través de operaciones, tanto dentro del continente, como con otros países no comunitarios, destacando por su volumen aquéllas entre empresas de nuestro continente y de los EEUU.

En general, las grandes empresas cuando realizan operaciones transnacionales tienden a fusionarse o adquirir compañías de países cercanos a sus fronteras o próximos culturalmente. No obstante, cabe reconocer algunos frenos a estos procesos, entre los que destacan la falta de una normativa internacional que las regule y evite la incompatibilidad de las legislaciones en materia de F&A, además del coste y la duración del período de negociación que exigen por la actitud de muchos gobiernos nacionales, que intentan evitar una excesiva dependencia del capital extranjero.

En lo referente a la evolución en España, aunque a una gran distancia de las potencias europeas, siempre ha tenido un lugar distinguido entre los países con mayores niveles de recursos comprometidos en F&A. Así, según la *Commission of the European Communities* (1994), ostentaba el cuarto lugar como vendedora y el noveno como compradora. Este hecho supuso un quinto puesto global en cuanto a volumen de las operaciones en 1993.

La mejora en la situación económica que se dió a mediados de esta década influyó también en nuestro país, así en 1995 se realizaron 49 operaciones de compra por valor de 1.044 M\$ y en 1996, 67 F&A que supusieron un total de 6.274 M\$ para este último año. España ocupó, el octavo y quinto lugar en Europa en cada uno de esos años. En 1998 España, con unas compras superiores a los 10.000 M\$, fue el décimo país comprador del mundo y el quinceavo en ventas con 2.350 M\$.

Recientemente, nuestro país también ha vivido una aceleración de la concentración empresarial en los últimos tres años, culminando este proceso con un ejercicio histórico en 1998 al igual que ha ocurrido a nivel mundial. En el pasado año, las empresas españolas realizaron una inversión por encima de los 10.000 M\$, el sector más dinámico fue la banca (BSCH y BBV), seguida del petrolífero (Repsol), comunicaciones (Telefónica), eléctricas (Endesa) y turísticas (Riu Hoteles y Sol Meliá); y el destino exterior preferido, Latinoamérica (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela). En el Cuadro 4 se recogen las diez principales operaciones de 1998.

Cuadro 4: Principales fusiones en España en 1998 (Mptas.).

Compañías	Fecha	Sector	Valoración
Banco Santander-Banesto	Febrero	Banca	577.470

A. Koplowitz-FCC	Junio	Construcción	134.000
Endesa-Coelce (Brasil)	Abril	Electricidad	130.950
BBV-B.Excel (Brasil)	Abril	Banca	127.500
Vivendi-E. Koplowitz	Octubre	Construcción	117.000
BBV-BNL (Italia)	Noviembre	Banca	89.000
Dexia-BCL (Argentina)	Junio	Banca	64.500
BBV- BHIF (Chile)	Junio	Banca	52.500
La Caixa-Fortis AG	Noviembre	Banca	49.000
Iberdrola-E de Portugal	Mayo	Electricidad	48.100

Fuente: Gómez (1998, p. 6).

Entre los principales que han impulsado el aumento espectacular de las F&A en nuestro país, siguiendo el esquema de Mascareñas (1996) y Palacín (1997), destacan:

a.- *Operativos*. Se ha seguido buscando la integración horizontal a través de las F&A, para obtener sinergias por economías de escala basadas en el ahorro de costes, complementariedad de recursos al transferirse habilidades técnicas y directivas.

b.- *Fiscales*. Generalmente, en España se han otorgado importantes ventajas fiscales a las F&A, lo que ha ocasionado una importante reducción de impuestos y, por tanto, un incentivo a las mismas.

c.- *Financieras*. Existen ventajas relacionadas con la mayor capacidad de endeudamiento, la reducción de los costes de capital y el empleo de fondos excedentarios.

d.- *Poder de mercado*. Se ha buscado acaparar mayores niveles de beneficio a través de la concentración en determinados sectores, llegándose a situaciones oligopolísticas.

e.- *Diversificación*. Las empresas han diversificado sus negocios, para disminuir el riesgo total.

f.- *Motivos especulativos*. Las F&A han proliferado en épocas de infravaloración de las corporaciones en los mercados financieros, para conseguir ganancias de forma rápida.

Nos gustaría señalar que los motivos expuestos, pero sobre todo las sinergias, pueden aparecer de forma conjunta y tener un efecto multiplicador, tanto para sustentar la decisión de realizar la operación de F&A, como para aumentar la capacidad de crear valor para los accionistas.

5.- Tendencias Futuras y Cuestiones Pendientes.

A continuación, pasamos a exponer las tendencias futuras que parecen entreverse del estudio de la evolución y situación actual de las F&A.

En primer lugar, se aprecia un acortamiento entre los distintos ciclos de F&A, apoyado por la aceptación prácticamente unánime del libre comercio a nivel mundial.

En segundo, todo apunta a que también se intensifique la actividad en términos de recursos comprometidos, dada la mayor dimensión de las empresas participantes. Por ejemplo, la unión anunciada en agosto de 1999 entre tres de los más importantes grupos bancarios nipones (*Da-Ichi Kangyo, Fuji* y el Banco Industrial de Japón), cuyo importe estimado es superior a los 200 billones de pesetas (Rodríguez, 1999, p. 5). Esto tiene dos consecuencias claras:

a.- Las empresas resultantes de las F&A suelen colocarse como líderes mundiales en sus sectores.

b.- Las industrias más activas en F&A quedarán reducidas a un panorama oligopolístico. Así, en el caso de la automoción, se estima que los procesos de concentración reducirán el número de compañías a un máximo de 10 multinacionales en todo el mundo para el siglo XXI (Gavira, 1999).

Sin embargo, ante este panorama, se nos plantean una serie de cuestiones que entendemos permanecen sin una respuesta clara, lo que nos hace cuestionarnos si no estamos ante una moda sin demasiado fundamento desde el punto de vista económico. Entre ellas, destacan:

a.- No están suficiente demostradas las bondades de las F&A, pudiendo afirmarse que el tamaño organizativo no ha resultado el factor estratégico más importante, ya que como afirma Cuervo (1999), no explica la eficiencia ni la creación de valor para los accionistas.

Así, las economías de escala de las F&A verticales no se han constatado claramente, ya que a la reducción de costes de aprovisionamiento, distribución, etc., se ha contrapuesto un aumento de los de coordinación, por la mayor complejidad de los procesos y los cambios en su actividad.

b.- No existe relación directa entre diversificación de actividades vía F&A y creación de valor. Así, muchas de las operaciones realizadas en los 80 con este objetivo, han supuesto en los 90 serios reveses, como lo demuestra que se hayan desprendido de buena parte de las inversiones.

c.- En la década de los 90 se ha dejado de concebir las F&A como meras operaciones especulativas para generar riqueza de forma rápida, debido al fracaso de esta estrategia de inversión, que ha provocado numerosas desinversiones. Esto ha cambiado la forma de entender la concentración empresarial, pasando a concebirse las F&A como una oportunidad estratégica de negocio para la creación de valor a largo plazo en las organizaciones.

d.- Ahora bien, la generación de valor se relaciona con alcanzar mayores cuotas de concentración empresarial, llegándose a situaciones oligopolísticas que ponen claramente en peligro la libre competencia y resultan perjudiciales para los consumidores. El único freno a esta tendencia es una legislación que vele por una competencia efectiva, aunque reconocemos la dificultad que entraña la labor de los organismos encargados de la defensa de la competencia. En España, los procedimientos de control del Tribunal para la Defensa de la Competencia, según sus responsables, tienen un nivel aceptable, pero es muy criticable que no sean transparentes. Curiosamente, no se ha prohibido ninguna operación de concentración, lo que invita a pensar que tales mecanismos de intervención pueden no analizar todo lo exhaustivamente que sería deseable, los motivos y objetivos de las operaciones y, lo más importante, si su impacto final sobre la sociedad y la economía del país sería perjudicial o favorable (Petitbó, 1999, p. 36).

El resultado evidente de todo ello, es que son muchas las F&A que fracasan en la consecución de un mayor valor para el accionista. Así, Palacín (1997, p. 24) señala que dos de cada tres operaciones de F&A no cumplen sus previsiones iniciales; Gómez (1998, p. 6) alude al elevado coste, tanto para las empresas como para los accionistas, de las F&A que fracasan; Cuervo (1999) afirma que en largo plazo, la mayoría de las F&A americanas implicaron pérdidas para los accionistas y, por último, Alba y Velasco (1999, pp. 9-10) señalan que entre las más rentables aparecen F&A modestas en cuanto a dimensión. Además, estos dos últimos resaltan el dato de que en el 48% de las operaciones de la década de los 90 no sólo no ha creado mayor valor para el accionista, sino que incluso se han obtenido peores índices de RO [\(5\)](#).

Esto ha ocasionado que se intenten buscar explicaciones para estos elevados índices de fracaso fuera de la Teoría Financiera, en factores no económicos como, por ejemplo la integración cultural (García, 1998; Gavira, 1999), los cambios en la alta dirección y en sus funciones y las transformaciones en la actividad de las organizaciones (Cuervo, 1999; Gavira, 1999) y el hecho de que las F&A se aprovechen para

realizar importantes cambios de reestructuración organizativa como reducción de plantillas, cierre de instalaciones, cambio de los procesos, etc. (Cuervo, 1999).

Lógicamente, esto ha abierto todo un nuevo campo de posibilidades a la investigación de carácter multidisciplinar, constatándose el interés por abordar el estudio de los procesos de F&A considerando explícitamente los factores no cuantitativos relacionados con el factor humano como los realizados por Buono y Bowditch (1989) y Daniel (1999), entre otros.

En esta línea, entendemos que a la hora de analizar la creación de valor para el accionista como objetivo último de las F&A, se ha descuidado el análisis de un objetivo intermedio, la necesidad de mejorar el RO y el papel de los procesos de Control Organizativo y, más concretamente, de los SC dentro de las organizaciones como instrumento para lograrlo, máxime teniendo en cuenta que las F&A suponen inductores del CO.

Por tanto, pensamos que esta cuestión ha de ser tratada en profundidad por los investigadores en CpG, entre otras, en las siguientes líneas básicas de análisis:

- a.- Factores que provocan las F&A.
- b.- Influencia de las F&A sobre las organizaciones y, en tanto inductoras de importantes reestructuraciones, impacto sobre los procesos de CO y, más en particular, sobre los SC.
- c.- Causas del éxito o fracaso de las F&A.
- d.- Implicaciones de la gestión del cambio.
- e.- Resistencia al cambio motivada por factores comportamentales y psicosociales y papel jugado por los SC en el fracaso de determinadas operaciones de F&A.
- f.- Evolución del RO durante y tras el proceso de F&A, lo que implica la delimitación de las contingencias, tanto internas a la organización como externas, que lo motivan.

6.- Consideraciones finales.

Entendemos que es necesario prestar una mayor atención por parte de los investigadores en CpG en nuestro país, a las F&A, por tratarse de un fenómeno de indudable importancia en sí mismo y, además, por las posibles repercusiones que pueden entrañar estos procesos para la libre competencia en nuestra economía.

Además, como indicamos en la introducción, el fenómeno de las F&A ha venido siendo investigado, casi exclusivamente, desde la perspectiva financiera por parte los académicos de nuestro área. Sin embargo, entendemos que el impacto de estas operaciones, inductoras de importantes reestructuraciones organizacionales y de procesos de CO que afectan a los SC y, en última instancia, al RO, no ha sido abordada ampliamente en CpG, por lo que cabe desarrollar trabajos que aborden estas cuestiones.

Para ello, creemos necesario abordar este fenómeno desde un punto de vista interdisciplinar para alcanzar una comprensión global del mismo. Así, por ejemplo, el estudio de los SC considerando factores comportamentales y psicosociales, además de la racionalidad limitada, podría mejorar el estudio de las F&A, al complementar la perspectiva financiera.

7.- Bibliografía.

Alba, R; Velasco, G. (1999): "Empresario busca socio para formar la mayor compañía del mundo". *El Economista*, nº 5612, pp. 6-12.

Aparicio, L. (1999): "Los inversores castigan las fusiones". *El País Negocios*, 16 octubre.

Bishop, M.; Kay, J. –Eds.- (1993): *European Mergers and Merger Policy*. Ed. Oxford University Press, Oxford.

Buono, A.F.; Bowditch, J.L. –Eds.- (1989). *The Human Side of Mergers and Acquisitions: Managing Collisions between People, Cultures and Organizations*. Ed. Jossey-Bass Inc., San Francisco.

Colvin, G. (1999): "The year of the megamerger". *Fortune*, enero, pp. 24-45.

Comission of the European Communities (1994): "European Economy". Supplement A. Recent Economic Trends. Luxemburgo.

Cuervo, A. (1999): "Las fusiones y adquisiciones de empresas: ¿Algo más que una moda?". *Expansión*, 18 y 19 de marzo.

Daniel, T.A. (1999) "Between Trapezes: The Human Side of Making Mergers and Acquisitions Work". *Compensation and Benefits Management*, vol. 15, nº 1, pp. 19-37.

García, P. (1998): "La importancia del factor humano". *El País Negocios*, 20 diciembre.

Garrido, P. (1996): "La Información Contable ante la Política Expansiva de las Empresas". *Estudios Financieros*, nº 156, pp. 111-148.

Gaughan, P.A. –Ed.- (1994): *Readings in Merger and Acquisitions*. Ed. Blackwell, Oxford.

--- (1994): "Introduction: The Fourth Merger Wave and Beyond", en Gaughan (1994), pp. 1-14.

Gavira, M.A. (1999): "Concentrarse hoy para sobrevivir mañana". *Cinco Días*, 25 de marzo.

Gómez, C. (1998): "Año histórico en fusiones, adquisiciones y alianzas". *El País Negocios*, 6 de diciembre.

Gualdoni, F. (1999): "No hay crisis que valga contra la ambición de ser el más grande". *El País Negocios*, 22 de agosto.

Mascareñas, J. (1996): *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Ed. McGraw-Hill, Madrid.

Palacín, M^a.J. (1997): *El Mercado de Control de Empresas: El Caso Español*. Ed. Ariel Economía, Barcelona.

Petitbó, A. (1999): "Concentraciones y competencia". *Expansión*, 20 de marzo.

Real Decreto Legislativo 1597/1989, de 29 de Diciembre (BOE de 30 de Diciembre de 1989), por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (RRM).

Rodríguez, M. (1999): "Las multinacionales van de compras". *El País Negocios*, 22 de agosto.

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de Diciembre (BOE de 27 de Diciembre de 1989), por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA).

1. Para cada uno de los diferentes sectores dentro de los diez analizados, en las cuatro columnas con datos numéricos, hemos indicado entre paréntesis la posición que ocupa.

2. Datos extraídos de Palacín (1997).

3. El Cuadro 3 muestra las mayores fusiones de 1998, según tres trabajos que han consultado la misma fuente de información, Securities Data Company, en distintos momentos, entre finales de 1998 y principios de 1999.

4. En concreto, las grandes operaciones transfronterizas por encima de los 3.000 M\$, se han multiplicado en el pasado trienio por cuatro, de 8 en 1996 han pasado a 32 en 1998. Además, en lo referente a recursos comprometidos, el aumento ha sido más pronunciado, incrementándose de 29.700 M\$ en 1996, a 93.200 M\$ en 1997 y a 315.000 M\$ en 1998 (Gualdoni, 1999, p 6).

5. Hasta el momento, en la Bolsa de Madrid, la cotización de los títulos de las empresas que han participado en operaciones de F&A han bajado, con escasas excepciones (Aparicio, 1999)