

XI ENCUENTRO DE ECONOMÍA APLICADA

Salamanca, 5 a 7 de Junio de 2008
Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Salamanca

Título del trabajo:

Fusiones y adquisiciones de empresas no cotizadas

Autores:

Antonio García Tabuena (antonio.gtabuena@uah.es) * y ***

José Luis Crespo Espert (joseluis.crespo@uah.es) ** y ***

Fernando Crecente Romero (fernando.crecente@uah.es) ***

*Departamento de Estadística, Estructura Económica y OEI; ** Departamento de Ciencias Empresariales; ***Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (Servilab), Universidad de Alcalá

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Plaza de la Victoria, 1; 28802 Alcalá de Henares (Madrid)
Teléfono: 91 885 5225, Fax: 91 885 5211

Resumen:

Desde la década de los 80, y en particular en los últimos años, las operaciones societarias de fusión y adquisición de empresas (F&A) en los distintos sectores económicos han sido uno de los fenómenos destacados de los mercados financieros internacionales. Diversas fuentes indican que por estas operaciones el año 2006 marcó a nivel mundial la cifra record de 2,6 millones de euros, un 36 por cien más que en el año anterior. Las F&A de dicho año contabilizaron en España 190.000 millones de euros.

Por sus evidentes repercusiones económicas, los procesos F&A de las grandes corporaciones cotizadas, de los que se dispone de amplia información, han sido sometidos por la investigación académica a un profundo y sistemático análisis, del que ya existe una extensa literatura especializada (Chatterjee, 1986; Bergman, Jacobsson y Razo, 2003; Mascareñas y Abellán, 2004, entre otros). Sin embargo, ha quedado al margen del análisis la mayor parte de los procesos corporativos promovidos por empresas de dimensión pequeña y mediana (Pyme), precisamente por sus escasas y heterogéneas fuentes de información, así como por su aparente menor importancia.

Estos problemas han quedado soslayados en los últimos años por la aparición de extensas bases de datos con información empresarial detallada y la posible identificación de los procesos F&A en el Boletín Oficial de los Registros Mercantiles (BORME), así como por la emergencia económica y social que el fenómeno Pyme presenta en cuanto a crecimiento económico, empleo e innovación.

El objetivo de este trabajo es conocer el comportamiento y grado de eficiencia de las empresas españolas no cotizadas que en los últimos años (1999-2006) han experimentado procesos de concentración. Del estudio se desprende que en el período 1996-2006 ha habido 13.080 procesos de fusión. Por tratarse de un campo nuevo de investigación, el análisis conlleva limitaciones, tales como ausencia de trabajos contrastables (Tapies *et al*, 2004), inexistencia de una metodología aceptada, carencia de series largas y, a veces, de datos específicos de algunos procesos de fusión o de determinada parte de los mismos. El reto, por tanto, es obtener conclusiones válidas, aunque incipientes, a partir de la mejor información disponible, pero incompleta en la actualidad, que irá perfeccionándose con el paso del tiempo.

A este fin, se exploran vías de aproximación al conocimiento del fenómeno mediante el empleo de métodos y herramientas del análisis económico aplicado y de un enfoque contrafactual que permite examinar la causalidad existente entre los procesos de fusión y la modificación de los desempeños empresariales de las empresas resultantes respecto a los de las participantes. Se estudian 2.289 empresas resultantes y 3.312 empresas absorbidas. Este enfoque se plasma principalmente a través de representaciones gráficas de estadísticos de posición central de algunos indicadores económico-financieros seleccionados del conjunto de grupos de empresas a comparar (tamaños y sectores). Se propone, asimismo, un análisis confirmatorio mediante la utilización de técnicas de análisis envolvente de datos (DEA) que examina la eficiencia de las operaciones y contrasta los resultados obtenidos.

Clasificación Código JEL: G34 y L25.

1. Introducción

Desde la década de los 80 las operaciones societarias de fusión y adquisición de empresas en los distintos sectores económicos han sido uno de los fenómenos destacados de los mercados financieros internacionales. A nivel mundial, en 2006 se alcanzó la cifra récord de 2,6 billones de euros y en España la cantidad invertida fue de más de 190.000 millones de euros, situándose entre los países más activos del mundo (Zozaya, 2007).

Desde la teoría económica una decisión de F&A se acometerá siempre que exista una expectativa de creación de valor para el accionista, un efecto sinérgico positivo (Mascareñas, 2001) o una mejora de la eficiencia derivada de la aparición de economías de escala y reducción de costes (Chatterjee, 1986). Junto a ello, la literatura ha destacado también las distintas motivaciones que empujan a que las empresas comiencen procesos de concentración (Bergman, Jakobsson y Razo, 2003; Mascareñas y Abellán, 2004 y los estudios empíricos de Tàpies *et al*, 2005).

Ante esta variedad de razones, que pueden ser económicas o personales, afrontar el estudio del fenómeno de fusiones de empresas no cotizadas obliga a adoptar un enfoque abierto a consideraciones micro y macroeconómicas, en el que se den cita desde tendencias y procesos mundiales (Campa, 2004), hasta condicionantes personales del propietario de una empresa de menor tamaño o cambios en la estructura de los mercados (Pryor, 2001) de las distintas áreas geográficas. Por tanto, es conveniente adoptar un marco conceptual que integre perspectivas teóricas (Larsson y Finkelstein, 1999).

Las evidentes repercusiones económicas de los procesos F&A ha hecho que la investigación académica las haya sometido a un profundo y sistemático análisis, del que ya existe una extensa literatura especializada que analiza sus distintos aspectos. Sin embargo, debido a la mayor información disponible, la mayoría de las investigaciones estudian exhaustivamente estos procesos en las grandes corporaciones cotizadas,

quedando al margen el análisis de la mayor parte de estos procesos corporativos promovidos por empresas de menor dimensión (Pyme). Las investigaciones sobre cotizadas se han centrado prioritariamente en explicar las razones económicas que conducen a la concentración (Mitchell y Mulherin, 1996 y Andrade, Mitchell y Stafford, 2001), analizar el resultado para el accionista, desde una perspectiva ex ante (Jesen y Ruback, 1983, Bradley, Desai y Kim (1988) y Lozano, Miguel y Pindado (2003) y desde otra ex post (Caves,1989; Switzer, 1996) y Alcalde y Espitia, 2002) y, finalmente, examinar las motivaciones subjetivas de estos procesos ((Jensen y Meckling, 1976; Roll, 1986 y Shleifer y Vishny, 2003).

Las escasas investigaciones sobre fusiones de no cotizadas evidencian que hay diferencias significativas entre las empresas de menor dimensión y las grandes, así como entre familiares y no familiares, que podrían justificar comportamientos diferentes en un proceso de F&A. Aiginger y Tichy (1991), concluyen que en los procesos de empresas de menor tamaño pueden generarse mayores sinergias y creación de valor, y Tapiès, Gallo, Estapé y Romances (2004) llegan a la conclusión de que la diferente idiosincrasia de las empresas familiares y no familiares incide en los objetivos, las negociaciones y los resultados de los procesos de concentración.

Mascareñas e Izquierdo (2000) investigan las motivaciones y claves del éxito de las F&A de empresas españolas no cotizadas: la creación de valor para el accionista, aumento-protección de la cuota de mercado, mejora de la gestión de la empresa adquirida, aumento de la rentabilidad, persecución del liderazgo del sector y centrarse en el negocio básico.

Recientemente, la empresa de especializada *OnetoOne Capital Partners* (2007), en su Informe anual de fusiones y adquisiciones en Pyme, se refiere al elevado número que se dieron en España en 2006, y que explican por cinco factores: el interés del capital

riesgo, el interés de los denominados *family offices* por diversificar su capital hacia empresas no cotizadas en busca de rentabilidad, la importante actividad de las entidades financieras buscando potenciar sus carteras industriales, la reforma fiscal que incentivó hasta finales de 2006 una rápida venta a los empresarios en edad de jubilación, y los procesos de concentración en sectores muy atomizados.

Contemplando estas premisas, el objetivo del presente estudio es profundizar en el análisis de los comportamientos, desempeños y creación de valor del conjunto de las empresas españolas no cotizadas que en los últimos años han experimentado procesos de concentración. A este fin, el trabajo explora vías de aproximación al conocimiento del fenómeno utilizando datos procedentes de registros públicos y empleando métodos y herramientas del análisis económico aplicado. Se compone, además de esta introducción, de otras cuatro secciones; en la segunda se presenta las fuentes y metodología empleadas; en la tercera se ofrece un breve panorama descriptivo del fenómeno, y en la cuarta se desarrolla el estudio cuantitativo. Finalmente, se ofrecen las principales conclusiones.

2. Datos y método

Las dos fuentes básicas de información han sido el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME)¹ y la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), versión 2005-2006.

El BORME se ha empleado para la identificación de los procesos de fusión y adquisición, ya que, según establece la normativa mercantil, estas operaciones societarias han de anunciarse en dicho Boletín para conocimiento general. SABI recoge los estados financieros de gran parte de las compañías mercantiles de las 17

¹ Para su versión electrónica puede visitarse el sitio www.boe.es/g/es/borme/

comunidades autónomas que depositan sus cuentas en los Registros Mercantiles; para el período 1999-2005 figuran alrededor de un millón de empresas.

Complementariamente, se ha dispuesto de los datos proporcionados por la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa (DGPyme), del Ministerio de Industria de España, que recoge las fusiones y adquisiciones entre 1996 y 2006, obtenidos a partir de las empresas fusionadas que presentan datos en SABI.

Los datos de la base SABI y los de la DGPyme se han segmentado por tamaños empresariales (microempresas, pequeñas, medianas y grandes empresas) y agrupaciones de ramas de actividad. Para la obtención de los indicadores económico-financiero, que sirven de base para el análisis de los comportamientos y resultados de las empresas fusionadas -identificadas directamente del BORME- en el trienio 2001-2003, se emplea la base SABI.

Por la naturaleza de esta investigación, metodológicamente se adopta un enfoque contrafactual adaptado a la circunstancia de que en la evolución de las variables a considerar incide un hecho en un momento temporal determinado (fusiones de empresas españolas no cotizadas en los años 2001, 2002 y 2003) que puede o no producir cambios en los valores y en la tendencia de dicha evolución, durante el período 1999-2005.

Por tanto, es preciso comparar la situación antes y después de la fusión, comparándola, a su vez, con grupos de control que representen la media del comportamiento de las variables que se analizan. Establecer la comparación con el grupo de control permite conocer la coincidencia, paralelismo o divergencia de las empresas participantes y resultantes con respecto a él y, de esta forma, conocer si los cambios observados tras la fusión se deben al seguimiento general del conjunto al que pertenecen o, por el

contrario, a una variación del comportamiento de la variable –distinta, superior o inferior- como consecuencia del hecho estudiado.

Esta metodología permite detectar la existencia o no de causalidad entre los procesos de fusión y la modificación de los desempeños empresariales de las empresas resultantes respecto a la situación previa a la fusión de las empresas participantes. Es decir, se trata de un análisis de causalidad (*cause-and-effect analysis*) que permite detectar los efectos resultantes de estas operaciones corporativas en las variables que se analicen.

Este enfoque y metodología contrafactual se realiza esencialmente mediante representaciones gráficas de estadísticos de posición central (medianas) del conjunto de grupos de empresas a comparar.

Las variables consideradas en el análisis son los ratios económico-financieros recogidas en el cuadro 1.

Cuadro 1. Ratios económico-financieros

Inversión	$\text{Activo circulante} \div \text{Activo fijo}$
Financiación	$\text{Financiación permanente} \div \text{Inmovilizado total}$
Gestión	$\text{Consumos de explotación} \div \text{Cifra de negocios}$ $\text{Gastos de personal} \div \text{Cifra de negocios}$
Resultados	Rentabilidad económica Rentabilidad financiera Productividad $\text{EBITDA} \div \text{Activo total}$ $\text{EBITDA} \div \text{Cifra de negocios}$

Esta elección de ratios se ha efectuado considerando que un proceso F&A debe incidir en sus magnitudes, indicando eficiencias o ineficiencias en la empresa resultante respecto a la estructura de la inversión y financiación de las empresas, en su eficiencia de costes y en sus resultados y desempeños.

La gráfica representativa de la evolución de cada indicador se obtiene, i) para cada año del período previo a la fusión como la mediana de los valores que toma ese indicador para las empresas absorbidas o participantes en el proceso para las que se dispone de

datos, e ii) para cada año del período posterior a la fusión como la mediana de los valores de dicho indicador para las empresas resultantes de la concentración.

Para que un proceso de fusión sea eficiente es esperable que: a) la ratio Activo circulante/Activo fijo disminuya su valor debido a la reducción de los costes implícitos asociados a la inversión a corto o b) las ratios que relativizan los consumos de explotación y gastos de personal respecto a la cifra de negocios disminuyan como consecuencia de la esperable reducción de dichos gastos y del aumento de la cifra de facturación. Igualmente, debe esperarse la mejora de algunas de las ratios de resultados o desempeños (rentabilidad, productividad o EBITDA).

Las ratios de rentabilidad económica y financiera indican, respectivamente, la eficiencia de la actuación del empresario y de su correspondiente remuneración. La primera refleja la adecuada utilización de la inversión física en inmovilizado y circulante mediante el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total medio anual de la empresa. La segunda, definida como la relación entre el resultado neto de la empresa y los fondos propios empleados, indica el excedente de libre disposición para el empresario como retribución al riesgo asumido. Junto a las rentabilidades, la productividad refleja la eficiencia empresarial en términos de empleo de capital humano. Mide el valor añadido obtenido por trabajador e indica cómo la adecuada combinación entre el factor humano y la estructura técnica incide en la generación de riqueza por la empresa. Tras un proceso de concentración eficiente, es de esperar que estas tres ratios aumenten.

Por su parte, el EBITDA (*Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*) es el indicador más aproximado de los fondos líquidos generados por la empresa no sujeto a la diferente aplicación de criterios contables de imputación de amortizaciones y depreciaciones o a criterios fiscales, ni a la elección del binomio

financiación propia-financiación ajena en la estructura financiera de la empresa. En este estudio se relativiza tanto respecto al activo total como a la cifra de negocios: el primero representa la generación de liquidez con respecto a la inversión total de la empresa y, el segundo, respecto a los ingresos obtenidos. Esta relativización siempre es necesaria para poder establecer comparaciones entre empresas y, en este caso, toma mayor relevancia por la necesidad de comparación entre el período anterior y posterior a la fusión, en el que por la carencia de datos pueden no incluirse siempre todas las empresas participantes en el proceso de fusión.

3. Análisis descriptivo de los procesos F&A

En el período 1996-2006 se han realizado en España aproximadamente 13.080 operaciones de fusión y adquisición de empresas, cerca de 1.200 de media por año, aunque entre 2000 y 2003 se superaron las 1.300 (cuadro 2).

Cuadro 2: Operaciones F&A, 1996-2006 (*)

Año	F&A (núm.) datos DGPyme	F&A (núm.) estimadas
1996	583	729
1997	698	872
1998	854	1067
1999	965	1206
2000	1141	1426
2001	1173	1533
2002	1182	1380
2003	1039	1325
2004	972	1215
2005	898	1122
2006	963	1204
Total	10.468	13.080

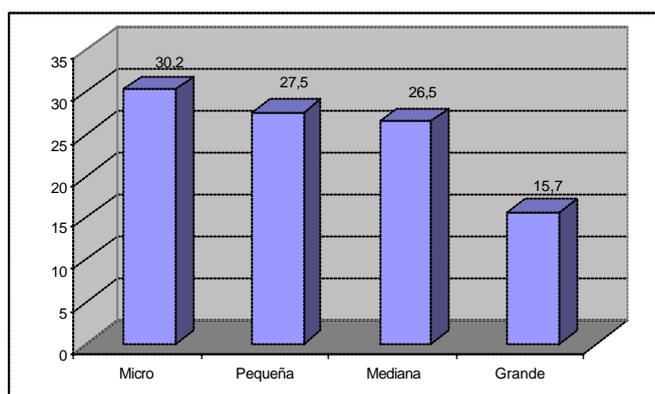
Fuente: Elaboración propia, datos BORME, SABI y DGPyme.

(*) SABI no recoge la totalidad de las empresas española y, por tanto, tampoco todas las fusiones. La exhaustiva identificación de éstas a través del BORME entre 2001 y 2003 revela que las operaciones que realmente se llevaron a cabo son aproximadamente un 25 por cien superiores a las extraídas de los datos de la DGPyme.

En función del tamaño empresarial (gráfico 1), el mayor número de operaciones se realizó en el ámbito de las microempresas, algo más del 30 por 100 del total, aunque las empresas del resto de tamaños presentan una mayor dinámica concentradora,

especialmente las medianas, que sobrepasan en 25 puntos porcentuales su participación en el conjunto de las operaciones respecto a su presencia en la configuración empresarial española. No obstante, el análisis temporal del número de operaciones anuales no permite identificar aún una tendencia clara hacia el futuro.

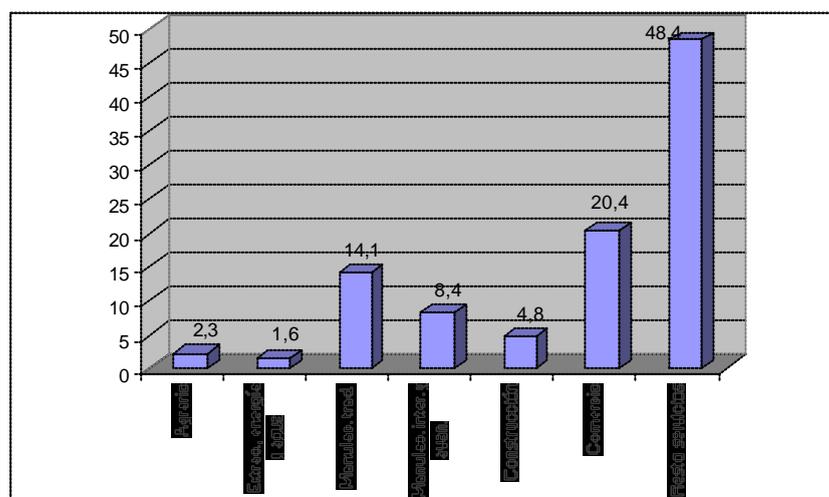
Gráfico 1: **Operaciones F&A por tamaño, 1996-2006** (agregado, en porcentaje)



Fuente: elaboración propia, datos BORME, base DGPyme-SABI y SABI

Desde una perspectiva sectorial (gráfico 2), los servicios no comerciales representan prácticamente la mitad de los procesos F&A, las manufacturas el 22,8 por 100 y el comercio el 20 por 100, aunque las actividades extractivas, energía y agua presentan, junto a las manufacturas intermedias y avanzadas, la mayor dinámica concentradora.

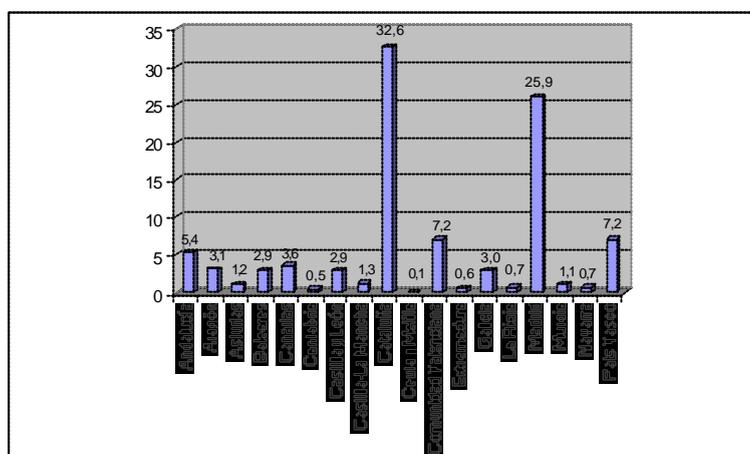
Gráfico 2: **Operaciones F&A por agrupación de actividad, 1996-2006** (agregado, en porcentaje)



Fuente: elaboración propia, datos BORME, base DGPyme-SABI y SABI

En términos regionales (gráfico 3), Cataluña y Madrid descuellan por el gran número de operaciones en comparación al resto de comunidades autónomas y porque su participación en los procesos de fusión es superior a lo esperable respecto a su contribución en el conjunto empresarial español. Por el contrario, las cuatro regiones del sur peninsular (Andalucía, Murcia, Extremadura y Castilla-La Mancha) arrojan el menor dinamismo en operaciones F&A, ya que las operaciones realizadas no alcanzan ni a un tercio de su representación en la estructura empresarial española.

Gráfico 3: Operaciones F&A por comunidad autónoma, 1996-2006 (agregado, en porcentaje)



Fuente: elaboración propia, datos BORME, base DGPyme-SABI y SABI

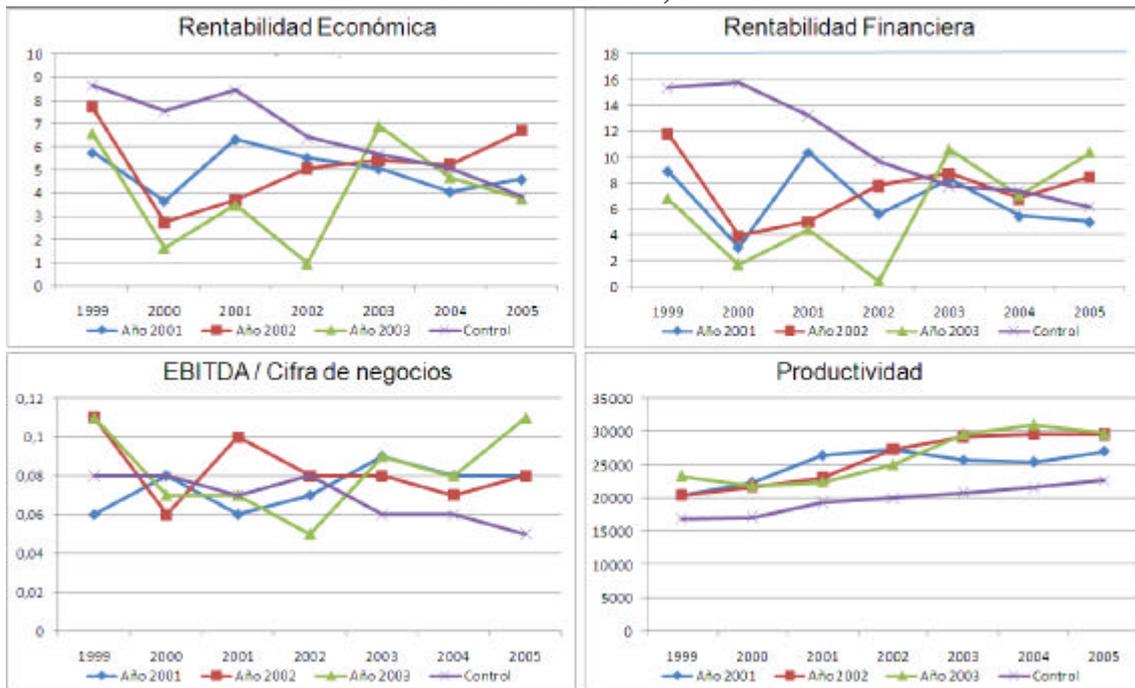
En conclusión, las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas no cotizadas se han convertido en vía habitual en las estrategias empresariales españolas. Aproximadamente una empresa pequeña, mediana o grande (no cotizada) de cada 200 es el resultado de una F&A, lo que significa que, con el paso del tiempo, estas empresas adoptan un comportamiento similar al de las grandes empresas cotizadas. Estas últimas, entre 1983 y 2006, plasmaron 375 OPAs, convirtiéndose este tipo de operaciones públicas de control societario en un instrumento habitual de concentración empresarial en la bolsa española.

4. Análisis cuantitativo: sectores y tamaños

El análisis por sectores productivos y tamaños empresariales de los comportamientos de las empresas fusionadas en el trienio 2001-2003 y su comparación con los respectivos grupos de comparación permite extraer las siguientes evidencias:

a) En las empresas **industriales** (gráfico 4), la decisión empresarial de abordar un proceso de concentración redonda positivamente en la creación de valor de las empresas involucradas. Las pequeñas empresas, en particular, muestran claramente estos efectos favorables, tanto en su capacidad de generación de fondos líquidos como en su mejor desempeño en rentabilidad y productividad. Para este tamaño empresarial queda contrastado que el proceso de concentración conduce a que empresas con desempeños peores que la media antes de la fusión, se sitúen después por encima de la misma. En el resto de tamaños empresariales analizados, globalmente, también se obtiene una mejora o un mantenimiento de la capacidad de generar valor, aunque en cada caso existen matizaciones. La productividad mejora en todos los casos, pero en las grandes, como sería de esperar, su crecimiento es menor debido que parten de un mayor nivel de productividad y a su mayor cercanía al óptimo de producción. Las rentabilidades (económica y financiera) para medianas, grandes y microempresas apenas se ven alteradas por el proceso de fusión. Pero, en todo caso, en grandes y microempresas los valores de las rentabilidades de las empresas participantes en una fusión son inferiores a sus medias respectivas, y los de las resultantes, tras el proceso, permanecen también inferiores.

Gráfico 4. **Fusiones de pequeñas empresas del sector industrial.**
Indicadores de resultados, 1999-2005



Fuente: elaboración propia, datos SABI y BORME.

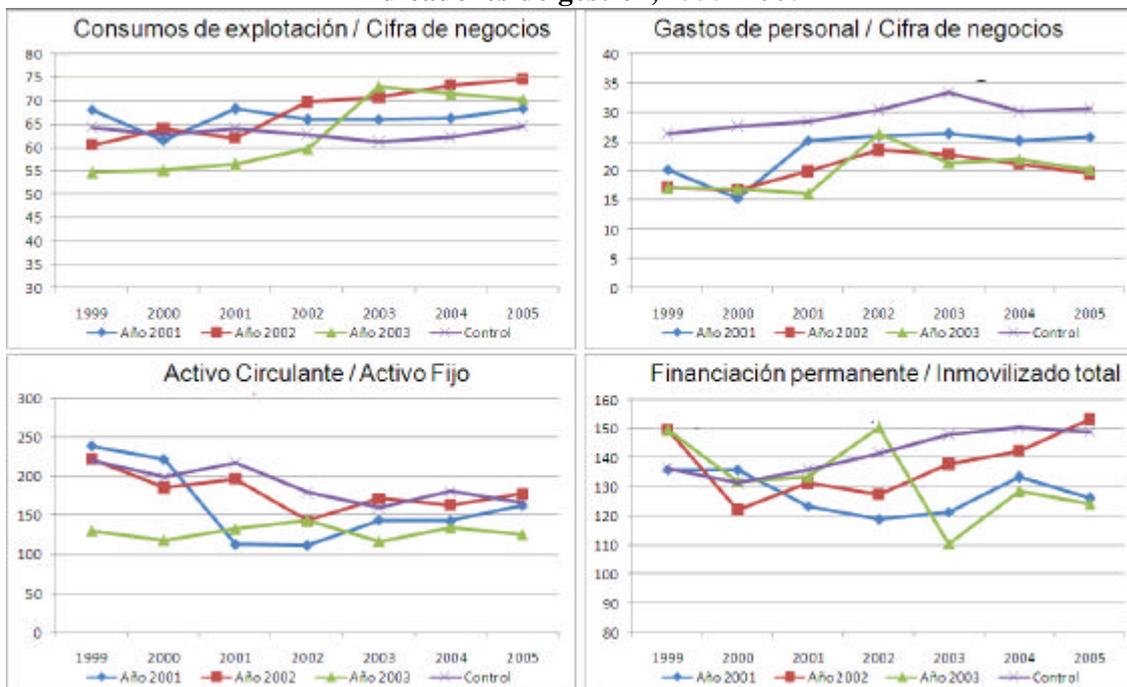
Estos resultados son consistentes con los que viene aportando el conjunto de la industria española en las últimas décadas (Myro y Gandoy, 2007). En particular, cuando estos autores examinan el período 1986-2006 observan que ha mantenido un crecimiento sostenido basado en una mejora de su eficiencia productiva, con crecimientos de la productividad del trabajo, como principal causa explicativa, entre 1986 y 1996. Este crecimiento se debe a la capitalización de las empresas, cualificación de los trabajadores, cambios en la especialización sectorial y a mejoras logradas en la innovación y diferenciación de productos. La competitividad que acompaña a estos cambios en mercados cada vez más abiertos es propia de la actividad industrial frente a los otros sectores productivos, particularmente los de servicios. En la última década, sin embargo, la productividad prácticamente se ha mantenido estancada o con leves incrementos, mientras que la fuerte creación de empleo en el sector se ha convertido en la principal variable explicativa del valor añadido industrial, aunque ahora con un lento avance y alguna merma de competitividad respecto al promedio de la UE-25. Incluso la

estrategia competitiva de las manufacturas españolas no ha conllevado en esta última década una mejora de la productividad ni de la calidad de sus productos (Gordo, 2007). Estas circunstancias proyectan un panorama con ciertas incógnitas para la industria española, que ha de despejarse con rapidez impulsando nuevamente la capitalización, innovación y refuerzo del capital humano. En este sentido, resultados de últimas estimaciones (Martín y Moreno, 2007) sobre la industria manufacturera en España señalan que las actividades tecnológicas y el capital humano son determinantes del crecimiento de la productividad.

Del estudio, pese a que los datos disponibles restrinjan el período de análisis a siete años (1999-2005), se deduce que los procesos de concentración de empresas industriales, mediante el aumento de dimensión y escala, persiguen reforzar estos comportamientos económicos con el objeto de ganar eficiencia. Esta ganancia la obtienen por la vía de reducir los costes de explotación, principalmente los laborales –de lo que arrojan evidencia las pequeñas y medianas empresas resultantes-, mediante el logro de mejoras en el rendimiento por trabajador, que se ve incrementado tras los procesos de F&A en los cuatro tamaños de empresas analizados –aunque en menor medida en las grandes-, o a través de ambas vías. De acuerdo a los resultados, esta última alternativa es la que emplean las pequeñas y medianas empresas, aunque con mejor desempeño para las primeras si éste se mide mediante la generación de valor. Este mejor desempeño de las pequeñas empresas industriales (gráfico 5) provendría de su mayor eficiencia por los menores costes implícitos de inversión a corto plazo en su estructura de activo (común también en las medianas) y por una menor utilización de recursos financieros invertidos en su estructura técnica. Es decir, la mayor flexibilidad de las pequeñas empresas, derivada de su menor capital circulante sobre activo total y

menor fondo de maniobra –aunque positivo–, les otorga mayores ganancias cuando abordan procesos de fusión.

Gráfico 5. **Fusiones de pequeñas empresas del sector industrial.**
Indicadores de gestión, 1999-2005

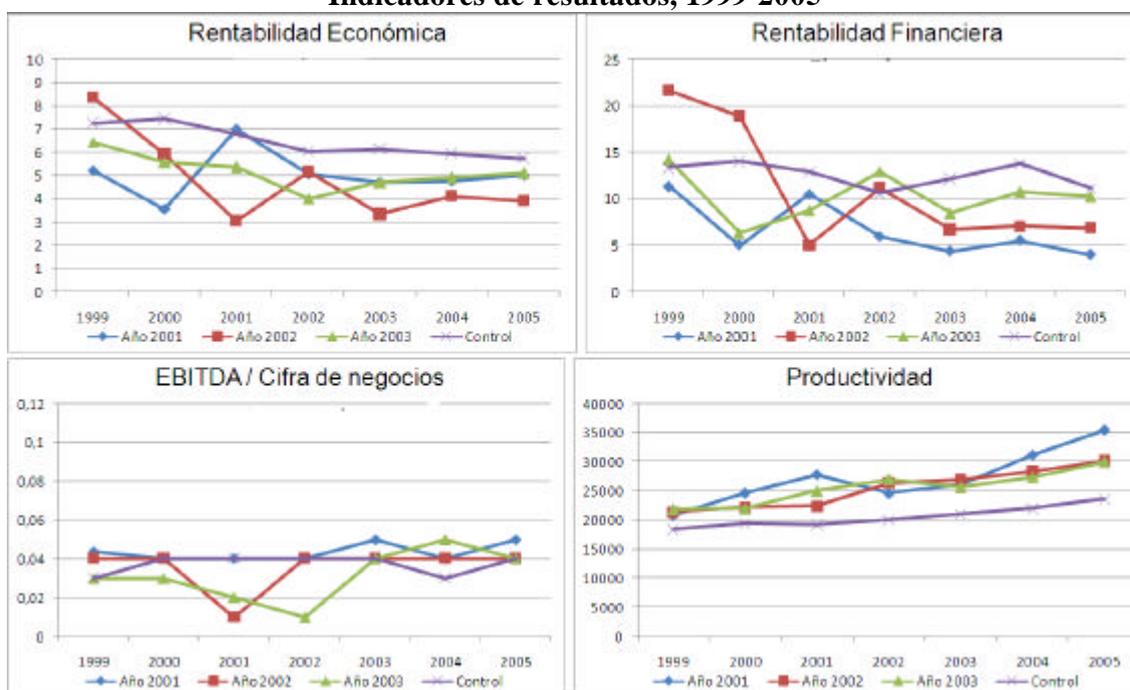


Fuente: elaboración propia, datos SABI y BORME.

b) Los procesos de fusión en el **sector comercio (o de distribución comercial)** (gráfico 6) ofrecen evidencia de mejoras de eficiencia para los que abordan las empresas medianas y, en menor medida, las grandes. En las primeras, el efecto positivo de la concentración se manifiesta en su capacidad de generación de *cash flow* y en rentabilidades y productividad. Las empresas medianas que se involucran en estos procesos consiguen llegar a unos niveles de rentabilidad y EBITDA similares a su media de comparación, por lo que la razón que puede explicar la decisión de fusionarse se debe al intento de mantenerse competitivas en el mercado. En las segundas, los procesos de fusión no mejoran sus rentabilidades, pero sí la productividad y, también, el valor al aumentar el EBITDA sobre activo total hasta niveles similares a su media comparativa, a la vez que mantienen el valor del EBITDA sobre cifra de negocios significativamente por encima de la media de las empresas grandes del sector comercio.

Por el contrario, no se obtienen evidencias de que los procesos de fusión de microempresas y pequeñas empresas tengan efectos positivos sobre la eficiencia. En suma, en el sector comercial las empresas que acometen una fusión son aquellas cuya eficiencia se muestra inferior a la media y que con la concentración, en el mejor de los casos –las de tamaño mediano-, alcanzan a la media de sus competidoras, y en los peores casos –micro y pequeñas- lo único que obtienen es cierta mejora en la productividad.

Gráfico 6. **Fusiones de medianas empresas del sector de distribución comercial. Indicadores de resultados, 1999-2005**



Fuente: elaboración propia, datos SABI y BORME.

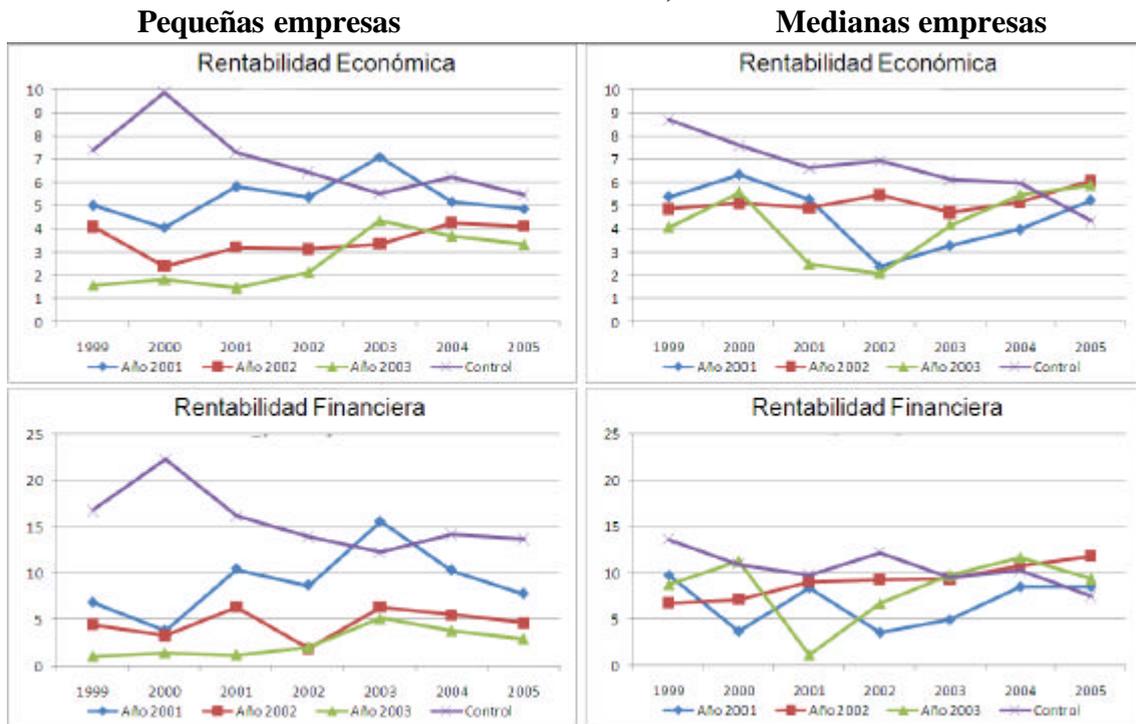
El sector **comercio** presenta características similares al conjunto del sector servicios (que se presenta a continuación de éste), del que es una de sus ramas más importantes y con mayor número de empresas, particularmente en el comercio minorista. En 2005, las actividades comerciales en España proporcionaban cerca de la cuarta parte del total de ocupados en los servicios, pero su participación en la producción significaba solamente el 15,9 por cien, consecuencia de su reducida productividad. Tal como ha señalado Picazo (2007), en los últimos años, debido a la mayor competencia establecida por la

generalización de grandes centros comerciales y, en parte, con la incorporación a la actividad de las tecnologías de la información y comunicación, se ha registrado una ligera mejoría de este indicador de rendimiento por trabajador. En esta línea, recientes investigaciones han puesto de manifiesto que la productividad de esta rama de actividad en Estados Unidos ha mejorado notablemente, consecuencia de la aplicación sistemática de dichas tecnologías de la información. Sin embargo, apenas se ha profundizado aún en reformar las regulaciones que existen en la distribución comercial, lo que estaría frenando una extensiva aplicación de los avances tecnológicos y la generalización de comportamientos y mercados competitivos (apertura de grandes establecimientos, horarios comerciales, productos farmacéuticos y derivados del petróleo). Además, estas restricciones no son iguales en todo el territorio, ya que han de enfrentarse a las distintas regulaciones de las Comunidades Autónomas.

Este marco permite entender que las numerosas microempresas y pequeñas empresas del sector, debido a sus reducidos tamaños, generalmente, no operen en condiciones de eficiencia productiva. Por hallarse guarecidas parcial o totalmente (en mayor o menor medida en función de la actividad de distribución de que se trate) de la competencia, los procesos de concentración que llevan a cabo no parece que las haga más eficientes, aunque puedan lograr cierta mejora de su productividad interna, tal como arrojan los resultados del trabajo. También las medianas y grandes empresas pueden hallarse a cobijo de la competencia (en función de la actividad de distribución de que se trate) pero, necesariamente, están más expuestas, y su mayor dimensión y grado de estructura comercial empuja a las que acometen procesos de fusión a mejoras de eficiencia, hasta alcanzar o acercarse a los niveles de sus competidoras y repartirse con ellas la nueva cuota alcanzada.

c) Pequeñas y medianas empresas del **sector servicios** (gráfico 7) que se fusionan comparten antes de la concentración desempeños peores en las dos rentabilidades y el EBITDA sobre activo total que los de sus respectivas medias de comparación, y mejores en productividad y EBITDA sobre cifra de negocios. Pero tras esta concentración los indicadores de rentabilidad y EBITDA sobre activo total de las medianas logran converger hacia la media, en tanto que las pequeñas con la fusión logran mantener los mismos niveles de desempeño, lo que, ante el empeoramiento de los de su grupo de comparación, permite prever un proceso de convergencia. Por tanto, ambos tamaños empresariales experimentan mejoras de su eficiencia por la decisión de fusionarse, lo que también se manifiesta en la capacidad de generación de fondos líquidos respecto a la cifra de negocios. Por el contrario, con las excepciones de la productividad y del EBITDA sobre cifra de negocios, microempresas y grandes empresas que se fusionan no presentan efectos significativos en los indicadores de desempeño empresarial, por lo que la principal razón que justificaría sus procesos de concentración sería la supervivencia en las primeras y la ganancia de cuota y poder de mercado en las segundas, que se acompañarían con una mayor generación de liquidez respecto a los ingresos en ambos casos.

Gráfico 7. **Fusiones de pequeñas y medianas empresas del sector servicios.**
Indicadores de resultados, 1999-2005



Fuente: elaboración propia, datos SABI y BORME.

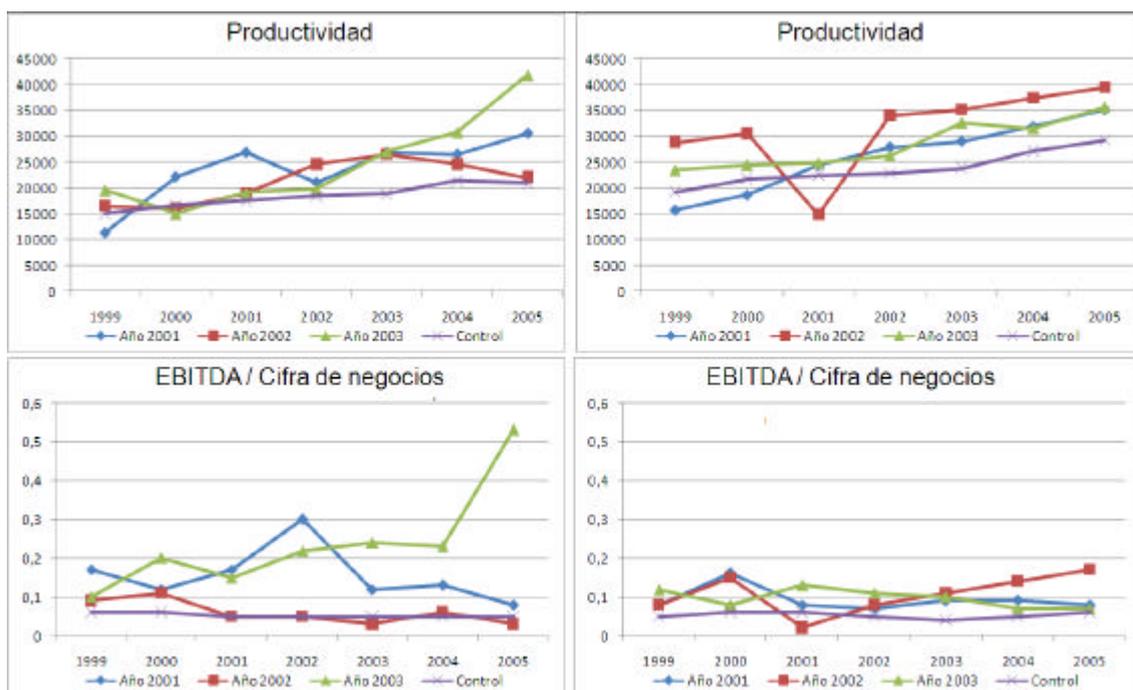
Tal como se ha indicado, mientras que el sector industrial ha estado tradicionalmente abierto a la competencia internacional, principalmente tras el ingreso de España en la Unión Europea en 1986, la mayor parte de las actividades del **sector servicios** han permanecido al margen de la competencia internacional (en bastantes casos también de la nacional). Ello se explica, entre otras razones, porque han estado sometidas a regulaciones que generaban estructuras de mercado escasamente competitivas, con nulos o muy escasos crecimientos de la productividad (Maroto y Cuadrado, 2006), lo que ha facilitado la traslación de ineficiencias a los precios finales (Picazo, 2007). De estos precios, que han venido creciendo muy por encima de los otros sectores productivos, se han beneficiado empresarios y trabajadores del sector, frente a los consumidores finales. El crecimiento de la producción nominal del sector se ha basado, por tanto, en el aumento del empleo. Sólo en los años más recientes viene observándose ligeras mejoras en la productividad y cierto abaratamiento de algunos servicios, aunque todavía el camino hacia la competencia parece largo.

Por tanto, en este contexto es en el que deben ser examinadas las operaciones corporativas de concentración empresarial. Las grandes empresas del sector, caracterizadas por su tradicional poder de mercado, han de ser las que más ineficiencias han ido acumulando como consecuencia de la normativa regulatoria, lo que ha podido ser demostrado en el estudio: las que han abordado operaciones de F&A no ofrecen efectos significativos en sus indicadores de desempeño, ni en productividad, ni en rentabilidades, ni en EBITDA. Por el contrario, a las medianas y pequeñas empresas, mediante el aprovechamiento de economías de escala existentes en la producción, los procesos de fusión parece que tendría que servirles de acicate para conquistar nuevos mercados y poder beneficiarse de los mayores precios (y otras genéricas ineficiencias) que ofrece el sector. El estudio presenta resultados acordes con esta hipótesis. En efecto, tanto medianas como pequeñas que se someten a operaciones de concentración presentan indicadores de desempeño por debajo de los de sus medias respectivas, excepto para la productividad, que es superior. Este mayor rendimiento por trabajador – en un sector de nulo o escaso crecimiento de la productividad- parece estar detrás del éxito de dichas operaciones: tras la fusión obtienen mejoras relativas en todos los indicadores, y con más claridad las empresas de tamaño mediano, las cuales, en un sector basado en el aumento del empleo, presentan además menores costes de personal por unidad de cifra de negocios.

d) Las empresas del sector de la **construcción** (gráfico 8) que abordan procesos de fusión, generalmente, presentan peores desempeños que la media antes de la fusión y apenas alguna mejora tras la misma. En todo caso, mientras que las grandes empresas arrojan evoluciones erráticas de sus indicadores de desempeño, los otros tamaños - medianas, pequeñas y microempresas- ofrecen leves mejoras en sus rentabilidades, que evolucionan en ocasiones hacia la media, y en el caso de las medianas también en el

EBITDA respecto al activo total. Para estos tres tamaños, la productividad es mayor que la media de comparación y evoluciona en mayor proporción que la misma. En los casos de las microempresas y pequeñas empresas ocurre lo mismo con el EBITDA respecto a cifra de negocios, pero con tendencias divergentes tras la fusión.

Gráfico 8. **Fusiones de microempresas y pequeñas empresas del sector construcción.
Indicadores de resultados, 1999-2005**



Fuente: elaboración propia, datos SABI y BORME.

Por sus características, tradicionalmente este sector ha funcionado al margen de la competencia internacional, pero desde la década de los años ochenta se ha convertido en motor de la economía española (Taltavull, 2007): entre 1985 y 2006 su participación en el VAB a precios constantes ha pasado de significar el 6,7 por 100 al 9,8 por 100; en este mismo período su contribución a la formación bruta de capital ha pasado del 61,7 por 100 al 55,6 por 100, con una media en estos veintiún años de más del 53 por 100 del total de la producción de bienes de inversión; la población ocupada en el sector en 1985 era de 7,1 por 100 y en 2006 ha sido del 12,7 por 100; y finalmente, en este período la productividad del trabajo ha venido reduciéndose notablemente, principalmente por la

gran dependencia de mano de obra que tiene la actividad constructora de viviendas, la más importante del sector en las últimas décadas. Como consecuencia de este uso intensivo de mano de obra, del estudio se desprende que las empresas de tamaños menores (micro, pequeña y mediana) que presentan mayor productividad tienden a fusionarse y, como consecuencia, ésta se incrementa en mayor medida.

En general, el comportamiento del sector está asociado al del ciclo de la economía, por lo que sus fases expansivas coinciden con las del crecimiento de esta. El hecho de que la economía española durante el período de estudio se haya encontrado dentro de una larga etapa expansiva ha propiciado, probablemente, que medianas, pequeñas y microempresas hayan experimentado pequeñas mejoras en sus rentabilidades y, en el caso de las medianas, ligero aumento de su valor, tal como arrojan los resultados obtenidos. Para el segmento de las grandes empresas constructoras que no cotizan en mercados organizados, el estudio no aporta conclusiones por la heterogeneidad de los resultados extraídos, aunque es bien conocido que las de este mismo tamaño que cotizan en bolsa –a menudo involucradas en procesos de concentración empresarial- vienen ofreciendo en los últimos años notorios desempeños y eficiencia empresariales.

5. Conclusiones

El fenómeno de las fusiones y adquisiciones de empresas se ha convertido en uno de los más destacados de los mercados financieros, hasta alcanzar grandes cifras de inversión en los últimos años. La teoría económica ha encontrado en estas operaciones un importante campo de investigación, aunque particularmente en la esfera de las grandes empresas cotizadas, debido, sobre todo, a la relevancia de las tomas de control entre grandes corporaciones y a la disponibilidad de datos, casi siempre procedentes de las entidades reguladoras de los mercados de valores.

Este trabajo ha intentado profundizar en la dinámica de las fusiones y adquisiciones de empresas en España, particularmente en la que se llevan a cabo entre compañías de tamaños empresariales menores y que, por tanto, no están cotizadas en los mercados bursátiles. La información sistematizada ofrecida sobre fusiones por años, tamaños y ramas de actividad, así como el análisis de eficiencia realizado sobre las empresas resultantes, permite conocer o profundizar en un campo prácticamente nuevo en la investigación académica. Por su novedad, conlleva limitaciones propias: apenas hay trabajos contrastables, no existe una metodología generalmente aceptada, no se dispone de series largas de datos, no siempre hay información para cada proceso de fusión y, en ocasiones, sólo se dispone de datos para una determinada parte del proceso. Ello configura el reto de obtener conclusiones válidas, aunque incipientes, a partir de la mejor información disponible, pero incompleta en la actualidad, que irá perfeccionándose con el paso del tiempo.

Se han utilizado fuentes de datos públicas y privadas. Las primeras provienen de los registros mercantiles, en los que las empresas han de depositar sus balances y cuentas anuales, y las segundas de bases comerciales de empresas que, a partir de estos mismos registros, ofrecen datos económicos y financieros individualizados de una gran parte de las empresas mercantiles existentes en España. Se ha realizado un método de análisis gráfico basado en indicadores económico-financieros con un enfoque contrafactual consistente en la comparación de los valores alcanzados antes y después de la fusión, con el objeto de detectar diferencias en sus comportamientos, contrastándolos, además, con los correspondientes a un grupo de control formado por una muestra representativa de empresas del mismo tamaño y sector de las empresas no sometidas a estas operaciones societarias.

En conjunto, entre 1996 y 2006, se han realizado en torno a 13.000 operaciones, de las que casi un tercio corresponden a microempresas, algo más de una cuarta parte a pequeñas empresas y otra cuarta parte a medianas empresas. Casi la mitad corresponden al sector servicios (no comercio) y una quinta parte al de distribución comercial; el resto de operaciones se divide entre los demás sectores, destacando las manufacturas. Por otra parte, casi las tres cuartas partes de las empresas que realizaron operaciones de fusión están localizadas en Cataluña, Madrid, País Vasco y C. Valenciana.

En todos los tamaños y sectores estudiados, las empresas participantes en procesos de fusión partían de indicadores de desempeño (rentabilidad, productividad y EBITDA) más desfavorables que los de la media de sus grupos de comparación, con la excepción en ocasiones de la productividad y, generalmente, del EBITDA sobre cifra de negocios. Tras la fusión, estos desempeños mejoran relativamente o se mantienen, sin que se hayan observado efectos desfavorables derivados de estas operaciones societarias.

El estudio, diferenciando entre los cuatro grandes sectores de actividad, ha aportado evidencia de que las pequeñas empresas industriales son las que muestran los efectos más favorables. Éstas consiguen pasar de una situación con indicadores de desempeño inferiores a la media de su sector y tamaño a otra en la que la superan, alcanzando, de esta manera, mayor eficiencia que el conjunto de sus competidoras.

En los sectores de la distribución comercial y de los servicios (no comerciales), las medianas empresas son las que tras la concentración llegan a alcanzar unas rentabilidades y un EBITDA similares a su media de comparación, con lo que igualan su eficiencia y capacidad de generación de valor. Las pequeñas empresas de servicios no comerciales, mediante operaciones de fusión, y en una situación adversa en la que los desempeños de su tamaño y sector han empeorado, han conseguido mantener los suyos, ganando competitividad relativa.

En el sector de la construcción se evidencian únicamente mejorías en la productividad de las microempresas, pequeñas y medianas empresas, que son más leves en los indicadores de rentabilidad, y en el caso de las medianas también en el EBITDA relativizado con el activo total.

Para el resto de los tamaños de los distintos sectores, no se observan efectos relevantes.

Alcalá de Henares, 10 de marzo, 2008 (last_version)

Referencias Bibliográficas:

- Aiginger, K. y Tichy (1991): "Small firms and the merger mania". *Small Business Economics*, vol. 4; pp. 83-101.
- Alcalde, N. y Espitia, M. (2002): "Análisis ex post de la influencia de las Opas en el performance de las empresas adquiridas", *Moneda y Crédito*, nº 215, pp. 11-42.
- Andrade, G.; Mitchell, M. y Stafford, E. (2001): "New Evidence and Perspectives on Mergers", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, (2), pp. 103-120.
- Bergman, M. Jakobsson, M. y Razo, C. (2003): "An econometric analysis of the European Commission's merger decisions", *International Journal of Industrial Organization*, vol. 23 (9), pp. 717-738.
- Bradley, M.; Desai, M. y Kim, E. (1988): "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers. Information or Sinergy?", *Journal of Business*, Oct., vol. 53, nº 4, pp. 345-376.
- Campa, J. M. (2004): "Fusiones y adquisiciones en Europa: una asignatura pendiente", *Universia Business Review*, Abril-Junio (2), pp. 12-19.
- Caves, R. (1989): "Mergers, Takeovers and Economic Efficiency: Foresight vs. Hindsight", *International Journal of Industrial Organization*, 7, pp. 151-174.
- Chatterjee, S. (1986): "Types of Synergy and Economic Value: The impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms", *Strategic Management Journal*, vol. 7, pp. 119-139.
- Gordo Mora, Esther (2007): "La competitividad internacional de la industria", *Papeles de Economía española*, 112, pp. 156-169.
- Jensen, M.C. y Meckling, W. (1976): "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jensen, M. y Ruback, R. (1983): "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 5-50.
- Larsson, R. y Finkelstein, S. (1999): "Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization", *Organization Science*, vol. 10 (1), pp. 1-26.

- Lozano, M.; de Miguel, A. y Pindado, J. (2003): “Un análisis de la creación de riqueza asociada a los fenómenos de tomas de control empresarial”. Monografía Universidad de Salamanca.
- Maroto Sánchez, A. y Cuadrado Roura, J. R. (2006): *La productividad de la economía española*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid.
- Martín Marcos, A. y Moreno Martín, L. (2007): “Los retos de la productividad industrial”, *Papeles de Economía Española*, 112, pp. 90-105.
- Mascareñas, J. (2001): *Fusiones y adquisiciones de empresas*, McGraw-Hill, Tercera edición, Madrid.
- Mascareñas, J. e Izquierdo, G. (2000): *¿Por qué se compran y se venden las empresas en España?*, Informes del Instituto de Estudios Económicos, patrocinado por Closa Mergers&Acquisition Advisors.
- Mascareñas, J. y Abellán, D. (2004): “Fusiones y adquisiciones de empresas: estudios empíricos de sus motivaciones” (I y II), *Análisis Financiero Internacional*, pp. 5-23.
- Mitchell, M. y Mulherin, H. (1996): “The impact of Industry Shocks on Take-over and Restructuring Activity”, *Journal of Financial Economics*, 41, pp. 193-229.
- Myro, R. y Gandoy, R. (2007): “Sector industrial”, en García Delgado, J. L. y Myro, R. (dir.), *Lecciones de economía española*, Thomson-Civitas/Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2007.
- OnetoOne, Capital Partners (2007): Informe fusiones y adquisiciones en la PYME, 2006.
- Picazo, A. J. (2007): “Sector servicios”, en García Delgado, J. L. y Myro, R. (dir.), *Lecciones de economía española*, Thomson-Civitas/Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2007.
- Pryor, F. (2001): “Dimensions of the Worldwide Merger Boom”, *Journal of Economic Issues*, vol. 35 (4), pp. 825-840.
- Roll, R. (1986): “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *The Journal of Business*, 59, pp. 197-216.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (2003): “Stock market driven acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, 70, pp. 295-311.
- Switzer, J. (1996): “Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions”, *Journal of Economics and Business*, 48, pp. 443-460.
- Taltavull, P. (2007): “Sector construcción y mercado de la vivienda”, en García Delgado, J. L. y Myro, R. (dir.), *Lecciones de economía española*, Thomson-Civitas/Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2007.
- Tapiès, J.; Gallo, M.A.; Estape, M. y Romances, J. (2005): “Los procesos de fusión y adquisición de empresas familiares”, Monografía de la Cátedra de Empresa Familiar del IESE, Barcelona.
- Zozaya, N. (2007): Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial, Dirección General de Política de la PYME, Madrid.