



Universidad de Navarra

SP-SP

Occasional Paper

OP nº 07/5

Octubre, 2006

FUSIONES Y POLITICA DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA EN EUROPA

Lars Calmfors
Giancarlo Corsetti
Seppo Honkapohja
John Kay
Gilles Saint-Paul
Hans-Werner Sinn
Jan-Egbert Sturm
Xavier Vives

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, España. 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, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2006 IESE Business School.

El Centro Sector Público-Sector Privado es un centro de investigación adscrito al IESE. Su misión es impulsar investigación académica que analice la relación entre el sector económico privado y las administraciones públicas prioritariamente en los siguientes campos: regulación y competencia, innovación, economía regional y política industrial, y economía de la salud.

Los resultados de la investigación se difunden a través de publicaciones, foros y coloquios. Con todo ello, se desea abrir una puerta a la cooperación y al intercambio de ideas e iniciativas.

Son patronos del Centro SP-SP las siguientes entidades:

- Accenture
- Ajuntament de Barcelona
- Cámara Oficial de Comercio, Industria y Navegación de Barcelona
- BBVA
- Diputación de Barcelona
- Garrigues, Abogados y Asesores Tributarios
- Generalitat de Catalunya
- Sanofi Aventis
- Telefónica
- T-Systems
- VidaCaixa

El contenido de esta publicación refleja conclusiones y hallazgos propios de los autores y no refleja necesariamente las opiniones de los patronos del Centro.

FUSIONES Y POLITICA DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA EN EUROPA

Lars Calmfors*

Giancarlo Corsetti**

Seppo Honkapohja***

John Kay****

Gilles Saint-Paul*****

Hans-Werner Sinn*****

Jan-Egbert Sturm*****

Xavier Vives*****

Resumen

En este artículo primero nos fijaremos en las recientes operaciones de fusión, centrándonos en sus fundamentos y la evaluación de sus efectos. A continuación, investigaremos la evolución de la política de defensa de la competencia en relación a las fusiones en Europa y la nueva regulación que ha dispuesto la Unión Europea. También analizaremos la tensión entre la política industrial y la de defensa de la competencia.

* University of Stockholm

** European University Institute, Florencia

*** University of Cambridge

**** St. John's College, Oxford

***** Université des Sciences Sociales, Toulouse

***** ifo Institut and Universität München

***** KOF, ETH Zurich

***** IESE, Profesor Economía

Palabras clave: fusiones, competencia, regulación, política industrial.

FUSIONES Y POLITICA DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA EN EUROPA

1. Introducción¹

Las operaciones de fusión en Europa se están acelerando. El año 2005 fue testigo de fusiones o adquisiciones de gran valor, como la del banco alemán HVB por parte del italiano Unicredito en el sector bancario, o la de la empresa inglesa Allied Domecq por parte de la francesa Pernod Ricard en el sector de alimentación y bebidas. El ritmo de esta actividad de fusiones ha sido especialmente intenso en los servicios públicos: la francesa Suez adquirió la empresa belga Electrabel; France Telecom compró la compañía española Amena, y Telefónica hizo una oferta de compra a O2 de Reino Unido. Dentro de España, también encontramos a Gas Natural, que anunció su intención de absorber Endesa. Las empresas financieras (*private equity*), en su mayoría inglesas y americanas, han estado muy activas, sobre todo en la reestructuración de conglomerados. No hace tanto tiempo, las fusiones eran un fenómeno básicamente anglosajón, pero ahora se han convertido en un fenómeno que abarca toda Europa. Las fusiones transfronterizas (*cross-border mergers*) configuran una proporción creciente del total, y la actividad dentro de la Unión Europea de los 15 es ahora el componente más importante de esta tendencia.

Esta tendencia refleja los efectos a largo plazo de la integración del mercado europeo. Pero también son importantes tendencias más amplias que afectan a la economía mundial, como la revolución en tecnologías de la información, la ampliación de los mercados gracias a la globalización, la solidez de los beneficios corporativos y la disponibilidad de crédito a bajo coste. La globalización, especialmente en forma de competencia de mercados emergentes como China e India, ha llevado a la reestructuración y reorganización de las empresas a fin de incrementar su productividad, siendo las fusiones parte integrante de este proceso.

Las fusiones generan varias cuestiones sobre política pública. No está del todo claro que las fusiones siempre creen valor para los accionistas o para los consumidores. La consolidación de las empresas puede suponer una amenaza a la libre competencia, principal responsable de la eficiencia y el crecimiento de la productividad, y la competencia a nivel nacional es la mejor escuela para ser competitivo internacionalmente. Generalmente, las fusiones de empresas nacionales representan una mayor amenaza para la competencia que las que implican

¹ Este artículo es una traducción del capítulo 5 de «Report of the European Economy 2006», del European Economic Advisory Group de CES ifo. Se agradece el apoyo de la Cátedra Abertis de Regulación, Competencia y Políticas Públicas de IESE.

a empresas de distintos países, por lo que la globalización estaría reduciendo la necesidad de controlar las fusiones. Sin embargo, es importante aclarar que el control de las fusiones europeas puede garantizar que las oleadas de fusiones sean beneficiosas tanto para los consumidores como lo son para la banca de inversión.

Muchos de los gobiernos europeos tienen un instinto proteccionista y ven con recelo la absorción extranjera de sus campeones nacionales. Asimismo, ponen especial atención en aquellos sectores que se consideran estratégicos, como el bancario o el de servicios públicos. Esta presión sobre los sectores estratégicos es especialmente importante en Francia e Italia, y se puso de manifiesto en la discusión sobre si PepsiCo podía absorber o no la empresa francesa Danone, y en los obstáculos que puso el (ex) gobernador del Banco de Italia ante la posible absorción de Antonveneta y BNL por parte de bancos extranjeros. Francia ha publicado un listado con todos los sectores estratégicos donde deben protegerse los intereses nacionales (aunque parece que el yogur finalmente no se ha incluido en la lista)². Sin embargo, estas acciones no han conseguido parar el aumento estable de fusiones transfronterizas; y aun siendo un poco paradójico, las adquisiciones por parte de empresas públicas o semipúblicas francesas (por ejemplo, las de France Telecom y EDF) han sido importantes. En este contexto, surgen dos cuestiones de política pública estrechamente relacionadas: ¿es importante la nacionalidad de la propiedad?, ¿necesita Europa campeones nacionales o europeos?

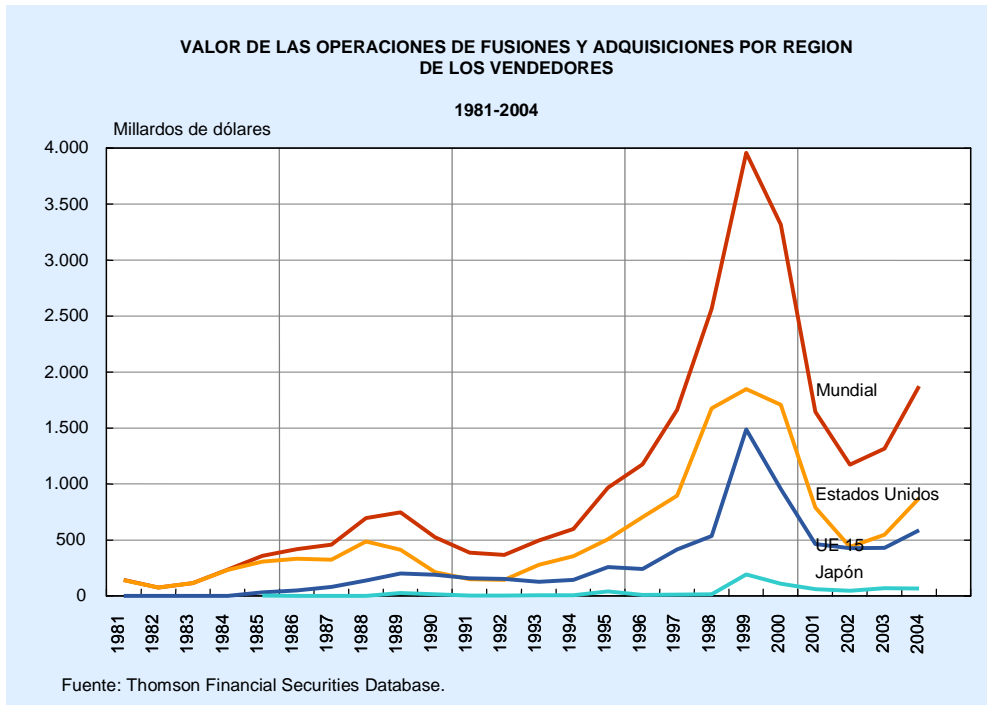
Aquí primero nos fijaremos en las recientes operaciones de fusión, centrándonos en sus fundamentos y la evaluación de sus efectos. A continuación, investigaremos la evolución de la política de defensa de la competencia en relación a las fusiones en Europa y la nueva regulación que ha dispuesto la UE. También analizaremos la tensión entre la política industrial y la de defensa de la competencia.

2. Fusiones y adquisiciones en cifras

El mundo nunca había visto un *boom* de fusiones y adquisiciones (F&A) como el ocurrido a finales de los años noventa. Según la Thomson Financial Securities Database, en 1999 se llegó al punto más alto de este *boom*, con un valor de casi 4.000 millardos de dólares. A modo de comparación, en 1989 –el punto más alto del *boom* anterior en términos de valor de las fusiones–, el valor alcanzado había sido de 747 millardos de dólares. Y el punto más alto en número de operaciones se alcanzó en el año 2000, cuando se informó de más de 37.000 (véase Figuras 1 y 2). La gran magnitud del último *boom* significa que la tendencia creciente que se observa en la Figura 1 está disfrazando la tendencia de las fusiones de producirse en oleadas: la escala de actividad a finales de los noventa hace que el pico en los diez años anteriores parezca insignificante. A pesar de ello, las fusiones se han producido en oleadas en el último siglo –una a principios de siglo y las otras a finales de los años veinte, sesenta, ochenta y noventa.

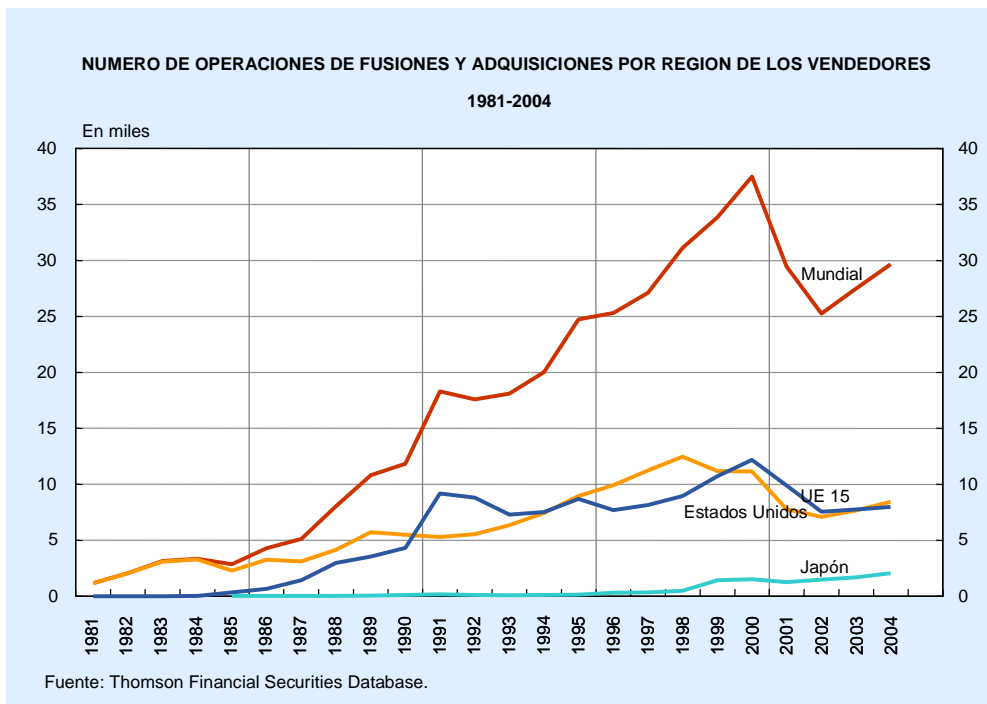
² El señor Riboud, presidente de Danone, dijo: «La obligación de los gobiernos y representantes políticos de todo el mundo es hacer todo lo que sea posible para que los centros de decisión de las grandes empresas permanezcan en territorio nacional. No hay nada de sorprendente en ello. No creo que estuviese fuera de lugar la preocupación que el gobierno francés y los políticos mostraron frente a la posibilidad de una OPA hostil en la empresa».

Figura 1



Hasta los años ochenta, la mayoría de actividad en fusiones y adquisiciones era realizada por empresas americanas e inglesas. Pero en la última oleada, el protagonismo de otros países industrializados ha crecido de manera notable, especialmente en Europa continental. Este fenómeno se puede atribuir (en parte) a la introducción del mercado único en 1993, pero también a la caída del telón de acero y a la intensificación de la competencia entre países con salarios bajos.

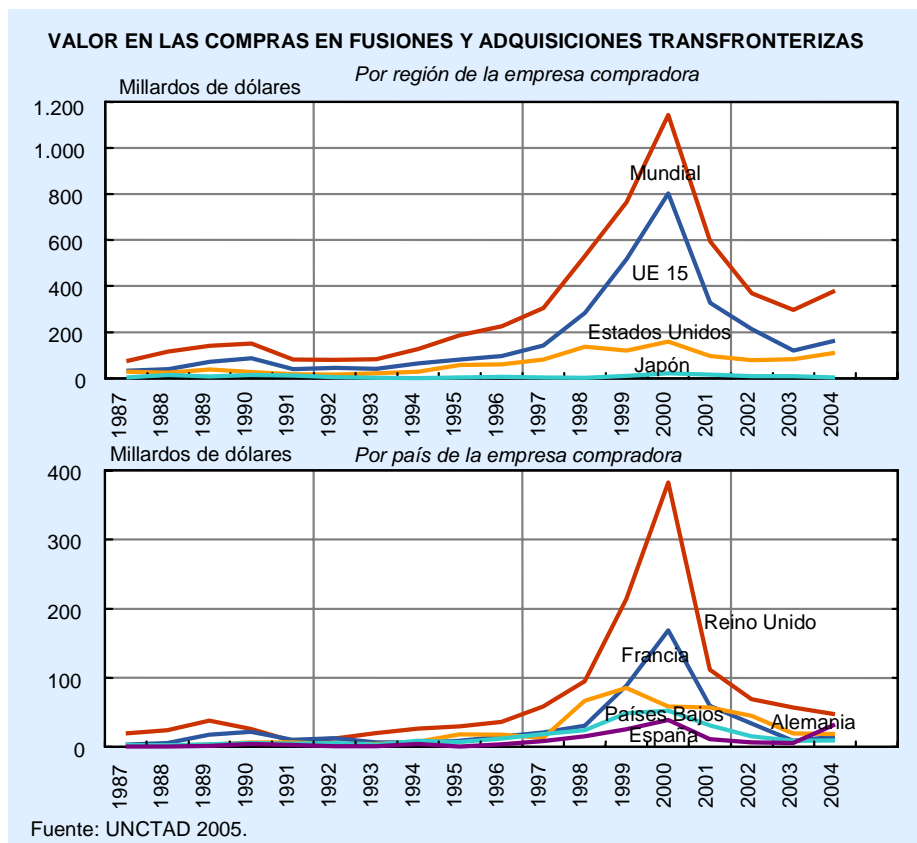
Figura 2



La disminución en el valor de las fusiones y adquisiciones desde el año 2000 ha sido más acentuada que la disminución en el número de acuerdos. Esto indica hasta qué punto el reciente *boom* puso de relieve los llamados megaacuerdos, definidos como transacciones con un valor superior a un millardo de dólares. Según el Informe Mundial de Inversión de 1994, este tipo de transacciones representaron el 40% del valor total de las fusiones transfronterizas, mientras que incrementó su participación en el total hasta el 75% en el año 2000. En la introducción ya hemos mencionado ejemplos destacados de estos megaacuerdos. Otros ejemplos incluyen la compra de la Banca Antonveneta italiana por parte de la holandesa ABN Amro así como el acuerdo entre las empresas alemanas Vittera y Deutsche Annington Immobilien (IBO).

Tal y como demuestra el número de transacciones internacionales realizadas, las fusiones y adquisiciones transfronterizas han cobrado importancia, contribuyendo más que proporcionalmente en el aumento total del valor de las fusiones. En 1986, el 17,6% del valor total de fusiones y adquisiciones provenía de fusiones transfronterizas, proporción que aumentó en 1990 hasta un 39,9%, y hasta un 37,2% en 2001³. La Figura 3 muestra cómo gran parte de la actividad fue entre países de la Europa de los 15. El tamaño excepcional del *boom* de los años 1999-2000 respondió en gran parte a la explosión en número de operaciones entre países europeos. Las empresas americanas realizaron también un importante número de fusiones y adquisiciones, aunque la mejora cíclica fue mucho menos pronunciada, igual que en el caso de Japón (donde la escala de actividad fue mucho menor).

Figura 3



³ Datos según la Thomson Financial Securities Database.

Dentro de Europa, Reino Unido siempre ha sido el país más activo en la compra de empresas extranjeras (como demuestra la Figura 3), seguido de Francia, con un valor de compras que aumentó de 21,8 millardos de dólares en 1990 a 168,7 millardos de dólares en 2000. En el año 2005, Francia incluso se consolidó como el país con el valor agregado más alto en operaciones, alcanzando los 59,5 millardos de dólares (véase Tabla 1). Las empresas alemanas solamente empezaron a comprar empresas extranjeras en la oleada de fusiones más reciente: el año más activo fue 1999, con un valor agregado de negocio de 85,5 millardos de dólares. Países Bajos y España son los siguientes en la clasificación de mayores compradores.

**Tabla 1. Fusiones y adquisiciones transfronterizas en Europa
(1 de enero - 15 de agosto de 2005)**

País de la empresa compradora	Valor de la operación (millardos de dólares)	Número de operaciones
Francia	59,5	146
Estados Unidos	55,6	398
Italia	27,9	76
Reino Unido	19,8	272
España	18,0	53
Suecia	15,7	136
Suiza	11,7	70
Alemania	7,4	164
Dinamarca	6,6	91
Arabia Saudí	6,6	2
Otros	173,0	1.390
Total	286,6	2.251

Fuente: *The Economist*, 3 de septiembre de 2005, Dealogic.

El crecimiento de las fusiones en Europa supone que actualmente Estados Unidos es vendedor neto de empresas, en tanto que Europa es compradora neta: en el año 2000 se vendieron empresas europeas por valor de 587 millardos de dólares, mientras que el valor de las compras que hicieron las empresas europeas ascendió a un total de 802 millardos de dólares. Los valores equivalentes en Estados Unidos fueron 324 y 159 millardos de dólares, respectivamente⁴.

El papel de China es básicamente el de región destino de fusiones y adquisiciones. En el año 2001, las ventas en fusiones y adquisiciones alcanzaron la cifra local más alta, con 10,6 millardos de dólares. Sin embargo, las compras sólo llegaron a los 1,6 millardos de dólares. Japón, aunque pueda sorprender dado su tamaño, no participa en la actividad transfronteriza de fusiones y adquisiciones. Incluso en el *boom* del año 2000, los acuerdos cerrados por las empresas japonesas fueron de “solamente” 20,8 millardos de dólares. A modo de comparación, en el mismo período en Estados Unidos se alcanzaron los 159 millardos, y en Reino Unido, los 382 millardos de dólares⁵.

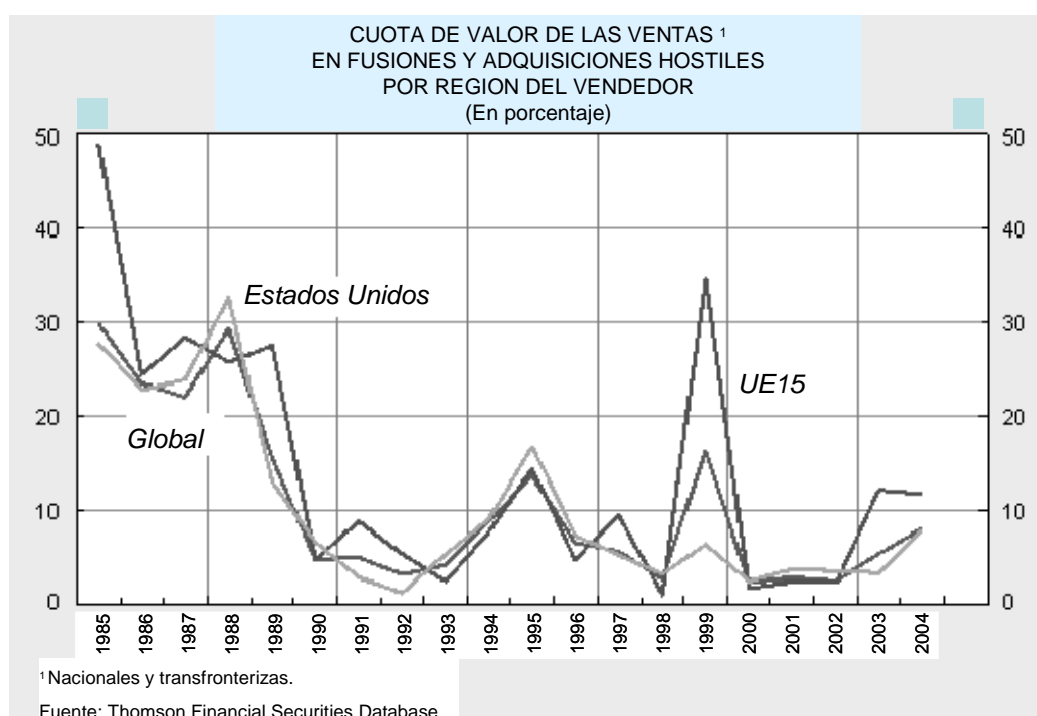
⁴ Según la UNCTAD (2005).

⁵ Datos de la UNCTAD Cross-Border M&A Database (2005). Las estadísticas para Reino Unido son excepcionalmente altas para el año 2000 debido a la absorción de Mannesmann por Vodafone, cuyo trato se cerró en 202,8 millardos de dólares.

La actividad de los nuevos Estados miembros de la UE como compradores es insignificante, pero en cambio constituyen un foco importante de atracción de operaciones. En estos países, la actividad de fusiones ha pasado de ser nula en 1989 hasta un valor total de 18 millardos de dólares en 2001⁶. Hungría, Polonia y la República Checa son los países con mayor recepción de operaciones, con un valor conjunto de casi 13 millardos de dólares en 2001, mientras que el valor del total de los nuevos Estados miembros fue de 14,7 millardos de dólares. Esto representa un 88% de todas las ventas en fusiones y adquisiciones transfronterizas. El desarrollo en estos países fue impulsado básicamente por inversores extranjeros, especialmente en los ocho países que se convirtieron en receptores netos de flujos de capital extranjero después de la caída del telón de acero. En 1990, el 100% de todo el valor de las fusiones generado en la zona estaba clasificado como actividad transfronteriza. A partir de entonces, esta proporción descendió hasta el 64% en 2003, para recuperar la tendencia creciente en 2004. Este es un porcentaje alto si lo comparamos con economías más desarrolladas.

La actividad hostil ha disminuido desde los años ochenta. En 1985, cerca del 30% del valor de las adquisiciones (aunque una proporción mucho menor si se considera el número de adquisiciones) fueron hostiles⁷, y para las adquisiciones dentro de la UE-15 esta cifra llegaba casi al 50%; el porcentaje de ofertas impugnadas cayó hasta el 8% en 2004 (en el año 1999 hubo un pico que corresponde a la absorción de Mannesmann por parte de Vodafone por valor de 202,8 millardos de dólares, siendo un valor tan alto que distorsiona las estadísticas para todo el año⁸, véase Figura 4).

Figura 4



⁶ Estadísticas extraídas de la base de datos de Thomson Financial Securities.

⁷ Una fusión se denomina hostil si la junta directiva de la empresa que va a ser absorbida opone resistencia a este cambio de poder.

⁸ La UNCTAD y Thomson Financial contabilizan esta fusión en años distintos.

Evenett (2003) destaca que el sector servicios ha adquirido una gran importancia en los últimos años en la actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas. En 1990, el valor de las fusiones en el sector manufacturero estaba alrededor del 62% (con sólo el 35% en el sector terciario), mientras que diez años más tarde esta proporción se había invertido. En la última oleada, la proporción de fusiones horizontales ha aumentado: Andrade et al. (2001) observan que casi el 50% de todas las fusiones en Estados Unidos se realizan entre empresas del mismo sector. No obstante, los sectores que concentran esta actividad han ido cambiando de manera sustancial a lo largo del tiempo, como muestra la Tabla 2.

Tabla 2. Los cinco sectores con una mayor media anual de actividad en el campo de las fusiones (Estados Unidos)⁹

1970	1980	1990
Minería de metales	Petróleo y gas	Minería de metales
Sector inmobiliario	Textil	Media y telecomunicaciones
Petróleo y gas	Diversas manufacturas	Bancos
Ropa	Financieras	Sector inmobiliario
Maquinaria	Comida	Hoteles

Fuente: Andrade et al. (2001).

Aunque las últimas tendencias en fusiones destacan el aumento de la perspectiva global de las empresas tanto en un valor mayor de las fusiones como en la participación de más países, la actividad sigue estando concentrada en unas pocas regiones. Si tenemos en cuenta el valor total generado por las fusiones y adquisiciones, los principales países siguen siendo Estados Unidos y Reino Unido. Sin embargo, en estos últimos años los países de la Europa continental han alcanzado el nivel de estos dos países, e incluso recientemente los han superado en las fusiones y adquisiciones transfronterizas (véase Tabla 1).

3. El fundamento de las fusiones

La globalización va asociada al cambio tecnológico (particularmente en tecnologías de la información), a la reducción de costes en el comercio y en el transporte (de bienes, capital, personas e información), y a la liberalización e integración de los mercados, que de manera simultánea expanden el mercado e incrementan la presión competitiva. Para poder acomodarse a todos estos cambios, los sistemas productivos deben ser revisados. En muchos sectores, el número de empresas deberá reducirse para poder aprovechar las economías de escala derivadas de un mercado más amplio o integrado. De la misma manera, en varias industrias, y en particular en aquellas en las que haya externalidades derivadas de una red (*network*) o curvas de aprendizaje, las actividades que requieran o sean más provechosas si se producen a una determinada escala de producción se convierten en actividades centrales de la estrategia competitiva, como por ejemplo la inversión en I+D, la innovación o la obtención de una gran base de clientes. En este contexto, las fusiones son una de las herramientas principales para llevar a cabo una reestructuración del sector.

⁹ Los autores Mitchell y Mulherin (1996) y Andrade y Stafford (2001) aportan más información sobre este tema.

En el sector bancario, por ejemplo, el negocio tradicional de mantener depósitos y ofrecer préstamos está dejando paso a la provisión de servicios a los inversores (fondos de inversión, asesoramiento y seguros) y a las empresas (consultoría, seguros, asesoramiento y preparación de fusiones y adquisiciones, financiación de capital propio y emisión de deuda y gestión del riesgo). La fuente de ingresos en el sector bancario también ha cambiado, ya que los márgenes, es decir, la diferencia entre el tipo de interés de los depósitos y los préstamos, dejan paso a las cuotas y comisiones. La inversión en sucursales (*bricks and mortar*) da paso a la inversión en redes de comunicación, tecnología de la información y capital humano con un alto grado de especialización¹⁰. Este cambio podría significar que el tamaño sí importa, especialmente en banca al por mayor y banca de inversión. El resultado de todo este proceso es una revisión del sector bancario que, en general, está más desarrollado en Estados Unidos que en Europa.

La actividad en fusiones y adquisiciones puede elevar los beneficios de las empresas mediante una mejora de la eficiencia o un incremento del poder de mercado. Las empresas realizan fusiones para obtener sinergias, explotar las economías de escala y racionalizar el proceso de producción, o para reducir la ineficiencia en la gestión mediante la compra de una empresa mal dirigida. Si el mercado de capital es imperfecto, una fusión puede ser rentable desde el punto de vista financiero para poder diversificar el capital en inversiones mayores y/o más arriesgadas. Este argumento es aplicable sobre todo en proyectos de I+D. Pero una fusión horizontal puede incrementar el poder de mercado de las empresas que se fusionan, permitiendo imponer precios más altos. Una fusión vertical puede tener beneficios en términos de eficiencia. Puede eliminar “márgenes dobles” que aparecen cuando dos empresas colocadas sucesivamente en la cadena de producción tienen gran poder de mercado: también puede permitir que bienes complementarios estén bajo un único control. Sin embargo, las fusiones verticales también pueden incrementar los costes de las empresas competidoras o incluso excluirlas del mercado. Este puede ser el caso si, por ejemplo, la entidad que se forma después de la fusión controla algún insumo esencial para las empresas situadas en la fase posterior de la cadena de producción.

También puede haber otras motivaciones para fusionarse que no aumentan necesariamente los beneficios de sus empresas ni elevan el valor para los accionistas, sino que son resultado de la ambición de los gestores y de una relación ineficiente entre éstos y los propietarios de las empresas. Los gestores pueden tener incentivos para incrementar el tamaño de la empresa por encima de los beneficios a fin de aumentar su rango, y proteger los beneficios privados que el control de la empresa les proporciona para reforzar estrategias que lleven a la construcción de un imperio. Como consecuencia, un mayor tamaño puede conllevar ineficiencias, ya que la gestión de la empresa se vuelve burocrática y la pérdida de control por parte de los propietarios lleva a problemas de agencia. También, para mantener la independencia de una empresa, una de las estrategias defensivas consiste en realizar fusiones que aunque no sean rentables aumenten el tamaño de la empresa y así sea menos posible que otra empresa intente absorberla. Las fusiones pueden ser resultado de exceso de confianza: los gestores demasiado confiados valoran el potencial de una fusión de manera incorrecta y acaban embarcándose en fusiones no rentables (Roll, 1986)¹¹.

La regulación, y la relación entre la economía y las estructuras políticas, son otras de las motivaciones para llevar a cabo una fusión. Una empresa grande puede que sea “demasiado grande como para que quiebre”; los negocios bancarios son un ejemplo típico, aunque también es aplicable a otros sectores. Una empresa más grande tendrá mayor capacidad para influenciar

¹⁰ Sin embargo, cabe esperar que los bancos seguirán haciendo su papel de provisión de un seguro de liquidez.

¹¹ Véase también el artículo de Mueller (2003).

la regulación de su sector, así como mayor capacidad para obtener subvenciones gracias a la presión y las conexiones políticas. Para empresas que operan internacionalmente, conseguir cierto tamaño puede ser importante para que el Gobierno proteja sus intereses en el extranjero. Todos estos argumentos tienen más peso cuando se trata de fusiones nacionales y no transfronterizas.

En el sector bancario podemos encontrar prácticamente todas estas razones para realizar una fusión, sean buenas o malas desde la perspectiva de los accionistas y deseables o no desde la perspectiva de política pública. Un mayor tamaño ofrece la posibilidad de explotar las economías de escala en operaciones administrativas e internas de la empresa, así como en tecnologías de la información o en operaciones del estilo de las de los bancos de inversión (aquellas relacionadas con la recopilación de información y gestión de fondos). El tamaño puede ayudar a encontrar economías de alcance (por ejemplo, mediante la combinación de diferentes líneas de producción, ya que se consigue aumentar el valor de la relación con los clientes a la vez que decrecen los costes medios en marketing). La consolidación de empresas puede proporcionar estas ventajas, eliminando el exceso de capacidad en la red de sucursales cuando las redes de los bancos que se fusionan se solapan, y mejorando la diversificación, particularmente en los bancos que operan en regiones con ciclos no sincronizados. Más aún, la consolidación puede proveer la manera de recortar el exceso de trabajadores y acceder la masa de mercado minorista en un país extranjero.

Como ya hemos visto, las fusiones tienden a producirse en oleadas. Sólo recientemente se han desarrollado modelos teóricos para explicar este fenómeno. Entre estas explicaciones están la explotación de las ineficiencias del mercado (Shleifer y Vishny, 2003; Rhodes-Kropf y Viswanathan, 2004), el deseo de los directivos de mantener la independencia en la gestión de la empresa (Gorton et al., 2005), fenómenos cíclicos (Lambrecht, 2004), consideraciones estratégicas (Faulí-Oller, 2000, y Toxvaerd, 2004) o redistribución del capital debida a cambios tecnológicos (Jovanovic y Rousseau, 2002, 2004). Aunque todos los factores arriba mencionados pueden ayudar a comprender las oleadas de fusiones, el último argumento basado en el choque tecnológico parece el más convincente. Los diferentes modelos teóricos se describen en el Cuadro 1.

Cuadro 1

Razones por las cuales las fusiones se producen en oleadas

Explotación de las ineficiencias del mercado. En el estudio de Shleifer y Vishny (2003), las fusiones financiadas mediante acciones vienen determinadas según la valoración relativa que el mercado hace de las empresas que se quieren fusionar. Ineficiencias en el mercado de valores llevan a valoraciones erróneas. Entonces, los directivos racionales explotan este tipo de ineficiencias en parte a través de las fusiones, siendo las absorciones de empresas más frecuentes cuando el error de valoración es mayor.

De manera similar, Rhodes-Kropf y Viswanathan (2004) construyen un modelo racional de fusiones mediante la compra de acciones con valoraciones de mercado falsas. Mientras los directivos de la empresa compradora tienen información privada tanto sobre el valor independiente de la propia empresa como el de la empresa con la que potencialmente se quiere fusionar, las empresas que pueden ser absorbidas sólo conocen el valor independiente de su propia empresa. Para analizar las posibles sinergias con la empresa compradora deben basarse

en las valoraciones del mercado que reciben mediante las ofertas. Este es el mecanismo inicial del modelo que genera las olas de fusiones. Una mala valoración del mercado tiene dos efectos: uno general que afecta a todo el mercado y otro que afecta de manera específica a cada empresa. Dados estos efectos, la empresa objeto de compra trata de filtrar el efecto general del mercado. Cuando la sobrevaloración del mercado es grande, el error estimado de las posibles sinergias es también grande. Por tanto, las ofertas son mucho más atractivas en mercados sobrevalorados que en los infravalorados.

Independencia en la gestión. En Gorton et al. (2005), las oleadas de fusiones son resultado del interés de los directivos por mantener independiente la gestión de su empresa. Dado que un mayor tamaño de empresa reduce la probabilidad de ser absorbida por otra, los directivos pueden emprender una protección activa en contra de su absorción aunque sea a costa de mayores beneficios, por lo que dentro de un sector, en vez de observar una fusión potencialmente provechosa se producen oleadas de fusiones con empresas menos provechosas. La primera fusión es el desencadenante de la oleada; tal y como lo describen los autores, estas acciones defensivas que llevan a cabo las empresas se acaban convirtiendo en una “carrera para incrementar el tamaño de la empresa”.

Fenómenos cíclicos. Lambrecht (2004) proporciona un modelo para explicar por qué las fusiones ocurren de manera más frecuente en épocas de expansión económica y no de recesión. Las absorciones prometen explotar las economías de escala relacionadas con la demanda del producto que la empresa comercializa y, por tanto, con el precio de mercado. Como las fusiones siempre conllevan costes, es más probable que éstas se produzcan si los precios después de la fusión, y por extensión los beneficios, pasan a ser mayores que en la situación previa. Por eso en los mercados donde los productos presentan comportamientos cíclicos, las olas de fusiones son más frecuentes.

Consideraciones estratégicas. Toxvaert (2004) considera en su modelo un número finito de empresas compradoras compitiendo por un número reducido de empresas para adquirir. Cada empresa compradora puede realizar la operación de inmediato o bien esperar mejores condiciones de mercado, aunque esta segunda opción conlleva el riesgo de que las empresas competidoras se adelanten. El autor muestra cómo, en equilibrio, las empresas compradoras realizan las operaciones de manera simultánea, generando por tanto una oleada de fusiones. Intuitivamente, este resultado demuestra que mientras esperar para realizar la fusión sólo es óptimo cuando las otras empresas también esperan, existe el riesgo de no encontrar una empresa para adquirir cuando las otras ya hayan actuado. De esta manera, todas las empresas anticipan la ola de fusiones y compran a la vez la empresa que habían predeterminado.

Consideraciones no estratégicas y estratégicas. En Faulí-Oller (2000), utilizando un modelo de Cournot con costes asimétricos, las oleadas de fusiones se explican como una combinación de razones no estratégicas y estratégicas. Las primeras comprenden todos aquellos determinantes exógenos que hacen que las absorciones sean rentables. Las segundas incluyen interrelaciones entre empresas que hacen que las fusiones sean rentables sólo si otras empresas también se fusionan. El autor muestra cómo una disminución exógena de la demanda estimula las operaciones de fusiones, ya que las asimetrías en los costes se ven acentuadas y las fusiones se vuelven más rentables. Y la consideración estratégica entra en juego con las empresas que no participan en la actividad de fusiones, ya que en respuesta incrementan su producción creando un efecto negativo sobre la fusión. Si hay menos competidores en el mercado, menor es la intensidad de este efecto negativo. Bajo ciertas condiciones, una fusión inicial puede hacer más atractivas fusiones posteriores⁹⁾.

Redistribución del capital debida a cambios tecnológicos. Según la teoría de Jovanovic y Rousseau (2004), las oleadas de fusiones coinciden con épocas de cambio tecnológico, como por ejemplo el periodo 1890-1930 con el uso generalizado de la energía eléctrica, o entre 1970 y 2002 con la difusión de las tecnologías de la información. El progreso tecnológico fuerza a las empresas a reestructurarse para aumentar la eficiencia de sus procesos productivos. Este análisis toma la q de Tobin como medida de la evaluación del mercado de la eficiencia relativa de distintas empresas. Siguiendo este razonamiento, un choque tecnológico incrementa la q para las empresas prósperas, mientras que la disminuye para las que no lo son tanto. Entonces, empresas con una q alta comprarán empresas con q baja, asegurando una mejor asignación del capital. Si se contrasta con datos del mercado de valores norteamericano, esta sencilla teoría se ajusta de manera razonable en cuatro de cada cinco oleadas de fusiones ocurridas en el siglo XX^{b)}. Las fusiones y adquisiciones se han convertido en un instrumento cada vez más importante en la colocación de capital frente a los mecanismos comunes de entrada y salida de empresas en el mercado.

^{a)} Faulí-Oller explica la actividad en fusiones debida a una reducción de la demanda –en industrias en declive, citando a Dutz (1989) para ejemplos–, mientras que Lambrecht (2004) destaca que la actividad en fusiones está relacionada positivamente con los *booms* (como la última oleada que llegó a su punto más alto en el año 2000). Estos dos argumentos no entran en contradicción, puesto que una oleada de fusiones se puede explicar generalmente desde el punto de vista de Lambrecht, y al mismo tiempo puede ser verdad que exista la necesidad de reestructuración en las sucursales en declive, que probablemente sería demasiado pequeña como para crear otra oleada de fusiones.

^{b)} En un estudio previo, Jovanovic y Rousseau (2002) demuestran que existe una clara relación empírica entre la redistribución del capital vía fusiones y adquisiciones y la dispersión de la q entre empresas. En este estudio muestran cómo la respuesta en inversión mediante fusiones y adquisiciones a un cambio en la dispersión de q es 2,6 veces mayor que la respuesta en inversión corriente.

¿Cuáles son las consecuencias para la concentración?

La globalización y la integración del mercado implican la ampliación efectiva de éste, cosa que a su vez tiene consecuencias sobre el nivel de concentración de equilibrio en un mercado. En una industria caracterizada por la presencia de un coste fijo irrecuperable de entrada, la concentración disminuye cuando la relación entre el tamaño del mercado y el coste irrecuperable de entrada aumenta. Por ejemplo, cuando diferentes mercados formados por el mismo número de empresas se integran, el número total de empresas en el equilibrio de libre entrada disminuye, pero el número de empresas resultante es mayor que el que había inicialmente en cada uno de los distintos mercados originales. Entonces, la concentración en el mercado integrado es menor que en cualquiera de los mercados originales. Sin embargo, en aquellas industrias en las que el coste irrecuperable de entrada es endógeno –controlado por la empresa, como una inversión en I+D o en publicidad, o bien otros gastos no relacionados con la producción pero diseñados para reducir costes, fomentar la demanda o mejorar la calidad de los servicios ofrecidos–, un incremento del tamaño del mercado no tiene por qué reducir la concentración (Sutton, 1991). Por ejemplo, en el sector bancario, el coste de establecimiento de una red de sucursales es un coste fijo e irrecuperable, y su transformación hacia un sector de servicios podría causar el aumento de este coste irrecuperable obligatorio aún más, ya sea a través de la inversión en redes de comunicación/tecnologías de la información o en capital humano especializado. Se puede prever que habrá competencia en tres etapas diferentes: 1) decisiones de entrada que impliquen ciertos gastos para que la empresa esté presente en el mercado; 2) decisiones de inversión que conlleven costes fijos, como en I+D, publicidad y

tecnologías de la información, y 3) aparte de estos gastos preparatorios, la competencia dentro del mercado. Bajo estas condiciones, un aumento en el tamaño del mercado no genera mayor entrada en equilibrio; de hecho, puede generar mayor salida del mercado, ya que la competencia en la etapa de inversión es muy intensa. Las condiciones necesarias para que haya entradas son que el gasto fijo en la etapa 2 sea mayor que el coste variable generado en la etapa de producción y mercado, y que la cuota de mercado sea suficientemente sensible a estos esfuerzos de inversión. Un mercado más amplio solamente lleva a mayores gastos para unas pocas empresas, y generalmente existe un número máximo de empresas que pueden estar activas en el mercado (sin importar lo amplio que sea el mercado), por lo que se podría hablar de un oligopolio natural (véase Sutton, 1991, y Schmalensee, 1992).

Es una cuestión empírica saber hasta qué punto los costes irre recuperables en un sector son endógenos en el sentido que los hemos descrito anteriormente. Sin embargo, es probable que la creciente importancia de la inversión en tecnologías de la información, en adquisición de información y en la construcción de una base de clientes en mercados con externalidades derivadas de las redes de conexión y/o curvas de aprendizaje, haya hecho aumentar la importancia de los costes irre recuperables endógenos. Esto significa que ahora los gastos fijos son relativamente mayores que los variables, y que la cuota de mercado ha incrementado su sensibilidad a la inversión en costes fijos. Si éste es el caso, entonces puede ser verdad que en los mercados, para algunas industrias sólo haya lugar para unas pocas empresas. En los servicios financieros, esto puede aplicarse a la banca al por mayor y a los bancos de inversión (que proveen servicios –financiación, operaciones en bolsa, correduría, tasación, asesoramiento y preparación de fusiones y adquisiciones– al escalón más alto de las corporaciones multinacionales, así como de las empresas medianas que realizan operaciones internacionales).

4. Los resultados de las fusiones

4.1. Impacto en la competencia

Una fusión afectará a los beneficios de la entidad que se ha fusionado (los *insiders*), a los de sus rivales (los *outsiders*), y tendrá influencia sobre los precios, la calidad y la variedad de productos disponibles para los consumidores. Por tanto, el análisis de los efectos de una fusión sobre el bienestar es complejo. Cuando una fusión incrementa los beneficios de las empresas que participan en ella, en general pueden ocurrir potencialmente dos efectos opuestos: pérdidas de bienestar debidas a la reducción efectiva de la competencia, y ganancias de bienestar gracias a las economías de escala y la reducción del coste unitario del producto. Un aumento de la concentración del mercado mejorará globalmente el bienestar sólo si la empresa fusionada gana cuota de mercado mediante la imposición de un precio más bajo.

Sin efectos de reducción de costes, una fusión que sea provechosa para los *insiders* lo será también para los *outsiders*, ya que tenderá a aumentar el precio del producto y a reducir la cantidad ofrecida. Por tanto, los consumidores saldrán perjudicados por la fusión. Si las empresas son simétricas –es decir, del mismo tamaño–, se genera un efecto de reducción del bienestar total (definido como la suma del excedente del consumidor y del productor). Sin embargo, si las empresas son asimétricas, una fusión de empresas pequeñas puede mejorar la eficiencia productiva (igualando la capacidad de producción de las diferentes empresas del mercado y transfiriendo la producción de empresas de alto coste a empresas de bajo coste) y

aumentar hasta tal punto los beneficios que el bienestar total sea mayor a pesar de que los precios y la concentración del mercado hayan aumentado¹².

En un estudio sobre fusiones en todo el mundo basado en la base de datos global de Thomson Financial Securities durante el período 1981 a 1998 (que cubre todas las transacciones realizadas de al menos 1 millón de dólares), Gugler et al. (2003) encontraron que, en promedio, las fusiones incrementan los beneficios pero reducen las ventas de las empresas que se fusionan. Los autores no encontraron grandes diferencias comparando empresas de distintas zonas geográficas, manufactureras o de servicios, o comparando operaciones nacionales o transfronterizas. Las fusiones para la creación de un conglomerado hacen decrecer las ventas más que las fusiones horizontales.

Los autores clasifican las fusiones en cuatro categorías: *efectos de poder de mercado* (27,6%), cuando las ventas se reducen pero los beneficios aumentan. *Mejoras en la eficiencia* (29,0%), cuando tanto los beneficios como las ventas aumentan. *Reducción de la eficiencia* (28,2%), cuando tanto las ventas como los beneficios disminuyen; y una cuarta categoría, que incluye mayores ventas pero menos beneficios (15,1%), y que puede explicarse como la *búsqueda de mayor tamaño* a costa de los beneficios. Este estudio pone de manifiesto una gran variedad de resultados de acuerdo con una variedad similar de motivos para realizar una fusión.

Antes de concluir que la mayoría de fusiones que se produjeron en el período examinado de quince años redujeron el bienestar, como hacen los autores, debería hacerse un análisis completo del bienestar que considerara los efectos de una fusión en los rivales y en los consumidores. Pesendorfer (2003) realizó este análisis para las fusiones horizontales que habían tenido lugar en la industria papelera de Estados Unidos a mediados de 1980. En su estudio encontró que tanto la eficiencia como el bienestar aumentaron después de la oleada de fusiones y adquisiciones que hubo específicamente en esta industria. Las empresas que se fusionaron redujeron su capacidad y, como resultado, en general perdieron cuota de mercado, creando un efecto positivo sobre el bienestar, ya que las fusiones incrementaron el excedente de los productores sin modificar el excedente de los consumidores.

Maksimovic y Phillips (2001), usando una muestra de alrededor de diez mil transacciones, aportaron evidencia empírica sobre el hecho que la mayoría de transacciones de activos de las empresas generan ganancias en la productividad y mejoras en la distribución de la eficiencia. Con datos de la Longitudinal Research Database (LRD) de la Oficina del Censo de Estados Unidos desde 1974 a 1992, los autores calculan la productividad total de los factores y comparan esta medida a nivel de empresa un año antes de realizarse la transacción con la de dos años después de la transacción. El cambio medio en la productividad ajustado por las diferentes industrias es significativo y positivo con un 2% de incremento.

¹² De hecho, en un modelo de Cournot en el que las empresas compiten en cantidad, bajo ciertas condiciones técnicas en la función de beneficios, una fusión de empresas que inicialmente tenían una cuota de mercado conjunta pequeña, que es rentable e incrementa el precio de mercado, también aumenta el bienestar total (Farrell y Shapiro, 1990). Con productos diferenciados, el precio medio ponderado por la cuota de mercado podría bajar después de la fusión si hay un cambio significativo de producción hacia las empresas de bajo coste que no participan en la fusión. Si una fusión genera sinergias, entonces (y bajo ciertas condiciones técnicas en la función de beneficios), cuando las empresas compiten en cantidad (Cournot) con un producto homogéneo, o compiten en precios (Bertrand) con productos diferenciados, una fusión beneficiará a los consumidores si, y sólo si, perjudica a las empresas competidoras (véase Farrell y Shapiro, 1990, y Vives, 1999).

Durante los años noventa, en el sector bancario se produjeron muchas fusiones nacionales y transfronterizas, complementadas por alianzas estratégicas y asociaciones de empresas (*joint ventures*) que llevaron a la consolidación del sector. Evenett (2003) intenta distinguir entre los efectos que esta consolidación tuvo sobre la eficiencia y el poder de mercado a través del análisis de la dispersión de los tipos de interés (la diferencia entre el tipo de interés medio que pagan los prestatarios y el tipo de interés medio que el banco paga para los depósitos). Un incremento en la dispersión de los tipos de interés indica que los bancos ganaron más poder de mercado y lo transfirieron a los consumidores en forma de menores costes gracias a las ganancias en eficiencia. Usando datos del Banco Mundial y del Bank for International Settlements, Evenett encuentra resultados variados. Las alianzas estratégicas realizadas entre diferentes países de la Unión Europea parecen estar asociadas a un incremento de la dispersión en los tipos de interés, mientras que las fusiones nacionales en países de la Unión Europea reducen esta dispersión. Fuera de la UE, tanto las alianzas estratégicas como las fusiones han reducido la dispersión en los tipos de interés, con efectos positivos para el bienestar.

Otro hecho interesante sobre las fusiones es que las que se producen entre empresas asimétricas (por ejemplo, entre una empresa grande y una de pequeña) tienden a dar mejores resultados que aquellas que se producen entre empresas simétricas (véase Capron, 1999, y Conn et al., 2003).

4.2. Ganadores y perdedores

Andrade et al. (2001) buscan identificar a ganadores y perdedores de fusiones y adquisiciones entre empresas estadounidenses que cotizaron en bolsa durante el período 1973-1998¹³. El impacto de las fusiones en los precios de las acciones se analiza mediante estudios (*short-window events*) que controlan la reacción del mercado de acciones un día antes y un día después del anuncio de una fusión. En un segundo paso, el tiempo de estudio se alarga desde veinte días antes del anuncio hasta la culminación de la operación de fusión. El resultado básico es que los propietarios de acciones de la empresa que quiere ser adquirida salen claramente beneficiados de la fusión. La creación de valor se acumula hasta en un 16% de promedio. Por otra parte, el impacto de la fusión en los propietarios de acciones de la empresa compradora no está tan claro (de promedio, el valor de las acciones se ve reducido en un 0,7%; sin embargo, es un resultado poco significativo). Si se combinan los dos efectos de la empresa adquirida y de la compradora, los accionistas ganaron en promedio un 2,6% en los años ochenta y un 1,4% en los noventa.

Si los mercados tuviesen suficiente información sobre los efectos de una fusión, estos incrementos de valor se verían reflejados en rendimientos anticipados. Sin embargo, el alto grado de incertidumbre sobre las estimaciones de la rentabilidad esperada, asociada a los precios de las acciones, debe traducirse en un alto grado de incertidumbre similar en la estimación de los rendimientos anormales o por encima de lo esperado.

La evidencia empírica para una gran parte de las fusiones parece que sea inconsistente. Para este tipo de fusiones, los estudios que intentan determinar qué produce rendimientos anormales (*event studies*) encuentran que el valor de mercado de las acciones de las empresas que se han fusionado aumenta, mientras que sus beneficios disminuyen. Esto lleva a plantearse tres incógnitas: 1) ¿por qué se producen fusiones no provechosas?; 2) ¿cómo puede crecer el valor

¹³ Utilizan la base de datos sobre acciones del Center for Research in Security Prices (CRSP) de la Universidad de Chicago, incluyendo información de precios de todas las empresas presentes en la Bolsa de Nueva York, el American Stock Exchange y el Nasdaq.

de las empresas que se fusionan si disminuyen sus beneficios? y 3) ¿por qué hay empresas que adquieren otras empresas si la ganancia la acaparan en mayor parte los accionistas de la empresa que es adquirida? Fridolfsson y Stennek (2001) tratan de solventar estas incógnitas mediante una sola explicación. En un modelo de negociación en coaliciones, los autores muestran que las fusiones anticipadas son racionales si ser *outsider*, es decir, quedar excluido de la oleada de fusiones, deja a la empresa en una situación de desventaja. La externalidad negativa que se impone a las empresas no participantes crea un incentivo para embarcarse en operaciones de fusiones anticipadas. Aunque la fusión no sea provechosa, el valor puede aumentar, ya que el valor de las acciones antes de la fusión tiene en cuenta el riesgo de ser un *outsider* con unos beneficios resultantes aún peores, situación que de esta manera se previene.

4.3. Fusiones e I+D

Entre los efectos más importantes de las fusiones se encuentran sus consecuencias dinámicas sobre la innovación. La innovación es el motor del crecimiento, y puede muy bien darse el caso que un efecto estático (negativo) sobre el bienestar se convierta en un efecto dinámico (positivo) sobre la eficiencia inducido por una fusión, o viceversa. Las fusiones pueden tener efectos de escala y de alcance en I+D, generando mayores incentivos a desarrollar actividades de innovación (por ejemplo, una empresa que produzca mayor cantidad de producto tendrá más incentivos a invertir en una reducción de costes, como muestra Vives, 2004). También se pueden internalizar los efectos positivos de desbordamiento entre empresas relacionadas vis-a-vis, acercando un poco más los rendimientos privados y los sociales. Una fusión puede proveer una empresa de más recursos financieros que le permitan emprender proyectos de I+D más arriesgados y ambiciosos, aunque el mercado de capital sea imperfecto. Al mismo tiempo, las fusiones pueden evitar la duplicación de esfuerzos, y en este caso permitir la reducción del esfuerzo en I+D manteniendo los mismos resultados en innovación. Por otro lado, las fusiones pueden suavizar la competencia y, tal y como han concluido abundante literatura empírica y modelos teóricos, se necesita cierto grado de competencia para que haya innovación, como también se ha demostrado que la presión competitiva tiende a fomentar la innovación (véase Baily y Gersbach, 1995; Nickell, 1996; Aghion et al., 2005, y Vives, 2004).

La fuerza y el impacto neto de todos estos efectos es una cuestión empírica aún por resolver. La evidencia sobre la actividad innovadora de las fusiones es fragmentaria y variada. Nótese, sin embargo, que un resultado que indicara que las fusiones reducen los esfuerzos en innovación podría ser compatible con operaciones para aumentar el bienestar, ya que la eliminación de duplicaciones en los esfuerzos podría ser beneficiosa.

Diversos estudios se concentran en el efecto que las fusiones tienen sobre la inversión en I+D. En un estudio para la industria biotecnológica y farmacéutica, Danzon et al. (2004) muestran que muchas veces grandes empresas del sector se fusionan para eliminar la sobrecapacidad, que por ejemplo puede aparecer cuando una patente expira. Controlando la propensión a fusionarse, los autores encuentran que no existen diferencias entre el gasto en I+D que hacen las empresas que se han fusionado y el que tienen empresas similares dentro del mismo sector que no lo han hecho. Para las empresas pequeñas, una fusión se presenta como una salida estratégica a una situación de presión financiera.

Cassiman et al. (2004) sostienen que el tipo de relación entre la tecnología y el mercado debería determinar el impacto de una fusión sobre el nivel de I+D. Las empresas que utilizan tecnologías complementarias deberían incrementar el nivel conjunto en I+D después de fusionarse, mientras que entre empresas con tecnologías sustitutivas se podría esperar una

reducción del nivel. La agregación de actividades de comercialización (*product market activities*) puede generar economías de escala y de alcance con consecuencias indirectas en el gasto en I+D. Utilizando una pequeña muestra de 31 fusiones en la Unión Europea, Cassiman et al. (2004) encuentran que los niveles de I+D aumentan donde las tecnologías son complementarias, y caen donde son sustitutivas. Entre empresas con tecnologías sustitutivas, las reducciones en el nivel de I+D son mayores cuando estas empresas son rivales, es decir, cuando compiten en el mismo mercado. En general, los autores también encuentran evidencia empírica de efectos de alcance, mientras que los efectos de escala no aparecen en los datos.

La industria de semiconductores ocupa un puesto alto en la lista de gasto en I+D (hasta un 13% de las ventas). Gugler y Siebert (2004) se fijaron en los efectos de eficiencia frente a los efectos de poder de mercado comparando fusiones con asociaciones de empresas de investigación (*research joint ventures*). Las asociaciones de empresas deberían ser también capaces de internalizar los efectos de desbordamiento y promover un nivel alto en I+D. Más aún, Gugler y Siebert (2004) encuentran que las asociaciones de empresas de investigación generan mayores ganancias de eficiencia que las fusiones, ya que se reduce el efecto de poder de mercado, que es el que potencialmente podría reducir el efecto de ganancias en eficiencia. Por tanto, desde una perspectiva de política pública, estas asociaciones de empresas de investigación proporcionan la ventaja de no reducir la competencia en el mercado del producto.

4.4. Resumen

El análisis del funcionamiento de una fusión es complejo, y existe evidencia consistente con diferentes explicaciones sobre su origen. Sin embargo, la explicación más plausible es que las fusiones responden a cambios tecnológicos y son un instrumento de reestructuración, lo que explica las oleadas de fusiones. Otros motivos se superponen a esta influencia central del cambio tecnológico: realizar fusiones para ganar poder de mercado, para beneficiar a los gestores o debido a un exceso de confianza de los mismos. Estos últimos factores podrían explicar por qué algunas oleadas de fusiones inducen sobrevaloraciones y otras destruyen valor.

5. Políticas de defensa de la competencia y control de fusiones

El objetivo principal de la política de defensa de la competencia es mantener un proceso competitivo saludable, para así proteger el bienestar social. Existe un debate acerca de si las políticas de defensa de la competencia deberían estar dirigidas a proteger solamente los intereses de los consumidores (es decir, el excedente del consumidor) o si deberían proteger también los beneficios o excedente del productor (a menudo descritos como el excedente total estándar). En cualquier caso, actualmente las políticas de defensa de la competencia están dirigidas hacia la eficiencia económica. En Estados Unidos, llevó algún tiempo llegar a este punto, ya que hubo que superar las actitudes populistas según las cuales el tamaño por sí solo ya era una ofensa. Actualmente sólo lo es el poder de mercado. En Europa, el objetivo de la eficiencia se ha entrelazado con otros objetivos, como la promoción de empresas pequeñas y medianas, la innovación o la competitividad exterior de las empresas europeas. La promoción de la integración europea ha sido un objetivo adicional. La Comisión Europea, a diferencia de cualquier otra autoridad de defensa de la competencia en el mundo, tiene el deber de controlar los programas de racionalización industrial y las ayudas estatales a la industria. Sin embargo, el objetivo de la eficiencia ha ganado peso.

El fundamento de las políticas de defensa de la competencia es que la presión competitiva es la fuerza que conduce a la eficiencia económica. Existen argumentos generales a favor de la competencia que, en principio, son aplicables a cualquier industria. De hecho, los beneficios de la competencia en la asignación eficiente de recursos están consolidados desde Adam Smith. Sin embargo, hay que mencionar que, en general, la competencia es imperfecta debido a las barreras de entrada, los costes de cambio (*switching costs*), la diferenciación del producto y la información asimétrica. El resultado es que hay espacio para que las empresas ejerzan su poder de mercado. A consecuencia de ello, encontramos que los teoremas del bienestar asociados a la competencia perfecta no son directamente aplicables a ninguna industria real. En general, sin embargo, la competencia se percibe como buena tanto para la eficiencia económica como para la asignación eficiente de los recursos. La presión de un mercado competitivo da incentivos a los directivos para actuar e información para diseñar unos esquemas apropiados de incentivos¹⁴. El poder de monopolio induce a la ineficiencia y al derroche, y se necesita un cierto grado de rivalidad para mantener un buen ritmo de innovación en una industria, es decir, para la eficiencia dinámica.

Las políticas de defensa de la competencia intentan prevenir las consecuencias adversas del poder de mercado mediante el control *ex post* de prácticas restrictivas (como los acuerdos para la fijación de precios o el reparto del mercado en cárteles) y precios abusivos (como intentos de monopolizar o excluir empresas del mercado). También buscan el control de las fusiones *ex ante*: preservando las estructuras de mercado propicias para la competencia o impidiendo las estructuras de mercado que no permiten la competencia efectiva. Por tanto, controlar las fusiones es intentar anticipar las consecuencias que tendrá en la competencia la reestructuración inducida por una fusión. El análisis de las fusiones distingue entre los “efectos unilaterales” y los “efectos coordinados” de la fusión. Los efectos unilaterales reflejan las consecuencias de incrementar los precios por encima de los costes, y se miden mediante los modelos estáticos estándar de competencia oligopolística. Los efectos coordinados aparecen cuando las empresas acuerdan, explícita o implícitamente, mediante estrategias de recompensa y castigo, mantener los precios elevados. Los efectos coordinativos reflejan que existe colusión tácita o real. Un análisis de las condiciones de entrada, de las posibles ganancias de eficiencia y de los efectos dinámicos (en la inversión y en la innovación, por ejemplo), también es relevante.

El procedimiento en Estados Unidos y en la Unión Europea es similar. Se empieza por definir el mercado (geográfico y de producto) relevante y se procede a calcular la cuota de mercado y los indicadores de concentración (como el índice de Herfindahl)¹⁵. Estos se utilizan para definir umbrales seguros básicamente estableciendo que las fusiones con cuotas de mercado combinadas pequeñas deben ser permitidas, en particular en las industrias poco concentradas. Existe una diferencia muy importante entre Estados Unidos y la Unión Europea. En ésta, la jurisdicción que debe encargarse de la fusión está establecida: la Comisión Europea o la autoridad nacional¹⁶. La asignación de jurisdicción puede ser polémica, como muestra el

¹⁴ Véase, por ejemplo, Hart (1983), Schafferstein (1988), Hermalin (1990), Schmidt (1997) y Vives (2000).

¹⁵ El índice Herfindahl se define como la suma de las cuotas de mercado al cuadrado en un mercado en particular (véase el capítulo 4 en Vives, 1999).

¹⁶ La Comisión Europea tiene autoridad sobre las concentraciones que tienen una “dimensión comunitaria”, es decir, en operaciones con una facturación combinada anual mayor de 5 millardos de euros o una facturación en la Unión Europea de cada una de al menos dos de las empresas más grandes de 250 millones de euros. Si cada una de las empresas tiene más de dos tercios de sus ventas en la UE en un mismo Estado miembro, entonces este Estado tiene la jurisdicción.

reciente caso español de Gas Natural-Endesa, sobre el cual la Comisión tardó más de dos meses en decidir.

La definición del mercado relevante, en el espacio del producto o geográfico, es crucial y normalmente polémica. Por ejemplo, en la fusión propuesta y bloqueada de los dos productores suecos de camiones –Volvo y Scania–, la Comisión Europea concluyó que cada uno de los países individuales (como Suecia, Dinamarca, Noruega, Finlandia e Irlanda) eran un mercado dentro del cual la compañía fusionada podría ejercer un poder de mercado excesivo. Sin embargo, las empresas que pretendían fusionarse defendieron que el mercado relevante era el europeo (el Área Económica Europea). Si el mercado relevante hubiese sido el europeo en lugar de la dimensión nacional, la decisión hubiese sido diferente. Este caso evidencia que a las empresas que buscan aumentar su tamaño para competir internacionalmente se les puede impedir fusionarse si esto supone aumentar demasiado la concentración en un mercado nacional.

El aumento de concentración debido a la fusión debe examinarse mediante un análisis específico de los efectos unilaterales y coordinados, así como de las condiciones de entrada. Para analizar los efectos unilaterales se utilizan cada vez más técnicas cuantitativas y de simulación basadas en modelos oligopolísticos. El análisis de los efectos coordinados es más cualitativo, basado en las condiciones de la estructura de mercado (como la transparencia, la distribución de los activos en la industria en términos de la capacidad de producción y de las carteras de productos de las empresas, la concentración y el número de empresas, el contacto multimercado, las asimetrías de coste y de demanda, las condiciones de entrada y el poder del comprador) y prácticas que facilitan (como una historia de cooperación en la industria, comunicación de planes, intercambio de información de precios y cantidades, y políticas de precios) que pueden afectar a la capacidad de las empresas para coludir y mantener los precios por encima de los competitivos.

En Estados Unidos y en Reino Unido, una fusión sería cuestionada si “disminuyese sustancialmente la competencia”. En la UE, bajo la antigua regulación de fusiones (desde 1989), la prueba de cuán sustanciosa era esta disminución era la siguiente: «Una concentración que no cree o fortalezca una posición dominante como resultado de la cual se dificulta la competencia significativamente en el mercado común... se declarará compatible con el mercado común». Esto es una prueba en dos partes (*two-prong test*), que se refiere a “la creación o fortalecimiento de una posición dominante” y a comprobar si “la competencia está significativamente dificultada”. El problema es que esta prueba no está bien adaptada para tratar los efectos unilaterales, porque una fusión puede incrementar los precios y disminuir el bienestar aunque no se cree una posición dominante para una única empresa. La Comisión Europea intentaba bloquear fusiones argumentando que crearían una posición colectiva dominante (es decir, que fomentarían la colusión), cuando de hecho lo que potencialmente estaba en juego eran los efectos unilaterales (es decir, ejercicios no colusorios del poder de mercado). Un ejemplo es el bloqueo en el año 1999 de la fusión de Airtours y First Choice, porque hubiese creado una posición colusiva dominante en los paquetes vacacionales al extranjero de corta distancia en Reino Unido. Sin embargo, en el año 2002, el Juzgado de Primera Instancia concluyó que la Comisión había cometido errores de evaluación y no había probado según los requisitos legales exigidos que la fusión hubiese llevado a una posición dominante colectiva (es decir, la colusión potencial según el análisis de los efectos coordinados).

Bajo la antigua regulación de las fusiones, hubo un período a finales de la década de los noventa en el que la intervención fue muy intensa. Las transacciones prohibidas o abandonadas se triplicaron, pasando de una media de dos por año en el período 1990-1998 a una media de

seis por año en el período 1999-2000. Desde 1998 también hubo un incremento en las transacciones que se realizaban sujetas a la disponibilidad de recursos estructurales. Sin embargo, aproximadamente la mitad de las decisiones de prohibición por parte de la Comisión han sido cuestionadas por las partes notificadas, incluyendo, por ejemplo, Gencor/Lonrho, Airtours/First Choice, Worldcom/MCI Sprint y GE/Honeywell, y en 2002 el Juzgado de Primera Instancia revocó la decisión de la Comisión en Airtours/First Choice (como se ha comentado anteriormente), Schneider-Legrand y Tetra Laval Sidel (véase Tabla 3).

Tabla 3. Fusiones y adquisiciones bloqueadas formalmente por la Unión Europea

Fecha	Operaciones
1991	La oferta de Aerospatale/Alenia para comprar Havilland (Canadá)
1994	Operación de Bertelsmann, Kirch, Deutsche Telecom MSG (televisión digital de pago)
1995	Dutch Holland Media Group <i>venture</i> entre RTL4, Veronica y Endemol
1995	<i>Joint venture</i> en la distribución por satélite nórdica entre Norsk Telecom, TeleDanmark y Kinnevik
1996	<i>Joint venture</i> entre Saint-Gobain and Wacker-Chemie en el mercado del carburo de silicio
1996	<i>Finish retail deal between Kesko and Tuko</i>
1997	La adquisición por parte de Blokker's de las operaciones holandesas de Toys'R'Us
1998	La alianza propuesta en la televisión digital de CLT-UFA y Kirch
1998	La adquisición por parte de Deutsche Telecom y CLT-UFA de participaciones en Kirch's BetaResearch (decodificadores para la televisión de pago)
1999	La oferta de Airtours para el operador turístico First Choice (agencia de viajes), (revocada por el CFI, 2002)
2000	MCI Worldcom & Sprint/USA (acceso a Internet)
2000	Volvo y Scania (coches y camiones)
2001	GE - Honeywell (recurso pendiente de respuesta del CFI)
2001	Schneider - Legrand en equipamiento eléctrico (revocada por el CFI, 2002)
2001	SCA-Moelnycke & Metsae Tissue (papel)
2001	CVC y Lenzing (fibras sintéticas)
2001	Tetra Laval y Sidel (envasado de bebidas), (revocada por el CFI, 2002)
2004	ENI -EDP -GDP (energía)

Duso, Neven y Röller (2003) han afirmado que, en principio, los estudios que intentan determinar qué produce rendimientos anormales (*event studies*) en el mercado de valores pueden detectar el impacto que tienen las fusiones sobre el bienestar. Los autores llegaron a esta conclusión basándose en los elementos que indican que en algunos modelos dominantes de oligopolio con productos sustitutivos¹⁷, el excedente del consumidor aumenta si los beneficios de los *outsiders*, o aquellas empresas que no están involucradas en la fusión horizontal,

¹⁷ Es decir, en modelos como el de Cournot con productos homogéneos o el de Bertrand con productos diferenciados y bajo ciertas condiciones técnicas en la función de beneficios.

disminuyen. Una fusión es procompetitiva si, y sólo si, disminuye el valor de las empresas rivales. Sin embargo, debe observarse que esto sólo es aplicable a fusiones horizontales, y varias de las fusiones consideradas tienen componentes verticales o de mercados complementarios. Además, también se puede producir un descenso en la valoración de las empresas rivales en el mercado de valores como resultado de un anuncio de fusión, si el mercado anticipa estrategias predatoras y de exclusión en contra de las empresas que no participan en la fusión.

En el año 2004, la Comisión introdujo una nueva regulación de fusiones que incluía una prueba reformada para determinar cuán sustanciosa era la disminución de la competencia, así como un refuerzo en los derechos de proceder de las partes, y dotaba a la Comisión de poderes para investigar y ejercer control interno. El procedimiento en la Unión Europea es diferente del de Estados Unidos, que tiene una naturaleza adversativa: las agencias de defensa de la competencia deben denunciar las fusiones ante los juzgados. En cambio, en la UE el procedimiento es administrativo: una fusión dentro de Europa debe ser notificada a la Dirección General de Competencia, que la examina y hace recomendaciones para que después el Consejo de la Comisión tome la decisión final sobre su aprobación. El nuevo procedimiento de la UE añade más controles y establece el nombramiento de un economista jefe de la competencia para intensificar el análisis económico, y la creación de un panel de escrutinio que revise los casos que pasarán a una segunda fase de investigación e informe al director general¹⁸.

La nueva regulación de fusiones de 2004 introduce una prueba nueva para valorar el impacto anticompetitivo de la concentración: «Una concentración que no impida de manera significativa la competencia efectiva en el mercado común... será declarada compatible con el mercado común». En esta prueba de Impedimento Significativo de la Competencia Efectiva (SIEC), la primera parte de la prueba de la regulación antigua, «...que no cree o fortalezca una posición dominante...», desaparece, y sólo se mantiene la segunda parte de «se impida significativamente la competencia efectiva». Esto hace que la prueba sea más próxima a las prácticas de Estados Unidos y Reino Unido, a la vez que permite a la Comisión tratar los aspectos de poder de mercado en oligopolios no colusorios. Al mismo tiempo, la Comisión emitió unas directrices sobre fusiones horizontales siguiendo el estilo de las de Estados Unidos. En estas directrices también se consideran las eficiencias potenciales de las fusiones siempre y cuando éstas sean beneficiosas para los consumidores, específicas de la fusión y verificables.

Cuando una agencia de defensa de la competencia en Estados Unidos –ya sea el Departamento de Justicia o la Comisión Federal de Comercio– decide cuestionar una fusión, las partes implicadas pueden decidir no llevar a cabo la transacción, dado que el proceso judicial puede durar mucho tiempo. La nueva prueba que determina cuán sustanciosa es la reducción de la competencia en la UE está más cercana al análisis económico y es menos rígida. Permite eliminar las distorsiones en el uso del concepto de dominación colectiva, que estaba creando incertidumbre en el proceso. Las directrices sobre las fusiones también deberían ayudar a reducir la incertidumbre de las partes que están considerando la fusión. Estos cambios introducen más comprobaciones y control, y dan mayor importancia al análisis económico. Sin embargo, el personal de la Comisión dedicado al análisis económico es todavía bastante limitado comparado con las agencias de defensa de la competencia de Estados Unidos, y el desequilibrio de recursos respecto al sector privado es destacable. Todavía queda una pregunta

¹⁸ De hecho, el grupo responsable del análisis de las fusiones –el *Merger Task Force*– fue disuelto como una unidad separada y se integró en las diferentes unidades existentes de la Dirección General de Competencia específicas para cada industria.

abierta, y es si estas nuevas comprobaciones y controles serán suficientes para evitar los casos de invalidación de una fusión por parte del Juzgado en Primera Instancia, que parece que ha endurecido los criterios de prueba que requiere la Comisión. Rechazos adicionales podrían implicar que el sistema está efectivamente cambiando a una de revisión judicial más parecida a la de Estados Unidos.

En un procedimiento inquisitivo, el acusador/juez puede que no investigue todos los aspectos de un argumento, sino que busque solamente aquella información que le sirva de apoyo o refuerzo. En las decisiones del Juzgado de Primera Instancia sobre *Airtours/First Choice*, *Tetra Laval/Sidel* y *Schneider/Legrand*, el juzgado criticó a la Comisión por centrarse sólo en una de las partes y ocultar pruebas contradictorias. Cuando las funciones de acusar y juzgar están separadas, las partes generarán información en todos los aspectos del argumento. Parece necesario pues un procedimiento de confrontación más explícito.

La introducción de un panel de escrutinio ha sido importante, pero tendría sentido ir más lejos y considerar la posibilidad de crear un equipo interno que se plantee el efecto procompetitivo de una fusión¹⁹. Un paso adelante consistiría en considerar la posibilidad de establecer un tribunal administrativo, independiente de los investigadores pero dentro de la Comisión, que hiciera una recomendación pública acerca de la fusión al Colegio de los Comisarios. Los comisarios podrían estar todavía en desacuerdo con la recomendación del panel, pero tendrían que explicar el porqué. Otro paso más sería que el tribunal administrativo tomara la decisión final. Y un paso aún más valiente consistiría en establecer una Agencia de la Competencia Europea independiente parecida a la Comisión Federal de Comercio (FTC) estadounidense. En la FTC, la denuncia de una fusión está sujeta a la decisión de un juez de derecho administrativo, y su decisión puede ser apelada a la Comisión. Si las partes implicadas en la fusión no están satisfechas, pueden recurrir esta decisión y entrar en un circuito de apelaciones judiciales. En el caso europeo, las partes implicadas podrían apelar la decisión de la Agencia de la Competencia Europea ante el Juzgado de Primera Instancia (CFI) y ante el Tribunal de Justicia Europeo (European Court of Justice).

6. Política industrial y política de defensa de la competencia

A menudo, la política industrial entra en conflicto con la política de defensa de la competencia. Los gobiernos puede que quieran ayudar a las empresas en declive (como la textil, la del carbón, la constructora de navíos, etc.) o a los campeones nacionales como *Crédit Lyonnais*, *Bull* o *MG Rover*. Abundan ejemplos de empresas en declive o de campeones nacionales. Podrían ser el resultado de presiones políticas por parte de grupos locales o de la creencia que determinados sectores (como el bancario o el energético) son estratégicos y, por tanto, necesitan que empresas nacionales bien afianzadas defiendan los intereses nacionales. Esto entra en conflicto con la política de la competencia, que limita las ayudas del Estado y podría retrasar la integración de los mercados europeos.

6.1. La importancia de quién ostenta la propiedad

¿Realmente importa la propiedad nacional de las empresas? Parece difícil sostener que Bélgica está peor por no tener ningún productor nacional de coches. Sin embargo, ¿sería esto verdad si

¹⁹ Véase Baker (2005).

se tratara de otros sectores como el bancario? ¿Un país está peor si todos sus bancos son de propiedad extranjera? Esta situación está a punto de ocurrir en algunos países desarrollados como Nueva Zelanda, y también en mercados emergentes (incluyendo nuevos Estados entrantes en la Unión Europea como Estonia).

El ejemplo del sector bancario

Para financiar la actividad económica doméstica, y en particular en la relación entre los bancos que prestan a empresas de pequeña y mediana escala, la proximidad es un factor importante en lo que se refiere al compromiso a largo plazo. Puede que los bancos domésticos de propiedad extranjera se comprometan menos con los prestatarios domésticos a causa de la distancia que existe entre ellos y la sede central, ya que deben utilizar información precisa y protocolos rígidos en vez de información menos estricta, igual que pueden tener menor tendencia a internalizar el bienestar de todos los interesados (*stakeholders*) locales²⁰. En Estados Unidos, ha sido motivo de preocupación que grandes bancos de fuera de un estado de la unión se hayan apoderado de instituciones locales.

Sin embargo, tal como la dolorosa experiencia japonesa señaló, relaciones muy próximas pueden resultar en altos costes de financiación (porque los bancos no eran capaces de poner fin a ciertas transacciones) o en retrasos en el cierre de empresas inviables. Esta situación también puede llevar a acuerdos de colusión para evitar la entrada de nuevas empresas en el mercado y eliminar la competencia e innovación de las instituciones extranjeras. Con todo, en economías desarrolladas con una gama de instituciones bien diversificada, el proteccionismo nacional parece no estar garantizado, ni siquiera en el sector bancario. En economías emergentes –como las de Europa oriental, donde se ha conseguido la integración financiera básicamente a través de bancos propiedad de países de la Europa occidental–, la alternativa a bancos de propiedad extranjera es la de bancos semipúblicos, que por su parte son vulnerables a la influencia política y disponen de restricciones presupuestarias poco estrictas.

La mayoría de fusiones en el sector bancario han sido nacionales. Siguen habiendo obstáculos a las fusiones transfronterizas en Europa que no existen en las fusiones entre diferentes estados en Estados Unidos: economías internacionales de diversificación más limitada, rigidez en el mercado laboral y diferencias importantes en idioma, regulación y cultura corporativa. Las interferencias políticas y el querer potenciar los campeones nacionales son también otros impedimentos. Ejemplos recientes de estos obstáculos incluyen el del BBVA, primero con Unicredito y muy recientemente con BNL en Italia, o la adquisición de Antonveneta por parte de ABN Amro. Las autoridades francesas adoptaron una postura proteccionista en la batalla

²⁰ Si una empresa nacional pide un préstamo a un banco extranjero, presumiblemente la sede central de este banco estará situada en otro país. Los oficinistas responsables de este préstamo deberán responder, directa o indirectamente, a la sede central, lejos tanto geográficamente como en la manera de organizarse. Probablemente, el banco prestamista extranjero será una organización más compleja, que no tendrá la misma capacidad que el banco doméstico local de ofrecer los mismos servicios ni responder con la misma flexibilidad. Esto implica que los grandes bancos multinacionales se vean obligados a operar mediante procedimientos internos que sigan las mismas pautas en diferentes países a fin de poder asegurar un control interno. Por tanto, estos grandes bancos multinacionales no tienen suficiente flexibilidad para adaptarse a las necesidades concretas de los prestatarios locales. En cambio, los bancos locales son capaces de responder mejor a las necesidades específicas de las empresas locales, y son mejores socios cuando las relaciones entre la empresa y el banco son importantes. Una cuestión que continúa abierta es por qué los bancos multinacionales, en vista de los problemas anteriores, no desarrollan una estructura organizativa interna diferente que intente solucionarlos. Véase Berglöf et al. (2005).

a tres de BNP-SG-Paribas, que acabó con la fusión de BNP-Paribas, después que se insistiera para conseguir una solución “francesa”.

Las fusiones nacionales ayudan a recortar los costes, ya que reducen las sucursales solapadas (y así superan la rigidez del mercado laboral) y obtienen los beneficios de un conglomerado financiero. Pero este tipo de fusiones también puede aumentar el poder de mercado de las empresas que se fusionan y evitar absorciones hostiles. Por su parte, las fusiones transfronterizas pueden ser útiles para obtener expertos locales, acceder a depósitos con un gran margen o diversificar mientras se gana tamaño para competir en un mercado global. Lo cierto es que a finales de los años noventa, entre países escandinavos y en el Benelux tuvieron lugar diversas fusiones, que aunque fueran entre distintas regiones, sus diferencias culturales y legales eran escasas. Hace poco, Banco Santander (España) pudo adquirir Abbey, ya que Reino Unido no mantiene una postura muy proteccionista: las autoridades de defensa de la competencia sí habían bloqueado la adquisición de Abbey por parte de Lloyds TSB en el año 2001, y en cambio no lo hicieron con la operación de Banco Santander. En este caso, una política vigorosa de defensa de la competencia promovió una fusión transfronteriza. Banco Santander provenía de un mercado nacional en España con creciente competencia, que le había llevado a obtener ganancias de eficiencia que le permitieron expandirse internacionalmente (en gran parte por América Latina).

Ya hemos descrito anteriormente la importancia de la localización de la sede central de un banco en este sector, por la influencia que tiene sobre las relaciones de crédito a largo plazo. De manera más general, la localización de la sede central de cualquier empresa es importante, porque crea efectos de aglomeración de otras sedes centrales, así como de servicios para los negocios. Un ejemplo de estos efectos positivos externos es la densidad de mano de obra cualificada en el mercado. Por eso, la mayoría de regiones están dispuestas a subvencionar la instalación de una nueva sede central (véase Strauss-Khan y Vives, 2005, para evidencia sobre factores determinantes de la localización y efectos externos en Estados Unidos). Igualmente, otras actividades avanzadas, como I+D, también tienden a situarse cerca de la sede central.

La propiedad es también importante, en el sentido que la proximidad es relevante para la protección de los intereses de los distintos grupos interesados en una empresa, como los trabajadores, proveedores, pequeños accionistas o la comunidad. Esto se ve reflejado, por ejemplo, en una recesión, ya que una empresa intentará minimizar los recortes de plantilla en su país de origen.

Muchas veces, las grandes empresas internacionales desarrollan una cultura corporativa con una base nacional y necesitan el apoyo de un gobierno para influenciar ciertas actividades o proteger los derechos de propiedad, y así poder competir verdaderamente en un mercado internacional (por ejemplo, es corriente entre las “multinacionales” americanas buscar ayuda en el Departamento de Estado cuando tienen un problema). Esto significa entonces que las empresas mantienen la propiedad nacional por buenas razones que en un mercado globalizado aún podrían ser importantes.

En resumen, quién ostenta la propiedad es importante, ya que determina la localización de los centros de control corporativos y, por tanto, de las externalidades asociadas. Por eso las autoridades locales y regionales tienen incentivos para retener y atraer la sede central de las empresas. Además, hay mucha dependencia histórica, es decir, que las anteriores localizaciones son importantes, y puede que existan equilibrios múltiples, lo que deja espacio para una intervención política. Sin embargo, si todas las regiones ofrecieran subvenciones o protegieran

sus empresas, acabarían neutralizándose entre sí, además de ser necesarios grandes costes presupuestarios y pérdidas de bienestar. Por tanto, este tipo de posturas proteccionistas podrían ser contraproducentes.

6.2. ¿De campeones nacionales a campeones europeos?

Las fusiones transfronterizas pueden llevar a la formación de grandes campeones europeos. En estos casos, y dado el tamaño del mercado europeo, no debería ser preocupante para la competencia. Aun así, puede que exista un conflicto: la extracción de rentas del extranjero frente a la explotación de los consumidores europeos. Sin embargo, estos campeones europeos pueden ser excesivamente ayudados para empezar o, y quizá peor, puede que sean demasiado grandes como para quebrar y, por tanto, se les siga subvencionando cuando deberían cerrarse. En algunos sectores como el aerospacial, donde la curva de aprendizaje es muy pronunciada, el compromiso ligado a las ayudas públicas puede ser crucial para la competencia internacional. En este caso, según Neven y Seabright (1995), las ayudas a Airbus consistieron básicamente en una transferencia de rentas de los productores norteamericanos Boeing y McDonnell-Douglas a Airbus, dando lugar a ganancias mínimas para los consumidores.

Las fusiones transfronterizas requieren la combinación de culturas corporativas muy distintas: para conseguir finalmente el éxito, una cultura debe predominar sobre la otra. Para ello, las fusiones entre empresas asimétricas parecen funcionar mejor que las que se producen entre empresas más equilibradas.

La política de defensa de la competencia europea con respecto a la ayuda estatal puede constituir una institución muy efectiva para controlar el apoyo a los campeones nacionales (como en el caso de Crédit Lyonnais) y servir de compromiso externo para que no se mantengan empresas ineficientes (véase Besley y Seabright, 1999). Sin embargo, no está tan claro que la política de defensa de la competencia pueda evitar el apoyo a los campeones europeos: la Comisión Europea no es capaz de soportar con facilidad, por ejemplo, la presión simultánea de Francia y Alemania, como se demostró con la disolución en la práctica del Pacto de Estabilidad. Dada la política de la Comisión, ¿se puede mantener la independencia de la política de defensa de la competencia si los países pueden hacer presión sobre los comisarios y otros departamentos (como el de Energía o Industria) más allá de la política nacional? Esta tensión entre la política de defensa de la competencia y la política industrial ha aparecido varias veces, por ejemplo en la propuesta de crear un supercomisario o vicepresidente que supervisase los dos tipos de políticas, obviamente con el objetivo de mantener el control sobre la política de defensa de la competencia. La creación de cuerpos institucionales independientes, como un panel administrativo dentro de la Comisión o incluso una propia Agencia de Competencia Europea, podría ser la manera de proteger la política de defensa de la competencia de la presión de la política industrial.

6.3. Privatización y sectores regulados

Industrias que utilizan una red de infraestructuras como la eléctrica, el gas o las telecomunicaciones han sido liberalizadas, y las empresas que gozaban del monopolio anterior han sido privatizadas en la mayoría de países (con la excepción de Francia). Estas industrias se han mantenido reguladas incluso después de ser liberalizadas, ya que ciertos segmentos del sector correspondían a un monopolio natural. El modo en que se ha llevado a cabo la privatización tiene consecuencias muy importantes en el nivel de competencia y la actuación de la industria. Una cosa es privatizar un monopolio y otra es introducir cierto grado de competencia en el mercado y

después privatizar. La evidencia sugiere que más que la propiedad, lo que realmente importa a la hora de determinar cómo actuará una industria es el grado de competencia existente (véase, por ejemplo, Armstrong, Gozan y Vickers, 1994). Sin embargo, en muchos casos el deseo del gobierno de obtener dinero en efectivo mediante la privatización de un monopolio ha sido un motivo mucho más importante que el de garantizar cierto grado de competencia. Incluso se ha permitido a algunas empresas públicas fusionarse antes de ser privatizadas (éste fue, por ejemplo, el caso de la formación de la empresa energética española Endesa).

En este tipo de industrias con una red de infraestructuras, es importante que antes de la privatización se cree una estructura de mercado potencialmente competitiva. Ya que una vez que las empresas monopolísticas han sido privatizadas, es muy difícil cambiar la estructura del mercado mediante la venta de sus líneas de productos o filiales para potenciar la competencia. Las ofertas de fusión brindan la oportunidad de recolocar los activos de manera que favorezcan la competencia.

Industrias con una red de infraestructuras como las ya mencionadas del sector energético son consideradas industrias estratégicas en la mayoría de los países, por lo que se resisten a ser privatizadas o, aun después de serlo, mantienen acciones de oro con derecho a veto (*golden shares*). En Francia, las empresas nacionales han resistido a las privatizaciones al mismo tiempo que las empresas controladas públicamente por el gobierno francés han salido a comprar en otros mercados europeos.

7. Conclusiones

La globalización acompañada de la revolución en tecnologías de la información, y la consecuente reducción de los costes del comercio y ampliación de los mercados, han impuesto la reestructuración de muchos sectores, y las fusiones son uno de los principales instrumentos para llevar a cabo este cambio estructural. El hecho de adquirir un cierto tamaño de empresa es importante para competir de manera global en varios segmentos de la industria y servicios, aunque la consolidación puede suponer una amenaza para la competencia. Y la competencia es un pre-requisito para la eficiencia: para que haya innovación se necesita cierto grado de competencia, y acabar a tiempo con proyectos malos es el motor de crecimiento de la productividad. La competencia doméstica es la clave para tener éxito y ser competitivo internacionalmente; sin embargo, potenciar los campeones nacionales puede ir en contra de este objetivo. El reto de la política pública consiste en permitir en ciertos sectores la reestructuración necesaria y el aumento potencial en tamaño de la empresa, protegiendo al mismo tiempo la competencia.

Nuestra primera conclusión es que se necesita una política de defensa de la competencia vigorosa, aunque teniendo mucho cuidado en no favorecer niveles bajos de concentración en industrias de oligopolio natural, donde la dinámica inversora es tal que permite la supervivencia de solamente unas cuantas empresas en el mercado. Además, el control de las fusiones debería tener en cuenta la necesidad en diversas industrias de tener empresas de mayor tamaño y las eficiencias dinámicas que potencialmente generan estas fusiones, beneficiando así la innovación.

Una segunda conclusión que se puede extraer es que se debería eliminar cualquier obstáculo a las fusiones hostiles o transfronterizas en Europa. Las opas hostiles son una señal que el mercado de control corporativo se encuentra en un buen estado de salud. Asimismo, las

fusiones transfronterizas deberían poderse producir sin obstáculos regulatorios, ya que pueden servir como control al incremento de la concentración en el mercado nacional. Somos conscientes de que la nacionalidad de la propiedad no es neutral, particularmente en determinados sectores como el bancario, en el que las relaciones y la proximidad son importantes, pero este hecho no es una justificación suficiente para el proteccionismo. Tanto la política de defensa de la competencia a nivel europeo como la nacional deben jugar un papel principal para mantener abiertos los mercados.

Una tercera conclusión es que hay que tener cuidado en no promocionar a campeones europeos que después no sea posible cerrar o reajustar en caso necesario. La economía política de estos campeones europeos puede implicar que, dada la estructura institucional presente, los poderes de la política de defensa de la competencia a nivel europeo son muy limitados para lidiar con estos casos. Esta es una de las circunstancias en las que la coordinación global de las diferentes políticas de defensa de la competencia puede ayudar.

Finalmente, se puede extraer una cuarta conclusión, y es que la reforma del año 2004 sobre el procedimiento de control de las fusiones en Europa dio un paso adelante en la dirección correcta, incrementando los controles en el proceso de toma de decisiones sobre fusiones y el papel del análisis económico. Sin embargo, aún se podrían mejorar las garantías para las diferentes partes implicadas, la calidad del análisis y toma de decisiones, y la protección contra las presiones de grupos de interés y de gobiernos nacionales. Las propuestas de fusión deberían ser decididas por un panel administrativo que fuese independiente de fiscales e investigadores. Si esto no se consigue, entonces debería abrirse un debate sobre la necesidad de crear una Agencia Europea para la defensa de la competencia que fuese independiente, similar a la Comisión Federal de Comercio de Estados Unidos.

Referencias

- Aghion, P., N. Bloom, R. Blundell, R. Griffith y P. Howitt (2005), «Competition y Innovation: An Inverted-U Relationship», *Quarterly Journal of Economics*, 120, 2, págs. 701-728.
- Andrade, G., M. Mitchell y E. Stafford (2001), «New Evidence and Perspectives on Mergers», *Journal of Economic Perspectives*, 15, 2, págs. 103-120.
- Ang, J. S. y Y. Cheng (2003), «Direct Evidence on the Market Driven Acquisition Theory», inédito *Working Paper* Florida State University, Tallahassee, Florida.
- Armstrong, M., S. Cowan y J. Vickers (1994), «Regulatory Reform. Economic Analysis and British Experience», MIT Press, Cambridge, Mass.
- Baily, M. y H. Gersbach (1995), «Efficiency in Manufacturing and the Need for Global Competition», *Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics*, págs. 307-347.
- Baker, J. (2005), «My Summer Vacation at the European Commission», *The Antitrust Source* (www.antitrustsource.com), septiembre.
- Beffa Report (2005), «Pour une nouvelle politique industrielle», París.
- Berglöf, E., P. Fulghieri, J. Gual, C. Mayer, P. Pita Barros y X. Vives (2005), «Integration of European Banking - The Way Forward», *Monitoring European Deregulation, Banking*, CEPR.
- Besley, T. y P. Seabright (1999), «The Effects and Policy Implications of State-Aids to Industry», *Economic Policy*, vol. 14, 28, págs. 15-53.
- Capron, L. (1999), «The long-term performance of horizontal acquisitions», *Strategic Management Journal*, 20, págs. 987-1018.
- Cassiman, B., M. G. Colombo, P. Garrone y R. Veugelers (2004), «The Impact of F&A on the R&D Process. An Empirical Analysis of the Role of Technological and Market Relatedness», mimeo, IESE Business School and Catholic University of Leuven.
- Conn, R., A. Cosh, P. Guest y A. Hughes (2003), «The Impact on U.K. Acquirers of Domestic, Cross-border, Public Private Acquisitions», ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper nº 276.
- Danzon, P. M., A. Epstein y S. Nicholson (2004), «Mergers and Acquisitions in the Pharmaceutical and Biotech Industries», NBER Working Paper nº 10536.
- Dong, M., D. Hirshleifer, S. Richardson y S. H. Teoh (2004), «Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?», Working Paper, Western University of St. Louis.
- Duso, T., D. J. Neven y L.-H. Röller (2003), «The Political Economy of European Merger Control: Evidence using Stock Market Data», Discussion Paper FS IV 02-34, Wissenschaftszentrum Berlin.
- Dutz, M. A. (1989), «Horizontal Mergers in Declining Industries», *International Journal of Industrial Organisation*, 7, págs. 11-33.
- Evenett, S. J. (2003), «The Cross-Border Mergers and Acquisitions Wave of the Late 1990s», NBER Working Paper nº 9655.
- Farrell, J. y C. Shapiro (1990), «Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis», *American Economic Review*, marzo, págs. 107-126.

- Faulí-Oller, R. (2000), «Takeover Waves», *Journal of Economics and Management Strategy*, 9, 2, págs. 189-210.
- Fridolfsson, S.-O. y J. Stennek (2001), «Why Mergers Reduce Profits and Raise Share Prices – A Theory of Preemptive Mergers», *JEEA*.
- Gorton, G., M. Kahl y R. Rosen (2005), «Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Merger Waves», NBER Working Paper n° 11364.
- Gregory, A. (1997), «An examination of the long run performance of UK acquiring firms», *Journal of Business, Finance and Accounting*, 24 (7-8), págs. 971-1217.
- Gugler, K., D. C. Mueller, B. B. Yurtoglu y C. Zulehner (2003), «The Effects of Mergers: An International Comparison», *International Journal of Industrial Organization*, 21, págs. 625-653.
- Gugler, K. y R. Siebert (2004), «Market Power versus Efficiency Effects of Mergers and Research Joint Ventures: Evidence from the Semiconductor Industry», NBER Working Paper n° 10323.
- Hart, O. (1983), «The Market Mechanism as an Incentive Scheme», *Bell Journal of Economics*, págs. 367-382.
- Hermalin, B. (1990), «The Effects of Competitive Pressures on Executive Behavior», Working Paper n° 148, U.C. Berkeley.
- Jovanovic, B. y P. L. Rousseau (2002), «The Q-Theory of Mergers», *American Economic Review*, 92, 2, págs. 198-204.
- Jovanovic, B. y P. L. Rousseau (2004), «Mergers as reallocation», mimeo, NBER Working Paper n° 9279, New York University.
- Lambrecht, B. M. (2004), «The Timing and Terms of Mergers Motivated by Economies of Scale», *Journal of Financial Economics*, 72, págs. 41-62.
- Maksimovic, V. y G. Phillips (2001), «The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and are There Efficiency Gains?», *Journal of Finance*, LVI, 6, págs. 2019-2065.
- Mitchell, M. y H. Mulherin (1996), «The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity», *Journal of Financial Economics*, junio, págs. 193-229.
- Mueller, D. C. (2003), «The financial literature on mergers: a critical survey», en: Waterson, M. (ed.), «Competition, Monopoly and Corporate Governance», Elgar: Cheltenham, págs. 161-205.
- Neven, D. y P. Seabright (1995), «European Industrial Policy: The Airbus Case», *Economic Policy*, vol. 10, 2, págs. 315-358.
- Neven, D. (2005), «Competition Economics and Antitrust in Europe», en curso de publicación en *Economic Policy*.
- Nickell, S. J. (1996), «Competition and Corporate Performance», *Journal of Political Economy*, 104, págs. 724-746.
- Nilssen, T. y L. Sorgard (1998), «Sequential Horizontal Mergers», *European Economic Review*, 42, págs. 1683-1702.
- Pesendorfer, M. (2003), «Horizontal Mergers in the Paper Industry», *RAND Journal of Economics*, 34, 3, págs. 495-515.

- Rhodes-Kropf, M. y S. Viswanathan (2004), «Market Valuation and Merger Waves», *Journal of Finance*, 59, 6, págs. 2685-2718.
- Rhodes-Kropf, M., D.T. Robinson y S. Viswanathan (2005), «Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence», en curso de publicación en *Journal of Financial Economics*.
- Roll, R. (1986), «The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers», *Journal of Business*, 59, 2, págs. 197-216.
- Schaferstein, D. (1988), «Product-Market Competition and Managerial Slack», *RAND Journal of Economics*, 19, 1.
- Schmalensee, R. (1992), «Sunk Costs and Market Structure: A Review Article», *Journal of Industrial Economics*, XL, 2, págs. 125-134.
- Schmidt, K. (1997), «Managerial Incentives and Product Market Competition», *Review of Economic Studies*, 64, 2, págs. 191-213.
- Shleifer, A. y R. W. Vishny (2003), «Stock Market Driven Acquisitions», *Journal of Financial Economics*, 70, págs. 295-311.
- Strauss-Kahn, V. y X. Vives (2005), «Why do headquarters move?», CEPR Working Paper.
- Sutton, J. (1991), «Sunk Costs and Market Structure: Price Competition, Advertising, and the Evolution on Concentration», The MIT Press, Cambridge, MA.
- Toxvaerd, F. (2004), «Strategic Merger Waves: A Theory of Musical Chairs», Working Paper, Hebrew University of Jerusalem.
- UNCTAD, Cross-Border M&A Database, www.unctad.org
- Vives, X. (1999), «Oligopoly Pricing», MIT Press, Cambridge MA.
- Vives, X. (2000), «Corporate Governance: Does it Matter?», en: «Corporate Governance. Theoretical and Empirical Perspectives», Xavier Vives (ed.), Cambridge University Press, 2000, págs. 1-21.
- Vives, X. (2004), «Innovation and Competitive Pressure», CEPR Working Paper nº 4369.