

Fusiones entre empresas: hechos, efectos e interrogantes

Las fusiones y adquisiciones de empresas están alcanzando una gran intensidad durante los últimos meses de 1999. El auge reciente de estas operaciones se inscribe, de hecho, en un episodio temporal más amplio, que se inicia durante la década de los 80, y que presenta, por su amplitud e intensidad, algunas semejanzas con el gran movimiento de concentración empresarial que tuvo lugar durante el anterior cambio de siglo. El cambio tecnológico, los fenómenos de liberalización de algunas actividades, los procesos de integración económica y monetaria que se están viviendo sobre todo en Europa, son algunos de los factores que están detrás de este amplio movimiento. Sus consecuencias tardarán algún tiempo en ponerse de manifiesto, aunque de momento ya se están produciendo alteraciones importantes en la estructura de muchos mercados.

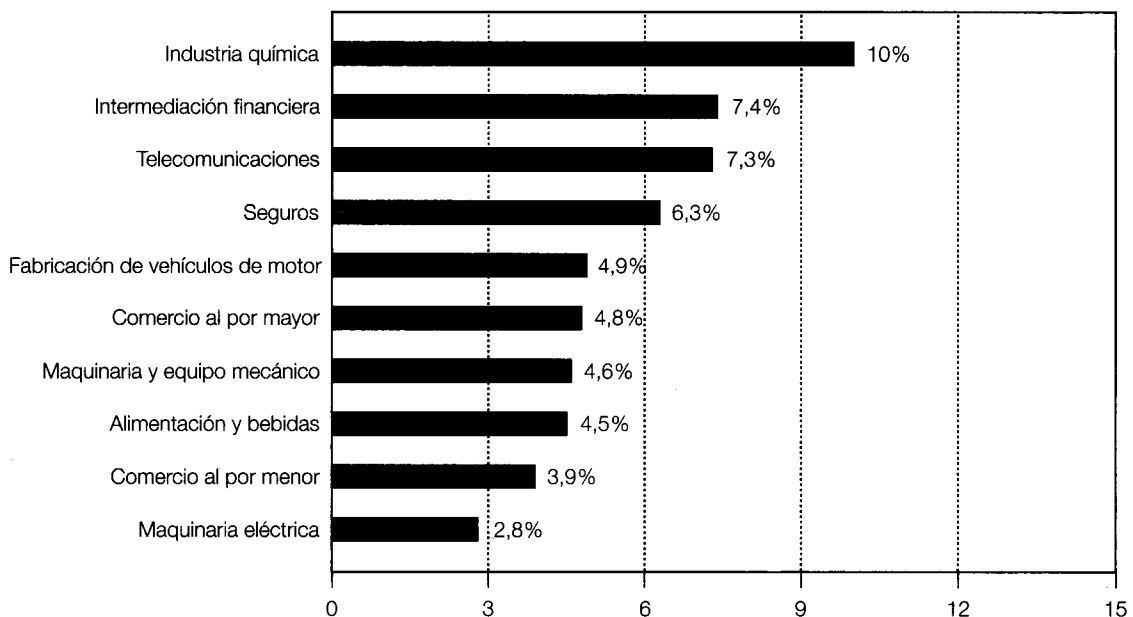
En este artículo se examinan algunos aspectos relacionados con el actual proceso de fusiones entre empresas. En primer lugar, se destacan un conjunto de regularidades empíricas que contextualizan el proceso actual y destacan sus rasgos más importantes. El análisis económico se ha interesado con frecuencia por las operaciones de concentración entre empresas, preguntándose por los motivos así como por sus efectos sobre el bienestar social. En el apartado segundo se discuten estas cuestiones. El artículo concluye planteando algunos interrogantes en torno al actual proceso de fusiones entre empresas.

1. Hechos

Según se desprende de los informes anuales sobre la política de competencia en la Unión Europea, el número de operaciones de concentración con presencia de empresas europeas, inicia una tendencia ascendente durante la década de los 80. Entre los años 1987-1990 el proceso se acelera sensiblemente, disminuye algo su magnitud durante la primera mitad de los 90 y vuelve a manifestarse de forma muy intensa a partir de 1997, alcanzando probablemente su máximo histórico cuando acabe el año 1999.

Puesto que las operaciones de concentración son una vía de cambio de la estructura de las industrias, tiene interés examinar la lista de sectores más afectados. Para una desagregación sectorial de 2 dígitos de la clasificación CNAE, en el gráfico 1 se presenta el ranking de los 10 sectores con mayor número de casos notificados a la Comisión Europea desde 1991 hasta la actualidad. Exceptuando el sector químico, que ocupa

GRÁFICO 1
**LOS DIEZ SECTORES CON MAYOR NÚMERO DE OPERACIONES DE CONCENTRACIÓN NOTIFICADAS
 A LA COMISIÓN EUROPEA: PERÍODO 1991-1999 (SEPTIEMBRE)**
 (Porcentaje del número de casos sobre el total)



la primera posición en el ranking, son los servicios (la actividad financiera, telecomunicaciones, seguros y la distribución) los sectores más activos en este tipo de operaciones durante la década de los 90. En la industria, el sector químico (destacando en él la industria farmacéutica), la fabricación de vehículos de motor, el sector de bienes de equipo (tanto mecánicos como eléctricos), así como el sector de alimentación y bebidas, son las actividades que ocupan los primeros lugares. Aunque alejado de las primeras posiciones del ranking, hay que destacar también el sector energético y, dentro de él, petróleo y electricidad.

El uso del número de operaciones como índice de la intensidad de las actividades de fusión y de concentración entre empresas se ha criticado, en ocasiones, con el argumento de que es el valor de los activos empresariales involucrados en dichas operaciones lo verdaderamente importante. Sin embargo, ambas medidas, el número de operaciones y el volumen de activos, proporcionan la misma caracterización de las fusiones entre empresas (1). La segunda matización sobre los datos se refiere a que éstos miden la intensidad del fenómeno en la parte superior de la distribución de empresas. Se trata de operaciones de dimensión

comunitaria (2), entre empresas grandes que se fusionan o en las que alguna toma una participación que implica control, así como en los casos denominados *joint ventures* de concentración. Los datos dejan fuera las pequeñas operaciones de ámbito nacional y, desde este punto de vista, deben ser tomados con cautela.

La intensificación de las operaciones de concentración que se observa en Europa a partir de la década de los 80, se manifiesta también en EE.UU. Además, en ambos mercados han sido frecuentes las transacciones con participaciones cruzadas de empresas americanas y europeas. El fenómeno de las fusiones ha sido históricamente más intenso en EE.UU. que en Europa y, en general, se dispone de un conocimiento del caso americano más detallado y profundo que del europeo. De él se pueden extraer algunas enseñanzas históricas que ayudan a entender y contextualizar mejor el proceso actual. En primer lugar, las fusiones entre empresas se han manifestado en oleadas, que se pueden agrupar en cuatro momentos históricos en que han coincidido grandes movimientos de concentraciones empresariales: el primero se produjo durante el cambio de siglo, el segundo en la década de los veinte, el

tercero en los años 60 y el último, en el que todavía estamos inmersos, durante las décadas de los 80 y 90.

Cada movimiento histórico de concentración empresarial se ha manifestado con rasgos distintos. En el que tuvo lugar a comienzos de siglo, los elementos impulsores fueron la revolución en los transportes y comunicaciones, los cambios en las condiciones de competencia y en la tecnología de las manufacturas. Se trató, en la mayoría de los casos, de fusiones multiempresa que dieron lugar y consolidaron posiciones dominantes en muchos mercados. Además, al no existir una legislación antitrust no hubo restricciones legales a las operaciones planteadas (3). El segundo movimiento, durante la década de los veinte, varió la tendencia monopolizadora de la oleada anterior favoreciendo una orientación de oligopolización de las industrias (4). La vigencia de la Ley Sherman parece haber sido la razón del cambio en el resultado de las operaciones de concentración. El tercer movimiento de la década de los 60 presenta un rasgo característico que lo distingue de los anteriores, la tendencia hacia la creación de grandes conglomerados empresariales y, por consiguiente, el incremento de la diversificación. Por último, el movimiento actual corresponde sobre todo a operaciones de tipo horizontal entre empresas que operan en el mismo sector, y con un peso relativo significativo de las operaciones transfronterizas, que en Europa y EE.UU., conjuntamente, representa en torno al 25% del número total de operaciones (5). Los cambios tecnológicos y los procesos de liberalización y desregulación, principalmente en actividades de servicios, son dos factores que están impulsando el proceso.

El movimiento de fusiones y adquisiciones en que está inmersa la economía mundial no es, por tanto, un fenómeno nuevo cuando se sitúa en perspectiva histórica. Tampoco es un fenómeno que esté alcanzando cotas sin precedentes, como a veces se afirma, ya que si se normaliza su magnitud por algún indicador como el PIB todavía no se han superado los niveles alcanzados por la ola de fusiones de principios de siglo (6).

Otra enseñanza histórica es el carácter reversible de algunas tendencias observadas en el pasado. La formación de grandes conglomerados característica de las concentraciones empresariales durante los años 60, que permitía, por ejemplo, reunir una cadena hotelera con laboratorios de producción farmacéutica, ha sido seguida de fenómenos generalizados de desinversión y segregación de activos empresariales. Respecto a las

tendencias de conglomeración típicas del pasado, en la actualidad predominan las concentraciones que incrementan el grado de especialización de los activos y que disminuyen la diversificación.

Aunque el actual movimiento de fusiones y adquisiciones tiene una dimensión global que afecta a todos los mercados, en Europa los fenómenos de concentración empresarial, durante la segunda mitad del siglo xx, han coincidido con los momentos de intensificación de la integración económica: 1958-1970 y 1987-1990. En el primer período, el aumento coincide con la etapa de supresión de barreras arancelarias ligada a la formación del mercado común, en el segundo coincide con la adaptación de las empresas a los requisitos de formación del mercado interior. Los procesos de integración y el consiguiente aumento de la presión competitiva, favorecen dos tipos de respuestas estratégicas de las empresas: en primer lugar, incrementar la especialización en los activos más rentables, segregando las actividades con una posición competitiva más débil y, en segundo lugar, extender el ámbito de actuación en el mercado a través de acuerdos transfronterizos entre empresas que operan en el mismo núcleo de actividades. En ambos casos, las operaciones de concentración son una de las vías del proceso de ajuste hacia nuevas configuraciones del equilibrio de los mercados (7). Los efectos de la mayor integración se manifiestan no sólo a través de ajustes comerciales, sino mediante reestructuraciones en las que las operaciones de concentración tienen un fuerte protagonismo.

Para concretar más las tendencias generales señaladas, se examinan a continuación tres sectores (bancario, automóvil y telecomunicaciones) que destacan en el ranking de actividades con mayor número de operaciones de concentración. El sector bancario está experimentando cambios profundos como consecuencia de los avances en las tecnologías de la información, que permiten a las entidades realizar más operaciones y abarcar áreas geográficas cada vez más amplias. Estos cambios están acompañados de modificaciones del marco regulador y operativo del sector, como la Ley Riegle-Neal aprobada en 1994 en Estados Unidos y la adopción de la moneda única en Europa.

La magnitud de la ola de operaciones de fusión que acompaña a los cambios señalados no tiene precedentes en la historia reciente del sector. De los cinco bancos que ocupan las primeras posiciones del ranking bancario mundial cuatro son producto de fusiones realizadas durante los dos

últimos años. Destacan, en este sentido, la unión de Dai-Ichi Itangyo, Fuji Bank y Banco Industrial de Japón, primero en la clasificación por el momento; la fusión de Citicorp y Travelers Group es un ejemplo más entre los muchos que se han producido en Estados Unidos; la unión de Deutsche Bank y Bankers Trust es una de las escasas operaciones intercontinentales que han tenido lugar hasta el momento. En Europa destacan las fusiones de los bancos suizos UBS y SBC, en Francia de BNP y Paribas, en Italia las uniones de Unicredito-Comit y de San Paolo-Imi, en España las de BSCH y BBVA, y casos similares en otros países. A partir de agentes catalizadores distintos, en Estados Unidos la desregulación de 1994, en Japón el saneamiento de las grandes instituciones financieras, en Europa la moneda única, se observan comportamientos similares que probablemente respondan a un sustrato de factores común de naturaleza más estructural.

Sin embargo, el movimiento hacia una mayor concentración bancaria pone de manifiesto también algunas paradojas. En primer lugar, aunque se argumente sobre mercados cada vez más globales, la mayoría de operaciones se están realizando de momento entre entidades de la misma nacionalidad. Existe la expectativa de que la fase actual de fusiones dé paso a una segunda etapa dominada por operaciones transfronterizas que alinearán los índices de concentración del mercado bancario europeo con los niveles que presentan los mercados de los Estados miembros. Pero se trata, por el momento, de una previsión. La segunda paradoja se refiere a las economías de escala. Los estudios empíricos disponibles sobre el sector bancario sugieren que las reducciones de costes asociadas al aumento del tamaño son muy pequeñas. Las economías de escala aparecen relacionadas, sobre todo, con el aumento del tamaño medio de las oficinas y, por tanto, la racionalización de la red de sucursales es la principal fuente potencial de mejora de la eficiencia del sector (8). Las megafusiones bancarias que se están produciendo durante los últimos años en todo el mundo, no parece que tengan como objetivo conseguir las escasas mejoras que produciría la racionalización de sus redes de sucursales. En este sentido, el proceso actual hace albergar dudas sobre sus efectos en la eficiencia del sector a largo plazo.

La fusión como mecanismo de mejora de la eficiencia es uno de los argumentos favoritos en las operaciones de concentración del sector de la producción de automóviles. Se habla de una producción crítica de dos millones de coches anua-

les y de un sector que ha pasado desde 52 fabricantes mundiales en los años 60 hasta 19 de la actualidad, de los que pueden sobrevivir 10 en la próxima década (9). La estructuración progresiva de la industria en torno a unos pocos grandes grupos se está desarrollando a través de operaciones de fusión y de tomas de participación cruzada entre empresas. La fusión de Daimler-Benz y Chrysler, la venta este mismo año de la división de coches de Volvo a Ford, la reciente formación del segundo grupo mundial de producción de camiones a través de la fusión de Scania y Volvo, son ejemplos de un proceso con apariencia de intensificarse en los próximos años.

La tendencia hacia la concentración creciente de la industria del automóvil tiene su expresión en la abundancia de *joint-ventures* de cooperación (Volkswagen y Ford, etc.) que las empresas utilizan para el desarrollo conjunto de modelos y amortizar mejor el importante volumen de costes fijos de las actividades de investigación y desarrollo de la industria. En ocasiones, las alianzas y acuerdos no culminan en procesos de fusión, como en el celebrado en 1989 entre Renault y Volvo, lo que ilustra las dificultades y costes de este tipo de operaciones (10).

El sector de las telecomunicaciones ocupa también las primeras posiciones del ranking de operaciones de concentración por sectores. En este año, 1999, se ha batido en el sector el récord histórico del volumen de activos comprometidos en una sola operación de compra de empresas. Se trata de la adquisición de Sprint por parte de MCI WorldCom, quien a su vez tuvo como origen una reciente fusión. La sociedad resultante se repartirá con ATT el 80% de la telefonía de larga distancia en Estados Unidos.

La ola de operaciones de concentración que experimenta el sector parte, en su inicio, de dos elementos. En primer lugar, las decisiones, adoptadas a comienzos de los años 80, de desinversión de ATT y de constitución simultánea de siete compañías Bell regionales, de las que, por cierto, sólo quedan ya tres. Este proceso desregulador culmina en la Ley de Telecomunicaciones de 1996. La segunda tendencia, que está en la base de los importantes cambios económicos que se están produciendo en el sector, es el acelerado cambio tecnológico que ha permitido la ruptura de posiciones previas de monopolio, introducido nuevos servicios y cambiado radicalmente el diseño de las redes. En Europa estas tendencias están manifestándose con más retraso debido a que las decisiones de liberalización del mercado de las telecomunicaciones comienzan a

adoptarse en 1990 y la liberalización de la telefonía básica comienza a ser efectiva a partir de 1998, con situaciones excepcionales para algunos Estados miembros.

2. Análisis económico de las fusiones

El análisis formal de las fusiones y adquisiciones de empresa ha adelantado dos grandes tipos de motivaciones para las mismas: las financieras y las estratégicas. En el primer caso se ha insistido en la reducción del riesgo derivada de la diversificación de actividades presente en toda fusión. Si los directivos de las empresas son aversos al riesgo, o incluso neutrales al mismo, los cambios que se producen en la distribución de probabilidad de los beneficios tras una operación de fusión pueden incentivar las fusiones. Esta línea de análisis se ha aplicado en particular a la formación de conglomerados, en los que se produce la absorción o participación por parte de una empresa de otras empresas con actividades distintas. Esto no agota los motivos financieros, entre los que también pueden incluirse la pura especulación, los motivos fiscales, la colocación de excedentes, las ventajas financieras del tamaño y un largo etcétera, todos motivos que han jugado algún papel, a veces importante, en los sucesivos ejemplos históricos (11).

En lo que respecta a las motivaciones estratégicas, se ha examinado la búsqueda por parte de las empresas de la adquisición, reforzamiento o mantenimiento del poder de mercado (o capacidad para influir en los precios), y de mejoras en la eficiencia. La literatura más reciente que se ha ocupado de estas motivaciones ha analizado en marcos formales de competencia imperfecta u oligopolística las combinaciones de incrementos de poder de mercado y eficiencia que pueden darse en las fusiones, así como sus consecuencias de bienestar. En esta literatura se ha distinguido entre las fusiones horizontales, entre dos o más empresas pertenecientes a un mismo mercado, y las fusiones por razones de integración vertical, en las que se produce la integración de dos o más empresas que representan fases distintas de un proceso productivo. Los trabajos que se ocupan de este último tipo de fusiones están directamente conectados con la teoría de contratos y de la empresa, puesto que se ocupan de la eliminación de intercambios de mercado o contractuales y su sustitución por procesos internos a la empresa (12). Lo que sigue se centra en los análisis desarrollados en torno a las fusiones horizontales, y se

comentarán los principales resultados obtenidos, primero respecto a la explicación de las fusiones (incentivos a la fusión y motivaciones dinámicas), y después en relación a sus efectos (consecuencias de bienestar).

En general, los análisis formales de las fusiones definen las mismas como un acuerdo vinculante entre dos o más empresas. En realidad, el análisis genérico de las fusiones es igualmente válido para las adquisiciones y para las tomas de participación que implican un grado importante de control. Por otra parte, el análisis de las fusiones horizontales está muy cercano en muchos aspectos al análisis de los cárteles, alianzas estratégicas y comportamientos colusivos implícitos, que implican distintas formas de coordinación. La principal diferencia en estos últimos casos está en que el análisis de equilibrio requiere la especificación de las condiciones de estabilidad interna junto a los incentivos para su formación.

El primer análisis formalizado de los incentivos a las fusiones pareció confirmar la opinión de Stigler según la cual el promotor de una fusión puede esperar todo el apoyo de las restantes empresas del mercado siempre que no implique su participación (13). En un modelo (con demanda lineal) de competencia en cantidades o *à la Cournot* entre $N+1$ empresas, capaces de operar con un mismo coste marginal de producción constante, la empresa resultante de una fusión entre dos obtiene, en el nuevo marco de competencia entre N empresas, menos beneficios que los que obtenían antes las dos empresas fusionadas. Mientras, aumentan el precio del producto y los beneficios de las demás (14).

Sin embargo, el análisis anterior subestima los incentivos a las fusiones. Más que fusión hay liquidación de una empresa, con el resultado para los que se fusionan de que sólo ofrecen ventajas a los demás competidores (derivadas de la concentración del mercado). La primera crítica a este análisis ya planteó que no era razonable que la fusión mantuviera inalterados los costes y que, por el contrario, parecía natural suponer que la empresa fusionada tuviera acceso a una tecnología estrictamente mejor (15). Basta esta modificación, que puede entenderse ligada de una manera u otra a las capacidades instaladas previas, para que aparezca la posibilidad de fusiones con una rentabilidad que supera la suma de los beneficios anteriores de las fusionadas.

Por otra parte, inmediatamente pasaron a analizarse también las fusiones en un contexto de empresas que producen bienes simétricamente diferenciados y compiten en precios o *à la Ber-*

trand (16). Estas fusiones, entendidas como la formación de una empresa multiproducto a partir de la fusión de dos o más ya existentes, son siempre rentables y son más rentables cuantas más empresas implican. Existen pues, incentivos a realizar fusiones. Aunque aquí vuelve a reaparecer, sin embargo, el tema de las externalidades generadas por las empresas que se fusionan. La empresa resultante de la fusión tiende a elevar el precio de su producto, ejemplo que las demás siguen elevando también el precio de los suyos en una cuantía algo menor, con lo que los beneficios que obtendrán las empresas no participantes en la fusión son más altos que los de las empresas protagonistas.

Sin embargo, la ventaja derivada por los no participantes, que podría verse como un argumento contra la ocurrencia de este tipo de operaciones, realmente no lo es: por ejemplo, dos empresas que se fusionan deben comparar sus beneficios con los que obtenían sin fusionarse, no con los que realizan ahora las empresas que no han participado, que es una posición que no pueden alcanzar deshaciendo la fusión. Y, más en general, se ha comprobado que existen coaliciones de precios de cierto número de participantes que son internamente estables, en el sentido que los integrantes prefieren los beneficios derivados de la situación a los que obtendrían en la situación que se produciría si cualquiera de ellos abandonara (17). Esto permite explicar no sólo las fusiones sino también el mantenimiento de acuerdos implícitos de precios (de ahí el nombre de coaliciones de precios) por parte de un grupo de participantes en un mercado.

Tras los análisis iniciales, muchos trabajos han ido examinando los incentivos a las fusiones en múltiples contextos, formalizando un importante número de circunstancias que pueden explicar la existencia de las fusiones horizontales en marcos estratégicos. Así, por ejemplo, se han deducido resultados con funciones de demanda y costes más generales (18), se ha examinado más de cerca el papel de la diferenciación de producto (19), se han explorado otros contextos de comportamiento asimétrico (por ejemplo, suponiendo liderazgo colusivo en precios o que la empresa creada es un líder de Stackelberg) (20), y la existencia de asimetrías de costes en la industria y entre las empresas participantes en una fusión (21).

Los análisis hasta ahora mencionados adoptan un punto de vista fundamentalmente estático. Sin embargo, las fusiones y adquisiciones están a menudo muy ligadas a la dinámica de las industrias en sus factores desencadenantes. Por esto,

una perspectiva interesante de análisis de las fusiones es también la que aportan los recientes trabajos de J. Sutton acerca de los determinantes de la estructura de los mercados (22), un tema que durante mucho tiempo ha quedado relegado a un segundo plano de interés. En estos trabajos se consideran los mercados con mayor detalle del que es habitual, tomándolos como la suma de muchos submercados formados por clusters de productos (que a veces tienen simplemente dimensión geográfica). En estos mercados se produce un mínimo de concentración por causas no estratégicas (efectos de independencia entre submercados), pero la existencia de mecanismos económicos precisos asociados a las características particulares que presentan los gastos de las empresas en publicidad o, en especial, las inversiones en I+D (grado de sustituibilidad entre los productos desarrollados, economías de alcance en la I+D), conduce a que en determinados sectores las estructuras de equilibrio sean forzosa-mente más concentradas.

En los libros de Sutton hay estudios de casos que incluyen numerosos procesos de fusión en las más variadas industrias (desde mercados de productos de alimentación hasta la industria de aeronaves para el transporte de pasajeros), y que se interpretan como la respuesta a cambios subyacentes en los parámetros representativos de los gustos, la tecnología, o incluso el tamaño del mercado. Un ejemplo interesante de este último caso es el análisis de las respuestas empresariales a la ampliación de los mercados para los productores de equipos de telecomunicación como resultado de los procesos nacionales de liberalización de las telecomunicaciones.

Los cambios exógenos que desestabilizan el equilibrio alcanzado en los mercados, y que llevan a la búsqueda de nuevos equilibrios, son los que probablemente desencadenan muchos procesos de fusión y, al coincidir en el tiempo y/o afectar a industrias variadas, proporciona el carácter masivo o por oleadas antes descrito. En este sentido, también tiene interés constatar los resultados de las investigaciones recientes sobre la existencia de ciclos de vida de las industrias y las regularidades que estas presentan, con un proceso de entrada importante en las primeras etapas y una reducción drástica del número de competidores (shakeout) en cierta fase del ciclo (23).

La teoría también ha considerado las consecuencias de bienestar de las fusiones, e incluso ha examinado críticamente las reglas aplicadas por las autoridades competentes en política de competencia (por ejemplo, las Merger Guidelines

vigentes en Estados Unidos). El resultado de bienestar de las fusiones depende de la medida en que operan dos fuerzas contrapuestas (24): las ganancias de eficiencia, que algunos economistas tienden a considerar implícitamente aseguradas en el momento en que se produce la fusión; y los efectos derivados del incremento del poder de mercado de las empresas (incremento del precio o precios, reducción de la producción), que además pueden verse reforzados por los cambios en el comportamiento favorecidos por el número mas reducido de competidores (mayor grado de colusión) (25).

En todos los modelos de competencia, por imperfecta que esta sea, la empresa que desarrolla ventajas de coste tiende a ganar cuota de mercado a costa de las cuotas de las empresas más ineficientes. Esto es lo que determina, cuando se alcanzan mejoras en los costes, el impacto positivo de las fusiones en el bienestar, debido a la mejor asignación de recursos. Pero, por otra parte, la reducción del número de empresas, traducida habitualmente en una mayor concentración del mercado, también implica en todos los modelos de competencia una tendencia a incrementos del precio o precios y reducciones del *output*, tendencia que se contrapone a la anterior.

El trabajo que ha establecido las conclusiones de bienestar más amplias y completas logradas hasta el momento asume que las empresas compiten a *la Cournot*, sin más supuestos sobre las funciones de demanda y costes que los necesarios para el cumplimiento de condiciones de regularidad (26). En este marco, resulta que una fusión conducirá a un aumento del precio siempre que no se generen sinergias (se obtienen sinergias cuando la empresa fusionada puede producir a un coste menor que el que se hubiera obtenido con el mejor reparto posible de la producción post-fusión entre las posibilidades productivas de los integrantes, representadas por sus funciones de costes). Además, para que el precio llegue a reducirse cuando se fusionan empresas con cuotas importantes de mercado y/o la elasticidad de la demanda es reducida, es necesaria la existencia de sinergias muy elevadas.

En este contexto, se define como cambio externo de bienestar o externalidad inducida por la fusión al cambio en el bienestar total o social menos el cambio en los beneficios experimentado por los integrantes de la fusión o, lo que es lo mismo, en la suma del cambio en el bienestar experimentado por los consumidores y por las empresas no participantes en la fusión. Este

cambio, que evita la difícil (en la práctica siempre polémica) evaluación de los ahorros en costes de los participantes en la fusión, produce una medida inequívoca de la mejora en el bienestar total mientras se suponga que la mejora de los implicados en la fusión es no negativa. Utilizando esta medida para valorar los cambios de bienestar, se obtiene un valor crítico de las cuotas de mercado de las empresas participantes en la fusión: por debajo de este valor, una fusión rentable elevará el precio del producto pero también el bienestar; por encima de este valor, perjudicará el bienestar social. El bienestar no tiene en consecuencia una relación sencilla con la concentración, e incrementos en la concentración pueden llevar en ciertas condiciones a incrementos de bienestar, pero también existen unos niveles críticos de concentración cuyo rebasamiento conduce a consecuencias negativas de bienestar. Es necesario tener en cuenta, además, que a todos estos efectos pueden superponerse cambios en el comportamiento de las empresas, así como que una fusión puede influir las fusiones siguientes.

3. Consideraciones finales

¿Por qué se producen las fusiones? Una forma de interpretar muchas fusiones es considerar que son la respuesta a los cambios generados en los gustos, tecnología, crecimiento o grado de competencia en los mercados, que pueden desestabilizar el equilibrio conseguido y desencadenar la búsqueda de una nueva estructura de equilibrio. En la actualidad, hay numerosas fuerzas que actúan en el sentido de generar este tipo de cambios en muchos mercados. En primer lugar, la revolución en las tecnologías de la información y las comunicaciones afecta a la mayoría de sectores, y en particular a los sectores de servicios, haciendo posible ahorros en costes, bien ligados a la escala de operación bien a la realización de nuevas inversiones que implican elevados costes fijos. Nótese, además, que a veces lo que importa son las expectativas acerca de la dirección del desarrollo tecnológico. En segundo lugar la dinámica hacia mercados más globalizados, a veces por integración económica como en el caso de la Unión Europea y a veces a causa simplemente de la mayor apertura de los mercados domésticos, implica una tendencia al aumento del tamaño de los mercados relevantes. En tercer lugar, las operaciones de liberalización y desregulación han favorecido un clima de mayor competencia que se ha

extendido a muchos mercados poniendo en peligro los beneficios derivados de situaciones previas de poder de mercado.

Desde el punto de vista estratégico, está claro que las empresas pueden encontrar incentivos a la fusión en las más variadas condiciones: cuando pueden existir ahorros de costes, con sinergias y sin ellas; cuando puede alcanzarse un mayor peso en un mercado formado por un gran número de productos diferenciados; para no perder peso en un mercado de producto homogéneo o diferenciado; para protegerse ante un mayor grado de competencia, y también para aumentar el grado de colusión... Los factores antes mencionados constituyen en consecuencia, todos ellos, cambios que desencadenan incentivos estratégicos a las fusiones.

¿Qué efectos deben esperarse de estas fusiones? La historia y el análisis aconsejan no abordar este tema con ingenuidad. Parece claro, dados los cambios en el horizonte presente, que muchos procesos de fusión tienen razones de eficiencia (realizar los ahorros posibles en costes) y/o de tamaño (no perder peso en mercados más globales), pero también pueden estarse produciendo fusiones por razones esencialmente defensivas (proteger los beneficios frente a la mayor competencia) e incluso para adquirir en ciertos mercados posiciones de dominio o poder de mercado acrecentado. En cualquier caso, está claro que incluso en fusiones en que estén presentes razones de eficiencia y tamaño nada garantiza que no se incorporen también objetivos de poder de mercado.

Es sabido que una de las mayores garantías de eficiencia y crecimiento sostenido de una economía es el mantenimiento de la competencia (27). Su ausencia o debilitamiento ha mostrado tener importantes consecuencias sobre la eficiencia, tanto en su vertiente estática como dinámica, y sobre la intensidad del aspecto clave que constituye la innovación. Pero mantener una política adecuada de competencia constituye, en lo que se refiere a las fusiones de empresas, una tarea compleja, tanto por la variedad de razones que están en su origen como por las dificultades prácticas de análisis de las fusiones. Esto es lo que ha llevado a las autoridades a mantenerse en una línea muy pragmática: fijar unas cotas mínimas de tamaño de los participantes o de concentración de los mercados, de manera que sólo pasen a examinarse los casos que superen las mismas. Pero el examen de los casos está lleno de complejidades, y el balance de las actuaciones de la autoridad de competencia, cuando éstas han existido, está

repleto de críticas. A menudo la primera crítica es la falta de atención al fenómeno y la falta de normas y medios adecuados para realizar con precisión los análisis. El alcance y las dificultades de interpretación de la ola actual de fusiones hacen este problema todavía más agudo.

Por ejemplo, en la actualidad existen regulaciones nacionales, pero se carece de una regulación superior que supervise operaciones cuyo ámbito de referencia es el mercado mundial. El movimiento actual de fusiones, y algunas megafusiones, tiene en el mercado mundial su ámbito de referencia. La experiencia está demostrando que las legislaciones nacionales no son el ámbito más apropiado para analizar dichos procesos. El ejemplo reciente de la fusión entre Boeing y MD, en el segmento de la producción de aviones para pasajeros de más de 100 plazas, y las negociaciones comerciales a que ha dado lugar entre la UE y EE.UU., ilustran estas dificultades. La aplicación desde 1991 de un reglamento de concentraciones que ha creado el concepto de *fusión de ámbito europeo*, avala la conveniencia de dar más pasos en dicha dirección y analizar operaciones que desbordan las regulaciones nacionales.

La aplicación de las regulaciones sobre fusiones que figuran en las políticas de defensa de la competencia, ha tenido en el pasado una influencia significativa sobre la intensidad y orientación de los movimientos de concentración entre empresas. El ejemplo más conocido de esta influencia se aprecia en las dos primeras oleadas de fusiones que se dieron en EE.UU. durante este siglo. En la primera, la cuota media de las empresas fusionadas alcanzó el 71%, dando lugar a empresas dominantes en muchos mercados. En el segundo movimiento, durante la década de los veinte, la cuota media de las empresas fusionadas fue muy inferior y afectó sobre todo a las empresas que habían quedado fuera del primer movimiento. Stigler (1950) extrae la conclusión de que la Ley Sherman, aprobada entre ambas oleadas, fue la causa fundamental del cambio observado entre ambos procesos y opina que el movimiento de la década de los veinte fue menos efectivo en la restricción de la competencia que el primero. Las enseñanzas del pasado indican que los movimientos de concentración se concentran temporalmente y que las oportunidades de condicionar la evolución de las estructuras del mercado en una dirección deseable pasarán con rapidez, haciendo irreversibles las decisiones de concentración empresarial y su influencia sobre las estructuras de mercado. □

NOTAS

- (1) Sobre esta cuestión así como para una valoración de las fuentes estadísticas existentes sobre fusiones y adquisiciones, véanse Golbe y White (1988) y Comisión Europea (1994) en el capítulo 2 del número monográfico de la revista *European Economy*, núm. 57, 1994.
- (2) Los umbrales que definen el ámbito comunitario de una operación son: volumen conjunto de ventas superior a 2.500 millones de ecus en el mercado mundial; 100 millones en al menos tres mercados de Estados miembros; 100 millones de ventas en el mercado comunitario por al menos dos empresas afectadas.
- (3) Véase Scherer y Ross (1990) para un análisis más completo.
- (4) Esta es la conocida interpretación de Stigler (1950).
- (5) Véase Comisión Europea (1996), capítulo 5 del número monográfico de *European Economy*, núm. 4, 1996.
- (6) Véase sobre esta cuestión Auerbach (ed.), 1988.
- (7) Una amplia evidencia empírica que valora la entidad de este tipo de fenómenos en la Unión Europea puede encontrarse en Stephen Davis y Bruce Lyons (1996).
- (8) Véase Jordi Gual (1994) y José Luis Raymond (1994).
- (9) Declaraciones de Ferdinand Piëch, presidente de Volkswagen. *El País* 12 de mayo de 1998.
- (10) Véase, sobre el caso Renault-Volvo, Bruner (1999).
- (11) Scherer y Ross (1990) desarrollan un panorama histórico. Véase también Brealey y Myers (1996).
- (12) Véase Perry (1989).
- (13) El análisis actual de las fusiones se inicia con Salant, Switzer y Reynolds (1983).
- (14) Además, esto puede ocurrir así incluso aunque existan costes fijos que van a dejar de estar duplicados tras la fusión, siempre que estos costes no sean demasiado grandes.
- (15) Esta es la crítica básica de Perry y Porter (1985).
- (16) Este análisis fue abordado por Deneckere y Davidson (1985).
- (17) Véase Jaumandreu (1997).
- (18) Véase Gaudet y Salant (1991) y Faulí-Oller (1997).
- (19) Véase Granero (1997).
- (20) El modelo del líder colusivo en precios es utilizado en d'Aspremont, Jacquemin, Gabszewick y Weymark (1983), y el del líder de Stackelberg en Daughety (1990).
- (21) Véase Catalao (1999).
- (22) Estos trabajos están recogidos en toda su extensión en los libros Sutton (1991) y Sutton (1998).
- (23) El trabajo inicial de esta línea de investigación es Klepper y Graddy (1990).
- (24) Véase Williamson (1968).
- (25) Sobre este último aspecto véase, por ejemplo, el trabajo clásico de Osborne (1976).
- (26) Se trata del artículo de Farrell y Shapiro (1990).
- (27) Véase, por ejemplo, Segura (1993) y Vives (1993).

BIBLIOGRAFÍA

Auerbach, Alan J. (1988): *Mergers and Acquisitions*. National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press.

Brealey, R.A. y S.C. Myers (1996): *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill.

Bruner, R.F. (1999): «An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault». *Journal of Financial Economics*, January.

Catalao, M. (1990): «Stable mergers and cartels involving asymmetric firms». Mimeo. Banco de Portugal, Lisboa.

Comisión Europea (1994): «Evolution of mergers in the Community». Monográfico de *European Economy*, núm. 57.

Comisión Europea (1996): «Efficiency and competition effects». Número monográfico de la revista *European Economy*, núm. 4.

d'Aspremont, C., A. Jacquemin, J. Gabszewicz y J. Weymark (1983): «On the stability of collusive price leadership». *Canadian Journal of Economics* 16, 17-25.

Daughety, A. (1990): «Beneficial concentration». *American Economic Review* 80, 1231-7.

Davis, S. y B. Lyons (1996): *Industrial organization in the European Union*, Clarendon Press.

Deneckere, R. y C. Davidson (1985): «Incentives to form coalitions with Bertrand competition». *Rand Journal of Economics* 16, 473-86.

Farrell, J. y C. Shapiro (1990): «Horizontal mergers: an equilibrium analysis». *American Economic Review* 80, 107-26.

Faulí-Oller, R. (1997): «On merger profitability in a Cournot setting». *Economics Letters* 54, 75-9.

Gaudet, G. y S. Salant (1991): «Increasing the profits of a subset of firms in oligopoly models with strategic substitutes». *American Economic Review* 81, 658-65.

Golbe, D.L. y L.L. White (1988): «Mergers and Acquisition in the U.S. economy: An aggregate and historical overview». En Auerbach, Alan ed., *opus cit.*

Granero, L. (1997): «Horizontal mergers in large markets». Mimeo, Institut d'Anàlisi Econòmica, Barcelona.

Gual, Jordi (1994): *La racionalización del sector bancario en España*. Fundación BBV.

Jaumandreu, J. (1997): «Collusion without threats: price coalitions as Nash perfect equilibria». Mimeo, PIE-FEP, Madrid.

Klepper, S. y K. Graddy (1990): «The evolution of new industries and the determinants of market structure». *Rand Journal of Economics* 21, 27-44.

Osborne, D.K. (1976): «Cartel problems». *American Economic Review* 66, 835-44.

Perry, M.K. (1989): «Vertical integration: determinants and effects». En: Schmalensee y Willig (eds.), *Handbook of Industrial Organization*, North-Holland.

Perry, M. y R. Porter (1985): «Oligopoly and the incentive for horizontal merger». *American Economic Review* 75, 219-27.

Raymond, J.L. (1994): «Fusiones en el sector de Cajas de Ahorros y Economías de Escala». En: *Perspectivas del Sistema Financiero* 48, 90-97.

Salant, S., S. Switzer y R. Reynolds (1983): «Losses from horizontal merger: the effects of an exogenous change in industry structure on Cournot-Nash equilibrium». *Quarterly Journal of Economics* 98, 185-99.

Segura, J. (1993): «Cambios en la política de defensa de la competencia y política industrial». *Ekonomiaz*.

Scherer, F. y Ross, D. (1990): *Industrial market structure and economic performance*, Houghton Mifflin.

Stigler, G. (1950): «Monopoly and oligopoly by merger». *Papers and Proceedings. American Economic Review*, vol. XL, núm. 2, May.

Sutton, J. (1991): *Sunk costs and market structure*, MIT Press.

Sutton, J. (1998): *Technology and market structure*, MIT Press.

Vives, X. (1993): «La competencia en la perspectiva europea». *Papeles de Economía Española* 57, 103-116.

Williamson, O. (1968): «Economies as an antitrust defense: the welfare trade-offs». *American Economic Review* 58, 18-36.