



CIIF

Universidad de Navarra

## *Occasional Paper*

---

OP nº 04/15

May, 2004

FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EUROPA:  
UNA ASIGNATURA PENDIENTE

José Manuel Campa\*

---

\* Profesor de Finanzas, Cátedra Grupo Santander de Instituciones Financieras y Gobierno Corporativo, IESE

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público.

**IESE Business School - Universidad de Navarra**

Avda. Pearson, 21 - 08034 Barcelona. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) - 28023 Madrid. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright© 2004, IESE Business School. Prohibida la reproducción sin permiso

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras Empresas Patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Telefónica y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

## **FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EUROPA: UNA ASIGNATURA PENDIENTE**

### **Resumen**

Las fusiones y adquisiciones transeuropeas son una de las asignaturas pendientes en la Unión Europea. Europa cuenta con una estructura empresarial muy fragmentada siguiendo fronteras nacionales, y que requiere de una mayor integración para alcanzar dimensiones más apropiadas con el crecimiento de los mercados a nivel global para poder competir. Sin embargo, este proceso de consolidación a nivel europeo se está mostrando muy difícil. Además de las barreras culturales y sociales que dificultan esta integración, existe un marco regulatorio que no presenta perspectivas de mejora a medio plazo. Como resultado, los mercados financieros suelen reaccionar negativamente ante el anuncio de compraventas internacionales entre empresas europeas.

**Palabras clave:** fusiones y adquisiciones, zona euro y generación de valor.

## **FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EUROPA: UNA ASIGNATURA PENDIENTE**

### **Introducción**

La actividad de fusiones y adquisiciones en Europa ha empezado a recuperarse de una forma sustancial durante los primeros meses del presente año. Durante el primer trimestre se anunciaron operaciones por valor de 152.600 millones de dólares, lo que supone un incremento del 17% con respecto del primer trimestre del año pasado. Esta tendencia positiva enmarca algunas transacciones particularmente importantes, como la compra hostil realizada por la francesa Sanofi sobre la francoalemana Aventis, o la compra de las filiales de BellSouth en Latinoamérica por Telefónica. El mercado español ha estado particularmente activo con el anuncio de 234 operaciones, por un valor total de 14.848 millones de dólares, que supone un 95% más que durante el mismo período del año pasado. Además de la ya mencionada operación realizada por Telefónica, las compras del 100% de Bancomer por el BBVA, y la compra del Banco Atlántico por el Banco Sabadell, fueron las operaciones más destacadas que involucraban a una empresa española. Sin embargo, esta tendencia positiva todavía es sólo un primer indicio de recuperación. En número de transacciones, la cantidad de fusiones y adquisiciones anunciadas en Europa ha disminuido un 6% con respecto al primer trimestre de 2003.

Las fusiones y adquisiciones transeuropeas, y la creación de un auténtico mercado único para la integración de empresas en Europa, son una de las asignaturas pendientes en la Unión Europea. La creación del euro generó la expectativa de que se produciría una aceleración en la integración de los mercados de bienes y servicios, y una mayor facilidad para la captación de recursos financieros por las empresas, que facilitarían la integración de grupos europeos superando fronteras nacionales y siguiendo el proceso de integración del mercado único. Es bien sabido que Europa cuenta con una estructura empresarial muy fragmentada siguiendo fronteras nacionales, y que requiere de una mayor integración para alcanzar dimensiones más apropiadas con el crecimiento de los mercados a nivel global para poder competir. Este proceso de consolidación a nivel europeo se está mostrando muy difícil. No sólo existen importantes barreras culturales y sociales que dificultan esta integración, sino que además el marco regulatorio para la realización de dichas transacciones no presenta perspectivas de mejora durante la próxima década. Como resultado de estas dificultades, los mercados financieros suelen reaccionar negativamente ante el anuncio de compraventas internacionales entre empresas europeas, disminuyendo el incentivo de los gestores a involucrarse en este tipo de transacciones.

En el resto de este trabajo desglosamos primero el proceso de fusiones y adquisiciones que está ocurriendo en Europa. Los patrones y las fuentes de creación de valor

que están surgiendo con el anuncio de estas fusiones y las principales dificultades que se observan en este proceso de consolidación, que son esencialmente normativas.

### **Las fusiones y adquisiciones en Europa**

La actividad de fusiones y adquisiciones en Europa ha tenido una evolución muy cíclica, siguiendo el comportamiento de los mercados bursátiles durante la última década (Figura 1). El número de transacciones se incrementó desde principios de la pasada década, hasta alcanzar un máximo de 16.750 operaciones en el año 2000, por un valor total de casi un billón de euros. En los últimos tres años, el volumen ha descendido sustancialmente. Esta caída de la actividad de fusiones y adquisiciones se ha debido fundamentalmente a la desaceleración del ciclo económico y a la disminución en las valoraciones bursátiles de las actividades empresariales.

Sin embargo, tras este marco agregado se enmarcan varias tendencias a nivel desagregado que subrayan el carácter poco integrador de las fusiones y adquisiciones en Europa. En primer lugar, esta tendencia no fue un fenómeno especialmente europeo, sino agregado. El comportamiento de la actividad de fusiones y adquisiciones en Europa ha sido prácticamente idéntico al que ha experimentado la economía americana. Este paralelismo entre las dos grandes zonas económicas indica que este fenómeno responde más a directrices agregadas a nivel mundial que a cambios estructurales específicos que se estén produciendo en Europa debido a su proceso de integración económica.

En segundo lugar, en Europa las fusiones siguen siendo fenómenos esencialmente domésticos, es decir, entre empresas del mismo país<sup>1</sup>. Según datos de Thomson Financial Services, del total de operaciones realizadas en el año 2001 con la involucración de al menos una empresa europea, el 54,1% fueron entre empresas de un mismo país; el 14,9%, entre empresas de distintos países miembros de la Unión Europea, y el resto con empresas de otros países no miembros de la Unión Europea, principalmente Estados Unidos. La proporción de fusiones entre dos empresas del mismo país de la UE ha permanecido constante alrededor del 50% de todas las operaciones desde el año 1990, siendo el incremento en el peso relativo de las fusiones que involucran a una empresa de la Unión Europea con empresas de países terceros el principal cambio experimentado durante este período (Comisión Europea, 2003).

En tercer lugar, la distribución geográfica de esta actividad no es homogénea dentro de la Unión Europea. Las fusiones y adquisiciones se producen principalmente en los países con alta capitalización bursátil. La existencia de un mercado de valores líquido y un marco regulatorio más propicio facilitan la realización de estas transacciones. Reino Unido, Países Bajos y los países nórdicos presentan una actividad de compraventa empresarial superior a su cuota de participación en el PIB de la Unión Europea. Empresas de Reino Unido participaron en más del 30% de las transacciones que se realizaron en la Unión Europea durante la última década. La actividad de fusiones y adquisiciones empresariales es, en términos relativos, mucho menor en las economías continentales de mayor dimensión.

En cuarto lugar, las razones principales para la realización de compraventas en Europa son la adquisición de una mayor presencia en los mercados nacionales. En una encuesta entre empresas involucradas en procesos de adquisición, los motivos más frecuentemente mencionados para realizar estas transacciones son el acceso a nuevos

---

<sup>1</sup> Véase Figura 1.

mercados geográficos (un 25% de los casos) y el incremento o la protección de la cuota de mercado (un 30% de los casos). Por el contrario, argumentos de racionalización de la oferta productiva o de la adquisición del tamaño necesario para generar economías de escala en la producción, suponían menos del 10% de las razones recogidas. Por tanto, el posicionamiento dentro del mercado europeo y el mantenimiento de la cuota de mercado existente son las razones fundamentales para llevar a cabo este tipo de transacciones.

### **Fuentes de generación de valor en las fusiones y adquisiciones en Europa**

Existen diversas maneras para medir la generación de valor en los procesos de reestructuración empresarial. Conceptualmente, el valor total de cualquier decisión empresarial estratégica de este tipo debe medirse como el incremento de bienestar social, en términos esperados, generado por esta decisión. Este bienestar social viene dado por dos fuentes principales: el incremento en el beneficio para los accionistas de las empresas involucradas y el incremento en el bienestar de los consumidores que pueda derivarse de mejoras de eficiencia, competitividad o calidad en el sector. A estos dos conceptos hay que añadirles los efectos que la fusión pueda tener en terceros. Incrementos en la competencia que afecten a otras empresas en el sector, costes de reestructuración derivados de la fusión, efectos fiscales o de localización de actividades productivas, son algunos de los más importantes. Toda esta complejidad de efectos en los distintos partícipes viene además unida a la dificultad en determinar el horizonte temporal en que dichos efectos salen a relucir. En general, las fusiones son procesos complejos que requieren tiempo para implementarse y cuyos efectos sólo se observan a medio o largo plazo. Como resultado, la medición de la creación de valor en estos supuestos es extremadamente difícil y muchas veces se evalúa sólo parcialmente o de forma poco sistemática, lo que dificulta la obtención de conclusiones claras sobre su generación neta de bienestar social.

No obstante, los resultados que se derivan de los estudios existentes sí que permiten proporcionar una impresión general del impacto que tienen las fusiones en la generación de valor en la sociedad. Una de las medidas más utilizadas es la generación de valor para los accionistas de las empresas involucradas. Es una medida parcial, pero que permite identificar al menos las fuentes de valor para uno de los grupos más importantes, los accionistas de dichas empresas. La evidencia en este punto es clara. Las fusiones generan valor para los accionistas de la empresa vendedora, pero en general no generan valor en neto para los accionistas de la empresa compradora. La evidencia indica que las acciones de las empresas compradoras tienden a bajar ante el anuncio de una fusión. Por ejemplo, un estudio de KPMG (2003) para una muestra de transacciones en Europa en el período 2001 a 2003, encuentra que sólo el 31% de las transacciones anunciadas incrementan valor para el accionista, mientras que el resto fueron neutrales en cuanto a su rentabilidad o destruyeron valor. Este porcentaje es un resultado consistente que surge en la mayoría de los estudios sobre generación de valor para accionistas en fusiones y adquisiciones, independiente del período, localización geográfica o sector. Además, este efecto en la rentabilidad se produce tanto en el anuncio de la fusión como a más largo plazo. Por ejemplo, en Alemania, el 60% de las fusiones realizadas en el período 2001-2002 habían destruido valor para el accionista al año de haberse producido la fusión.

Por supuesto, esta pérdida de valor para el accionista no es simétrica para todas las empresas, sino que existen muchas transacciones en las que se produce un incremento neto en la generación de valor de las empresas. Por ejemplo, la evidencia sugiere que las compras hechas por empresas pequeñas suelen ser más rentables, y también aquellas hechas en épocas de recesión económica (Moeller et al., 2003). Además, aquellas transacciones que se realizan

en efectivo suelen ser más rentables a largo plazo, aunque no sorprendentemente el porcentaje de compras en efectivo está inversamente relacionado con el comportamiento del mercado bursátil (Figura 2).

El éxito de la fusión en términos de la rentabilidad para los accionistas también depende del sector y de la nacionalidad de las empresas involucradas. Los excesos de rendimiento de las empresas involucradas en operaciones de compraventa en sectores no regulados son mayores en media que cuando se trata de fusiones en sectores regulados (Campa y Hernando, 2004). Además, esta diferencia es significativa y de mayor magnitud –entre un 5 y un 12% (dependiendo del período de estimación)– cuando se trata de fusiones internacionales. En el caso de las fusiones nacionales, la diferencia entre los excesos de rendimiento en sectores regulados y no regulados se sitúa entre el 1 y el 2%. Esta evidencia parece reflejar la existencia de marcos regulatorios, en determinados sectores, que configuran un entorno hostil para el desarrollo de los procesos de integración empresarial y que son especialmente relevantes cuando el comprador es extranjero.

Este proceso de generación de valor en la reestructuración de sectores regulados se hace bastante claro en la concentración sufrida por sectores tan importantes como el financiero o el de la energía. En el sector bancario de la Unión Europea, se han producido más de 2.000 compraventas de empresas o tomas de participaciones significativas desde 1996. De éstas, más del 70% se han producido entre bancos de un mismo país dentro de la UE, y sólo el 13% se produjeron entre bancos europeos de distinta nacionalidad. Esta tendencia es un reflejo de la rentabilidad media esperada por cada tipo de transacción. Las fusiones entre bancos nacionales, de media generaron un incremento de valor para el accionista del 1,5% en el anuncio de la fusión, mientras que las que se produjeron entre bancos de distintos países tuvieron una rentabilidad del -0,4%.

### **Fuentes de las barreras a las fusiones en Europa**

¿Por qué están tan castigadas por los inversores las fusiones comunitarias si supuestamente responden más a una evolución natural del crecimiento del mercado y suponen un mejor aprovechamiento de las economías de escala existentes en estos sectores? Precisamente porque los inversores reaccionan a lo que esperan que va a sufrir la empresa. Existen múltiples dificultades para realizar una fusión internacional dentro de la Unión Europea. Algunas son de carácter cultural, como las diferencias de idioma, la falta de movilidad geográfica, las prestaciones sociales o la importancia del desarrollo profesional en la actividad humana. Estas razones se encuentran muy arraigadas en la esencia de los ciudadanos europeos y son de difícil cambio a corto plazo. Pero existen otras de carácter mucho más legal, normativo y de política económica que deben adaptarse para conformar un verdadero espacio económico integrado dentro de la Unión Europea.

Supuestamente, la Unión Europea es un mercado único para la compra de bienes y servicios, con libre circulación de bienes y factores de producción, que se intercambian en casi toda la zona con una moneda única. Pero no es un mercado único a la hora de realizar una compraventa empresarial. La Unión Europea acaba de aprobar una propuesta de Directiva cuyo objetivo es la normalización del proceso de compraventa de empresas dentro de la Unión a través de la creación de unos procedimientos más transparentes y estandarizados. El proceso de negociación de esta directiva ha requerido quince años, y el resultado del acuerdo ha sido un auténtico fracaso. Frits Bolkenstein, el comisario europeo para el mercado interior y persona encargada de redactar la propuesta inicial de Directiva,

resumió su opinión sobre la versión finalmente aprobada por los Estados miembros como un gran paso hacia atrás en la creación del mercado único europeo. En esencia, el cumplimiento de la mayoría de las cláusulas de la Directiva será opcional para los Estados miembros. Además, la Directiva permitirá a los Estados miembros el mantenimiento de normativa nacional para evitar la toma hostil de empresas nacionales por empresas extranjeras. Por último, la Directiva también permite a las empresas europeas la utilización de medidas de blindaje, que aunque sean ilegales en su país de origen, estén permitidas en los países de donde provenga la potencial empresa compradora. Este resultado no es nada más que un reflejo de las fuerzas de poder dentro de los Estados miembros de la Unión Europea y una concreción de la oposición generalizada a la creación de un mercado integrado para la compraventa de empresas en Europa.

Dada la jungla que actualmente existe en Europa de trampas, enredaderas legales, tramas burocráticas y nacionalismos encubiertos por parte de los gobiernos, los inversores anticipan que el anuncio de una fusión internacional va a suponer una tremenda distracción de recursos de la empresa y tiempo de su equipo directivo, que unido a la ya difícil labor de integrar culturas organizativas, sistemas de compensación, idiomas, así como los recelos personales propios de toda fusión, resulta en una probabilidad tan pequeña de que la fusión se lleve a cabo con éxito que hace que el esfuerzo no compense con la rentabilidad esperada de la fusión.

## Conclusiones

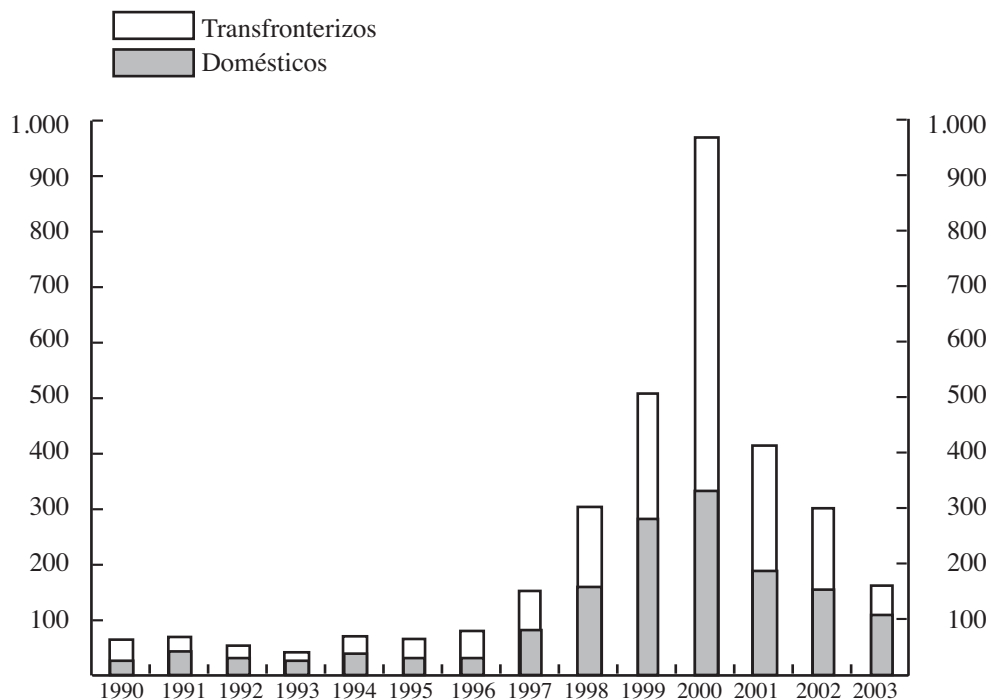
La reestructuración del tejido empresarial en la Unión Europea para garantizar su competitividad en los mercados globales, es uno de los objetivos a perseguir durante la próxima década y que se enmarca claramente dentro de la agenda de Lisboa. Sin embargo, este proceso de consolidación no se está produciendo a la tasa y de la forma esperada. La mayoría de la concentración se está produciendo entre empresas de un mismo país dentro de la Unión Europea, y la importancia relativa de las fusiones intraeuropeas ha disminuido desde 1990. El entorno legal y las barreras normativas a este proceso tampoco han disminuido sustancialmente, y es probable que continúen durante al menos otra década. Esta falta de transparencia legislativa y las dificultades de integración que estas fusiones internacionales plantean, hacen que no se lleven a cabo y que, cuando a pesar de estas dificultades se deciden ejecutar, la reacción de los mercados bursátiles sea generalmente negativa.

## Referencias

- Beitel, Patrick, Dirk Schiereck y Mark Wahrenburg (2004), «Explaining M&A Success in European Banks», *European Financial Management*, vol. 10, 1, marzo, págs. 109-139.
- Campa, José Manuel e Ignacio Hernando (2004), «Shareholder Value Creation in European M&As», *European Financial Management*, vol. 10, 1, marzo, págs. 47-81.
- Comisión Europea (2001), «Fusiones y Adquisiciones», *Economía Europea*, suplemento A, diciembre.
- KPMG (2003), «Beating the Bears: Making Global Deals Enhance Value in the New Millenium».
- Moeller, Sara, Frederik Schlingemann y René Stulz (2003), «Do Shareholders of Acquiring Firms gain from Acquisitions?», NBER Working Paper, nº 9523, febrero.



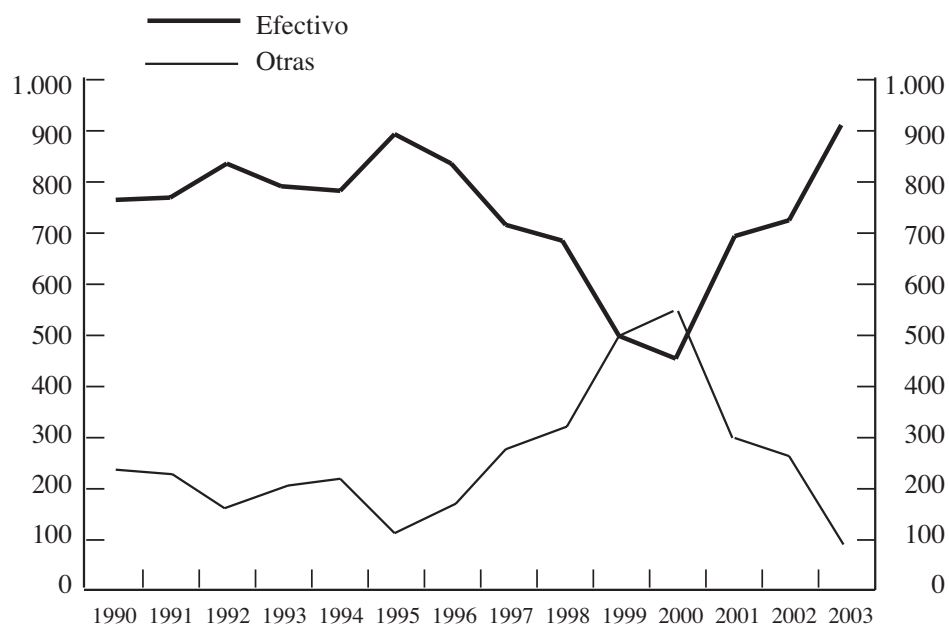
**Figura 1. Evolución de fusiones y adquisiciones dentro de la zona euro\***  
(En millardos de euros)



Fuente: Thomson Financial Deals.

\* Incluidas todas las operaciones en las que empresas de la zona del euro pueden ser tanto compradoras como vendedoras.

**Figura 2. Modalidades de pago en fusiones de la zona euro**  
(En porcentaje del total)



Fuente: Thomson Financial Deals.