
Creación de valor en los procesos de fusión empresarial en la economía europea

Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Campa, profesor del IESE y colaborador del Servicio de Estudios, y por Ignacio Hernando, titulado del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

La creación de la unión monetaria puede verse como un importante factor explicativo de la evolución de la actividad de fusiones y adquisiciones dentro de la Unión Europea en la medida en que haya estimulado el proceso de reestructuración empresarial a nivel europeo. La intensificación de este proceso como consecuencia de la introducción del euro se debería a dos mecanismos fundamentales. En primer lugar, la creación de la moneda única lleva consigo una mayor integración de los mercados de bienes y servicios, lo cual implica un mayor atractivo para las operaciones de reestructuración empresarial, por la posibilidad de beneficiarse de las nuevas oportunidades que esta integración supone, o bien, como medida defensiva para proteger los mercados nacionales de la creciente competencia internacional. El segundo mecanismo se derivaría de una mayor facilidad para la captación de recursos financieros necesarios para realizar ofertas de compra-venta empresarial derivada de una mayor integración de los mercados financieros dentro de la zona euro [Lamfalussy *et al.* (2001)].

El objetivo de este artículo es ofrecer un análisis de las operaciones de fusiones y adquisiciones empresariales dentro de la Unión Europea (UE) en la última década y, en especial, en el período transcurrido desde la creación de la moneda única, con una doble perspectiva. En primer lugar, se intenta evaluar la intensidad del proceso de reestructuración empresarial tras la introducción del euro e identificar algunos de sus rasgos característicos. En segundo lugar, se analiza la rentabilidad para los accionistas de las fusiones y adquisiciones acometidas, con objeto de obtener alguna explicación de la velocidad y características del proceso en la unión monetaria.

El resto de este artículo está estructurado de la siguiente forma. En la segunda sección se presenta una visión panorámica de la evolución del proceso de fusiones y adquisiciones empresariales en la UE durante la última década. En ella se presta una atención especial al período posterior a 1998, con la introducción del euro, y se comparan los rasgos más relevantes de esta evolución en los países de la zona euro con los

(1) Este artículo es un resumen del documento de trabajo que se publicará próximamente con el título *Value Creation in European M&As*.

CUADRO 1

Evolución del número de operaciones de fusión y adquisición en la Unión Europea. 1991-2001

Nivel y % de variación

Año	Número	Total de operaciones			Fusiones nacionales		Fusiones internacionales			
							Nacionalidad de la empresa compradora		Nacionalidad de la empresa comprada	
		UE-15	UEM-11 (a)	Resto (b)	UEM-11 (a)	Resto (b)	UEM-11 (a)	Resto (b)	UEM-11 (a)	Resto (b)
1991	10.657									
1992	10.074	-5,5	4,7	-17,7	3,4	-3,5	-8,7	-14,6	5,9	-25,4
1993	8.759	-13,1	-19,9	-1,8	-22,5	4,6	-6,2	5,4	-8,9	22,3
1994	9.050	3,3	-0,1	6,9	-0,8	14,6	13,2	20,2	12,1	8,4
1995	9.854	8,9	12,1	5,1	8,8	3,7	20,3	18,2	9,0	7,0
1996	8.975	-8,9	-11,8	-5,4	-17,3	-7,2	-7,4	-1,1	-1,7	-4,6
1997	9.784	9,0	3,0	16,0	3,9	20,7	7,8	14,9	16,0	25,5
1998	11.300	15,5	13,0	18,1	4,3	17,0	34,7	17,6	9,9	26,2
1999	14.335	26,9	36,3	17,5	50,4	14,3	37,5	30,6	12,3	6,3
2000	16.750	16,8	20,5	12,7	19,9	8,3	27,3	11,8	14,4	18,0
2001	12.557	-25,0	-27,4	-22,1	-29,3	-21,1	-31,4	-23,3	-24,0	-30,5

Fuente: Comisión Europea (2001).

(a) UEM-11: Conjunto de países que formaron inicialmente la zona del euro.

(b) Dinamarca, Grecia, Reino Unido y Suecia.

de otras áreas geográficas. En la sección 3 se realiza un estudio más detallado del proceso de generación de valor que ha resultado de los procesos de fusiones y adquisiciones acometidos en la UE mediante el análisis de una muestra de 288 anuncios de fusiones llevados a cabo en el período 1998-2000. En este análisis se identifican diferencias en la generación de valor de estas fusiones en función del tipo de industria en el que se realicen, y en función del carácter doméstico o internacional de la transacción. Finalmente, en la sección 4 se presentan unas breves conclusiones del análisis.

2. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACTIVIDAD DE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA UNIÓN EUROPEA

La actividad de fusiones y adquisiciones de empresas en la Unión Europea durante la última década ha seguido un comportamiento marcadamente cíclico. En particular, tras un incremento muy pronunciado del volumen de operaciones en el período 1996-2000, esta actividad, durante los dos últimos años, se ha reducido sustancialmente (2). El número de transacciones se incrementó desde 10.657 operaciones en 1991 hasta alcanzar un máximo de 16.750 en 2000, observándose un retroceso

hasta 12.557 en 2001 (cuadro 1). El descenso en la actividad de fusiones y adquisiciones se ha debido fundamentalmente a la desaceleración del ciclo económico y a la disminución en las valoraciones bursátiles de las actividades empresariales.

Como se ha mencionado en la introducción, la creación del euro, al aumentar los beneficios potenciales de los procesos de reestructuración empresarial y disminuir los costes de financiación de los mismos, ha podido contribuir favorablemente al incremento de las operaciones de fusión y adquisición dentro de los países de la UEM. Aunque existe cierta evidencia en este sentido, el proceso no parece haber sido de una magnitud excepcional. Así, aunque en el período 1998-2000 se ha observado un crecimiento de la actividad de fusiones y adquisiciones empresariales más acentuado dentro de la zona euro, este se ha debido, principalmente, al aumento de las operaciones de fusión entre empresas de un mismo país, y, además, en el conjunto de la década pasada, la evolución de esta actividad ha seguido la misma tendencia que en el resto de la Unión Europea y Estados Unidos.

El número de operaciones con participación de empresas de los 11 países que originariamente formaron la UEM (3) se aceleró sustancialmente a partir de 1999, creciendo a tasas

(2) La información utilizada en esta sección proviene de la Comisión Europea, y está basada en el análisis de la base de datos SDC de *Thomson Financial Securities* (véase Comisión Europea, 2001).

(3) A los efectos de este análisis, se ha excluido a Grecia de la zona del euro, dado que no se incorporó a la misma hasta el año 2001.

anuales superiores al 20% durante el bienio 1999-2000 y superando ampliamente las tasas de crecimiento de las transacciones que involucraban a empresas de países de fuera de la UEM. El incremento acumulado durante el trienio 1999-2001 fue del 19.3% en la UEM y sólo del 3.1% en el grupo de países no miembros. Este mayor crecimiento relativo dentro de los países del euro en este período contrasta con un menor dinamismo en los años anteriores.

La intensificación de las operaciones de fusión y adquisición entre empresas de la UEM no ha sido homogénea, sino que se ha debido, principalmente, al crecimiento en el número de fusiones domésticas, es decir, fusiones entre empresas del mismo país (4). La tasa de crecimiento de las fusiones domésticas en la UEM se situó en un 50% en 1999 y en un 20% en 2000, comparado con un crecimiento del 14,3% y 8,3%, respectivamente, para las fusiones domésticas en los otros países de la UE (cuadro 1). Un patrón similar se observa en las transacciones internacionales (p.ej., con participación de empresas de distintos países). El número de adquisiciones internacionales por parte de empresas pertenecientes a la UEM creció, en el período 1999-2000, a tasas superiores a las mostradas por el número de operaciones de compra por parte de empresas de los países de la UE no pertenecientes al área euro. Sin embargo, el crecimiento de la actividad compradora de las empresas procedentes de la UEM ha sufrido una contracción mayor a partir de 2001, indicando que el comportamiento cíclico mencionado con anterioridad es aún más acentuado en el caso de empresas de la unión monetaria. Finalmente, la comparación entre la zona euro y el resto de países de la UE, en cuanto a la evolución del número de operaciones en función de la nacionalidad de la empresa comprada, ofrece un patrón similar, aunque menos acentuado.

El análisis de la distribución geográfica de la actividad de fusiones y adquisiciones en Europa, así como la comparación de esta actividad en la Unión Europea con las tendencias en el resto del mundo aportan información relevante. Respecto a la distribución nacional de esta actividad en la Unión Europea, esta se encuentra claramente concentrada en los países con alta capitalización bursátil. La existencia de un mercado de valores líquido facilita la realización de transacciones. En este sentido, empresas del Reino Unido participaron en más del 30% de

(4) Una previsible consecuencia de este hecho es la continuación de los procesos de especialización productiva entre los países de la UE y de concentración de la producción sectorial que, como consecuencia de la integración europea, se han venido produciendo durante los últimos veinte años [Midelfart-Knarvik *et al.* (2000)].

CUADRO 2

Distribución geográfica de las fusiones y adquisiciones en la Unión Europea. 1991- 2001

	Cuota en la actividad de fusiones y adquisiciones	Cuota en términos del PIB
Reino Unido	31,4	13,2
Alemania	16,3	28,2
Francia	13,5	18,1
Países Bajos	6,5	4,9
Italia	6,2	12,6
Suecia	5,3	2,8
España	5,0	7,0
Finlandia	3,9	1,6
Bélgica	2,8	3,2
Dinamarca	2,6	2,1
Austria	2,1	2,7
Irlanda	1,7	0,9
Portugal	1,2	1,3
Grecia	1,1	1,4
Luxemburgo	0,5	0,2

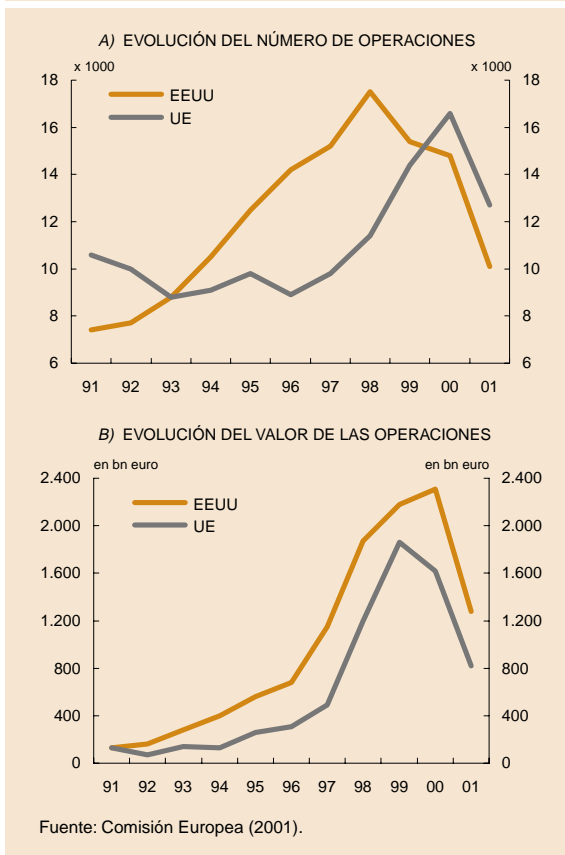
Fuente: Comisión Europea (2001).

las transacciones que se realizaron en la Unión Europea durante la última década (cuadro 2). La comparación de la cuota de participación de empresas de cada país en el volumen total de actividad de fusiones y adquisiciones con la cuota de ese país en el PIB de la Unión Europea ofrece una imagen de la importancia relativa de esta actividad. El Reino Unido, Holanda y los países nórdicos presentan una actividad de compraventa empresarial superior a su cuota de participación en el PIB de la Unión Europea. La actividad de fusiones y adquisiciones empresariales es, en términos relativos, mucho menor en las economías continentales de mayor dimensión. En particular, el peso de las empresas españolas en la actividad de compraventa empresarial es inferior al peso de la economía española, en términos de PIB, en el conjunto de la UE.

Esta evolución de la actividad de fusiones y adquisiciones en Europa, sin embargo, no ha sido sustancialmente distinta de la evolución de la actividad en el resto del mundo. Durante la última década, tanto el número de operaciones como el valor de las transacciones en la Unión Europea ha seguido un patrón marcadamente similar al de la evolución en Estados Unidos. El número de operaciones en Europa se ha incrementado hasta llegar a superar ligeramente el número de transacciones en EEUU durante el año 2000 (gráfico 1.A). Sin embargo, el volumen monetario de las transacciones presenta un perfil muy próximo en las dos áreas, aunque

GRÁFICO 1

Evolución del número y valor de las operaciones de fusión y adquisición en la Unión Europea y Estados Unidos



el nivel es siempre superior en Estados Unidos (gráfico 1.B). En promedio, las fusiones y adquisiciones en Europa han tenido lugar entre empresas de menor tamaño.

En cuanto a la distribución sectorial de las operaciones, en la última década se ha observado un incremento en las transacciones en el sector servicios y un descenso en el peso relativo de las fusiones en los sectores industriales. Sin embargo, no se observa ningún patrón diferenciador destacable entre sectores en cuanto al peso relativo de las operaciones domésticas e internacionales. Solamente en los sectores de servicios financieros y de distribución comercial parece existir evidencia de que el proceso de concentración se produjo prioritariamente entre empresas de un mismo país [Comisión Europea (2001)].

Como resumen de la evolución del proceso de reestructuración empresarial en Europa pueden destacarse las siguientes características. En primer lugar, la tendencia general durante la última década en la actividad de fusiones y adquisiciones en la UE no ha sido sustancialmente distinta de la observada en Es-

tados Unidos. No obstante, sí se aprecia, en el período 1998-2000, un crecimiento más acentuado en el número de transacciones en las que están involucradas empresas de la UEM en relación con las transacciones en las que participan empresas del resto de países de la UE. En segundo lugar, este mayor incremento en el número de fusiones en la zona euro se ha debido fundamentalmente al aumento en el número de fusiones domésticas. Esto ha resultado en una cierta tendencia hacia una mayor concentración empresarial dentro de los países del área. Finalmente, la actividad de compra-venta empresarial alcanza una mayor dimensión, en términos relativos, en los países con elevada capitalización bursátil —como el Reino Unido y los países nórdicos—. Por el contrario, las fusiones y adquisiciones son relativamente menos importantes en los países continentales de mayor dimensión.

3. ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR EN UNA MUESTRA DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

En esta sección se presenta una valoración de la creación de valor —derivada de las operaciones de fusión y adquisición— para los accionistas de las empresas involucradas, utilizando una muestra de anuncios de fusiones y adquisiciones entre empresas de la UE realizados en el período 1998-2000. El objetivo es intentar identificar el tipo de transacciones, tanto por su dimensión geográfica como sectorial, que son percibidas por los mercados financieros como potencialmente rentables. La medida utilizada de generación de valor de una fusión, aunque parcial, puede ser útil en la tarea de identificar las fuentes y las dificultades más probables en la generación de valor en el proceso de reestructuración empresarial dentro de la zona euro (5).

3.1. Descripción de la muestra y definición de creación de valor

Con el fin de evaluar la generación de valor asociada a los procesos de integración empresarial, se utiliza una muestra de 288 anuncios de procesos de fusión y adquisición. Todas las transacciones recogidas en esta muestra cumplen los siguientes requisitos: 1) el anuncio de

(5) La creación de valor para los accionistas no es una medida global de la creación de riqueza para el conjunto de la sociedad. El valor neto social resultante de la fusión debería incluir los beneficios potenciales en ganancias de productividad que pueden reflejarse en aumentos de salarios, disminuciones de precios para los consumidores u otros efectos sobre otros agentes de la economía [Kang y Johansson (2000)].

la operación se realizó entre 1998 y 2000; 2) las dos empresas involucradas pertenecen a países de la Unión Europea; 3) ambas empresas cotizan en bolsa, y 4) para ambas empresas existe información sobre rendimiento total para el accionista (es decir, el rendimiento implícito por un accionista a través de retribuciones periódicas o incrementos en el valor de su participación). El cuadro 3 ofrece información sobre la composición de la muestra. La distribución geográfica de las operaciones de fusión y adquisición consideradas se recoge en el panel A, en el que se aprecia que Alemania, seguida a cierta distancia por el Reino Unido, Francia e Italia, es el país con mayor representación. Comparando esta muestra con el total de la población de procesos de fusión y adquisición, aproximada esta por la base de datos SDC, utilizada en la sección anterior, se observa que la distribución por países es relativamente similar. Si acaso, se observa que, las operaciones en las que participa una empresa del Reino Unido están infrarrepresentadas. Por otra parte, en el panel B del cuadro 3, que recoge la composición sectorial de las operaciones, se aprecia el predominio de las operaciones de fusión en los sectores de manufacturas y de servicios financieros. Por su parte, en el panel C se refleja el importante incremento en el número de operaciones anunciadas en el bienio 1999-2000. Finalmente, la proporción de fusiones domésticas —en las que ambas empresas pertenecen al mismo país— es del 69%, mientras que en la base de datos SDC esta proporción se sitúa en un 54%. Esta diferencia se explica, en gran parte, porque nuestra muestra no recoge fusiones internacionales en las que al menos una de las empresas involucradas no pertenezca a un país de la UE.

En este análisis, la pieza básica de información utilizada para evaluar la generación de valor asociada a un proceso de fusión es el exceso de rendimiento para los accionistas de las empresas involucradas. Este exceso de rendimiento se define como la diferencia entre el rendimiento observado en un determinado período (o ventana) alrededor del momento del anuncio y el rendimiento esperado en ese mismo período. En este artículo, el rendimiento esperado se calcula utilizando un modelo CAPM estimado con información de los cinco meses anteriores al anuncio de la operación (6). Los excesos de rendimiento se han obtenido tanto para los accionistas de las

(6) El modelo CAPM calcula la rentabilidad esperada de un activo teniendo en cuenta el incremento que la inclusión de dicho activo en una cartera diversificada causa en el riesgo total de la nueva cartera. Para nuestro cálculo hemos asumido que esa cartera diversificada es el índice bursátil representativo del país de origen de cada una de las empresas.

CUADRO 3

Composición de la muestra

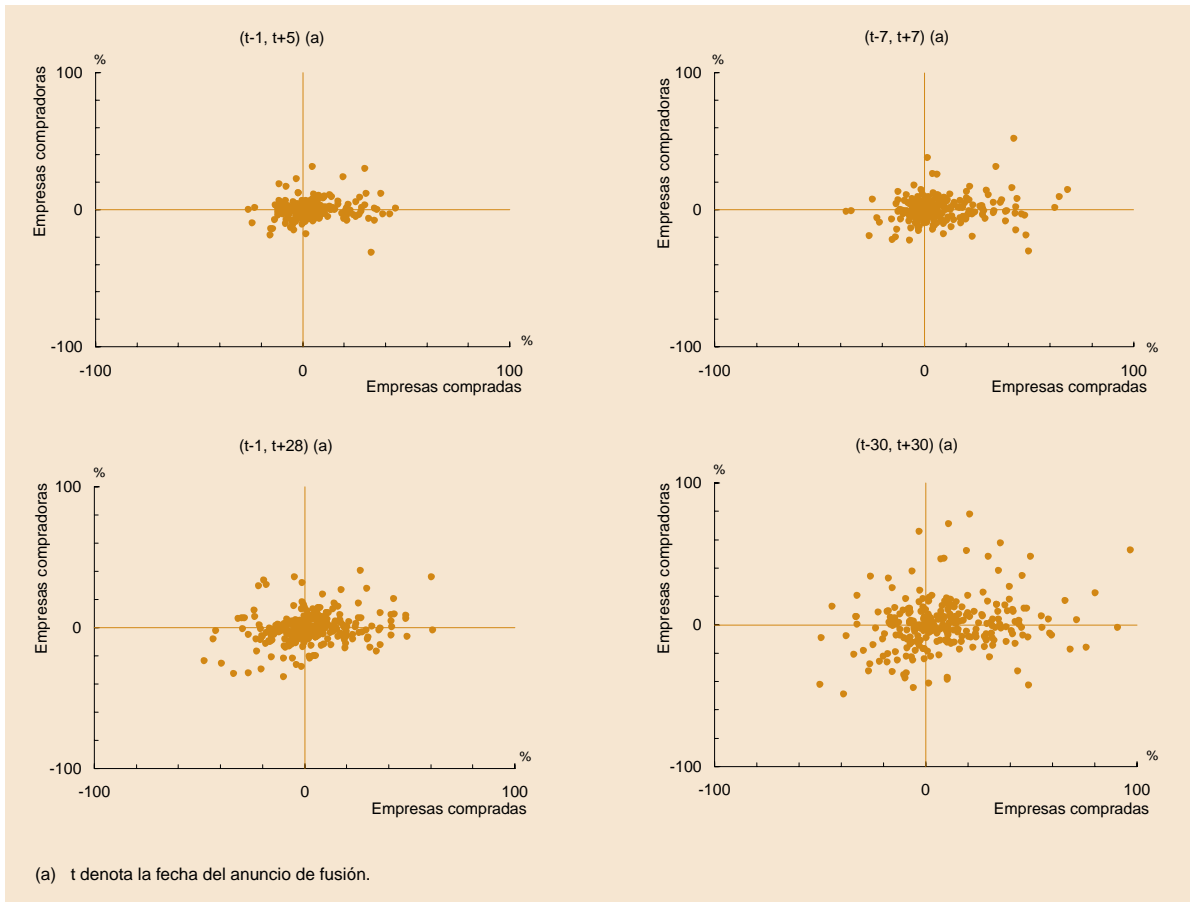
PANEL A. DISTRIBUCIÓN POR PAÍSES		
	Empresas	
	Compradas	Compradoras
Austria	8	9
Bélgica	5	7
Dinamarca	8	9
Finlandia	7	12
Francia	37	38
Alemania	68	64
Grecia	17	16
Irlanda	2	3
Italia	33	38
Luxemburgo	1	1
Países Bajos	12	13
Portugal	13	14
España	26	18
Suecia	13	10
Reino Unido	38	36

PANEL B. DISTRIBUCIÓN POR SECTORES DE ACTIVIDAD		
	Empresas	
	Compradas	Compradoras
Agricul., Silvicultura, Pesca	1	0
Minería y construcción	17	19
Manufacturas	92	83
Transp., Com., Elect., Gas	32	37
Distribución comercial	23	13
Finanzas, Seguros, Inmobi.	93	119
Servicios	30	17

PANEL C. DISTRIBUCIÓN EN FUNCIÓN DE OTRAS CARACTERÍSTICAS	
1998	41
1999	77
2000	170
Nacionales	198
Internacionales	90
En sectores regulados	64

empresas compradas como para los de las compradoras. Además, ponderando los excesos de rendimiento de las dos empresas involucradas por sus respectivas capitalizaciones bursátiles se ha derivado un exceso de rendimiento conjunto del proceso de fusión. Precisamente, en este artículo se define el valor generado (o creado) por la operación de fusión o adquisición como el exceso de rendi-

Excesos de rendimiento



miento conjunto para las empresas involucradas. En cuanto a la definición de la ventana temporal en la que se calculan los excesos de rendimiento, se han contemplado cuatro posibilidades: dos ventanas no centradas y dos ventanas centradas. Las no centradas comienzan el día anterior a la fecha del anuncio y tienen duraciones de una semana y un mes. Las centradas se definen de manera simétrica alrededor de la fecha del anuncio, abarcando desde una semana (un mes) antes hasta una semana (un mes) después de dicha fecha. La utilización de ventanas centradas trata de captar los cambios en los rendimientos de las acciones de las empresas motivados por filtraciones de información a los mercados previas al anuncio formal del proceso de fusión.

El gráfico 2 representa los excesos de rendimiento —para las empresas compradas y compradoras— derivados de los anuncios de las operaciones de fusión o adquisición, calculados para las distintas ventanas. De la observación de este gráfico cabe destacar los siguientes rasgos: en primer lugar, la dispersión de las

distribuciones aumenta con el tamaño de las ventanas; en segundo lugar, las distribuciones de excesos de rendimiento para las empresas compradas tienen un mayor rango de variación que las correspondientes distribuciones para las empresas compradoras, que están muy concentradas en torno al 0%; y, finalmente, la proporción de empresas con excesos de rendimiento positivos es mayor en el caso de las empresas compradas (alrededor del 65%) que en el caso de las empresas compradoras (en torno al 50%).

El cuadro 4 presenta los excesos de rendimiento medios para el conjunto de las fusiones de la muestra. Los resultados obtenidos son consistentes con los encontrados en la literatura (7). Así, en primer lugar, encontramos que los accionistas de las empresas compradas obtienen, en promedio, excesos de rendimiento positivos que oscilan desde un 3% en el caso de las ventanas no centradas hasta el 9% en el

(7) Véase Bruner (2001) para una revisión detallada de la literatura dedicada a valorar los efectos económicos de las fusiones y adquisiciones empresariales.

CUADRO 4

Excesos de rendimiento (a)

%

	Ventana (b)			
	(t-1, t+5)	(t-1, t+28)	(t-7, t+7)	(t-30, t+30)
Empresas compradas	3,43 (d)	2,76 (d)	5,78 (d)	9,09 (d)
Empresas compradoras	0,04	-0,54	0,08	0,27
Creación de valor (c)	0,64	-0,35	0,94	0,81

- (a) Los excesos de rendimiento se computan en un período en torno a la fecha del anuncio de fusión.
 (b) t denota la fecha del anuncio de fusión.
 (c) Media ponderada de los excesos de rendimiento de las empresas compradas y compradoras, tomando como ponderación la capitalización bursátil. Se calcula para las 231 operaciones de fusión para las que está disponible la capitalización bursátil de ambas empresas.
 (d) Valor estadísticamente significativo al 5%.

caso de la ventana más amplia. Además, de la comparación de los excesos de rendimiento para las diferentes ventanas parece deducirse que estos excesos de rendimiento se generan mayoritariamente en el mes anterior a la fecha del anuncio y en la primera semana posterior, lo que sugiere que algunas operaciones fueron anticipadas por los mercados en las semanas previas al anuncio formal de las operaciones. Por otra parte, los accionistas de las empresas compradoras no obtienen, en promedio, excesos de rendimiento significativos. De hecho, como se aprecia en el gráfico 2, las distribuciones de excesos de rendimiento para las empresas compradoras se disponen simétricamente en torno a cero. Por último, los excesos de rendimiento conjuntos de los procesos de fusión, obtenidos ponderando los excesos de rendimiento de las empresas involucradas por sus respectivas capitalizaciones bursátiles son modestos y oscilan, en promedio para el conjunto de la muestra, desde el -0,4%, en el caso de la ventana no centrada de un mes, hasta el 0,9%, en el caso de la ventana centrada de una semana.

3.2. Diferencias en la creación de valor por tipo de operación

Dentro del análisis de la generación de valor asociada a los procesos de fusión y adquisición tiene sentido intentar detectar la existencia de diferencias significativas en función del tipo de operación, utilizando dos criterios de clasificación: la naturaleza doméstica o internacional de la operación y el carácter regulatorio del sector de actividad en el que se produce la fusión. La idea que subyace en esta aproximación es la de valorar en qué medida existen barreras significativas que dificultan la reestructuración de la actividad corporativa en la Unión Europea. Así, en la medida en que el proceso de integración europea haya difuminado las barreras de

diversa índole que obstaculizaban la realización de operaciones de fusiones y adquisiciones entre empresas de países distintos de la UE, cabría esperar una mayor frecuencia en este tipo de operaciones transfronterizas. Al mismo tiempo, en ausencia de este tipo de barreras, el exceso de rendimiento esperado derivado de un anuncio de fusión entre empresas de países distintos de la UE no debería ser inferior al de un anuncio de fusión entre dos empresas del mismo país. Por el contrario, en la medida en que este tipo de barreras persista, la creación de valor esperada por los mercados tras el anuncio de una fusión transfronteriza será inferior a la esperada tras el anuncio de una fusión doméstica. En principio, cabe esperar que estas barreras, si existen, sean potencialmente relevantes en los sectores más regulados.

Una forma sencilla de evaluar la existencia de diferencias en la intensidad del proceso de generación de valor en función de los dos criterios de clasificación de las operaciones mencionados —naturaleza doméstica o internacional de la operación y carácter regulatorio del sector de actividad en el que se produce la fusión—, consiste en calcular los excesos de rendimiento medios para los distintos subconjuntos de fusiones y en contrastar la significatividad de las diferencias entre los distintos subconjuntos (cuadro 5) (8). Con respecto al segundo criterio de clasificación, en este artículo se distingue entre fusiones en las que la empresa comprada pertenece a un sector que tradicionalmente ha estado regulado o ha contado con una impor-

(8) En el documento de trabajo que sirve de base a este artículo se han estimado modelos de regresión sencillos que permiten contrastar la existencia de diferencias sistemáticas en los excesos de rendimiento en función de los dos criterios de división analizados en este trabajo, una vez que se ha controlado por otros posibles determinantes de los excesos de rendimiento. Las conclusiones básicas se mantienen cuando se emplean estos modelos alternativos.

CUADRO 5

Excesos de rendimiento por tipo de operación (a)

%

Ventanas (b)	Empresas compradas		Empresas compradoras		Creación de valor (c)	
	(t-1, t+5)	(t-30,t+30)	(t-1, t+5)	(t-30,t+30)	(t-1, t+5)	(t-30,t+30)
EXCESOS DE RENDIMIENTO PROMEDIO:						
Fusiones domésticas en sectores regulados	2,52	7,54 (d)	-0,32	-0,44	-0,50	-2,51
Fusiones domésticas en sectores no regulados	3,71 (e)	9,73 (e)	0,67	1,82	1,55 (e)	2,71 (d)
Fusiones internacionales en sectores regulados	-0,58	-0,28	-1,16	-4,50 (d)	-1,66	-6,14 (e)
Fusiones internacionales en sectores no regulados	4,80 (e)	11,94 (e)	-0,81	-1,27	-0,22	0,30
DIFERENCIAS ENTRE EXCESOS DE RENDIMIENTO PROMEDIO:						
Sectores regulados:						
Domést. frente a intern.	3,10	7,82	0,84	4,06	1,16	3,63
Sectores no regulados:						
Domést. frente a intern.	-1,09	-2,21	1,48 (d)	3,09	1,77 (d)	2,41
Fusiones domésticas:						
Reg. frente a no reg.	-1,19	-2,19	-0,99	-2,26	-2,05 (d)	-5,22 (d)
Fusiones internacionales:						
Reg. frente a no reg.	-5,38 (e)	-12,22 (e)	-0,35	-3,23	-1,44	-6,44 (e)

(a) Los excesos de rendimiento se computan en un período en torno a la fecha del anuncio de fusión.

(b) t denota la fecha del anuncio de fusión.

(c) Media ponderada de los excesos de rendimiento de las empresas compradas y compradoras, tomando como ponderación la capitalización bursátil. Se calcula para las 231 operaciones de fusión para las que está disponible la capitalización bursátil de ambas empresas.

(d) Valor estadísticamente significativo al 10%.

(e) Valor estadísticamente significativo al 5%.

tante presencia de empresas públicas, y el resto de fusiones. A su vez, se han considerado dentro de este grupo de sectores calificados como regulados los siguientes: comunicaciones, transportes, electricidad, gas, minería, banca y seguros (9).

La evidencia recogida en el cuadro 5 puede resumirse como sigue (10). En primer lugar, los excesos de rendimiento para las empresas compradas son siempre positivos, con excepción de las empresas compradas por empresas extranjeras en sectores regulados. Por el con-

trario, los excesos de rendimiento para las empresas compradoras no son, en general, significativamente distintos de cero. La única excepción se da en el caso de las operaciones internacionales en sectores regulados que generan en promedio excesos de rendimiento negativos para las empresas compradoras. En cuanto al valor generado por los anuncios de los procesos de fusión y adquisición, el resultado más destacado es que las operaciones en sectores regulados tienden a destruir valor. Además, este efecto es estadísticamente significativo en el caso de operaciones entre empresas de distintos países.

En segundo lugar, se observa que, en general, los excesos de rendimiento para las empresas compradas son mayores siempre cuando se trata de fusiones en sectores no regulados que cuando se trata de operaciones en sectores regulados. Además, esta diferencia es significativa y de mayor magnitud (entre un

(9) En concreto, estos sectores se corresponden con los siguientes códigos a 2 dígitos de la clasificación de sectores económicos (SIC): 10, 13, 33, 40, 44, 45, 48, 49, 60, 61, 80.

(10) En este cuadro solo se presentan los resultados correspondientes a las ventanas de amplitud extrema, es decir, no centrada de una semana y centrada de un mes. Los resultados correspondientes a las otras dos ventanas no difieren sustancialmente respecto de los aquí reflejados.

5% y un 12%, dependiendo del tamaño de la ventana) cuando comparamos fusiones internacionales. En el caso de las fusiones nacionales la diferencia entre los excesos de rendimiento en sectores regulados y no regulados se sitúa entre el 1% y el 2%. Este resultado parece reflejar la existencia de marcos regulatorios, en determinadas industrias, que configuran un entorno hostil para el desarrollo de los procesos de integración empresarial. Además, estas condiciones adversas son especialmente relevantes cuando el comprador es extranjero. Por otro lado, las diferencias en los excesos de rendimientos para las empresas compradas entre transacciones domésticas e internacionales no son significativas en ningún caso. En este sentido, la inexistencia de diferencias significativas en las primas de fusión no es sorprendente porque los accionistas de las empresas compradas exigirán, para transferir la propiedad, una oferta atractiva por parte de los compradores, con independencia de su nacionalidad.

En cuanto a los excesos de rendimiento para las empresas compradoras, estos son ligeramente menores en el caso de fusiones en sectores regulados, aunque las diferencias no son significativas. Los excesos de rentabilidad de estas empresas compradoras son mayores en el caso de las transacciones domésticas que en el caso de las internacionales. No obstante, esta diferencia es de reducida magnitud (entre 1% y 4%) y solo es significativa en el caso de operaciones en sectores no regulados. De nuevo, estos resultados serían consistentes con la existencia de algún tipo de obstáculos que dificulten la realización de operaciones transfronterizas y que se traduzcan en que los beneficios esperados para los accionistas de las empresas compradoras son menores en el caso de las fusiones internacionales y, de manera especial, si la empresa comprada pertenece a un sector tradicionalmente regulado.

4. CONCLUSIONES

A lo largo de la década pasada, la mayor interrelación de las economías nacionales, la deregulación en diversos sectores de actividad, la privatización de numerosas empresas públicas, la creciente integración de los mercados financieros y la creación de la unión monetaria han sido factores que han contribuido favorablemente al desarrollo de procesos de reestructuración empresarial en la UE y, en particular, en los países que forman parte del área del euro. Sin embargo, este efecto favorable no se aprecia de manera inequívoca cuando se analiza la actividad de fusiones y adquisiciones

en la UE. Por un lado, la tendencia general, durante la última década, en esta actividad en la UE no ha diferido sustancialmente de la observada en otras áreas geográficas —en particular, en Estados Unidos—. Por otro lado, aunque sí se ha apreciado, en el período 1998-2000, un crecimiento más acentuado en el número de transacciones en las que están involucradas empresas de la UEM en relación con las transacciones en las que participan empresas del resto de países de la UE, este mayor incremento en el número de fusiones en la zona euro —que puede parcialmente explicarse por el menor peso relativo que este tipo de operaciones ha tenido tradicionalmente en los países de la UEM que en el resto de países— se ha debido, primordialmente, al aumento en el número de fusiones domésticas. Esto ha dado lugar a una cierta tendencia hacia una mayor concentración empresarial dentro de los países del área.

En este artículo se ha analizado la creación de valor en un conjunto de operaciones de fusión y adquisición entre empresas de la UE anunciadas en el período 1998-2000. Los resultados del análisis indican, en consonancia con los resultados recogidos en la literatura, que los accionistas de las empresas compradas obtienen, en promedio, excesos de rendimiento positivos, a diferencia de los accionistas de las empresas compradoras, para los que no se estiman excesos de rendimiento significativos. Además, cabe señalar que, previsiblemente, el valor generado por los procesos de fusión —medido a horizontes más amplios de los considerados en este artículo— se haya visto deteriorado como consecuencia de las caídas de las cotizaciones en las bolsas internacionales iniciada en marzo de 2000. Cuando se distingue en función de la dimensión geográfica o sectorial de las operaciones, el análisis realizado muestra, como resultado más destacable, que los procesos de fusión en sectores que tradicionalmente han estado regulados o han contado con una participación significativa de empresas públicas, y en especial cuando la empresa compradora era extranjera, han destruido valor, es decir, han generado excesos de rentabilidad negativos para los accionistas de las empresas involucradas. Esta evidencia es consistente con la persistencia de barreras de diversa índole —culturales y, especialmente, regulatorias, resaltadas en los análisis para la creación de un mercado financiero integrado en Europa [Lamfalussy *et al.* (2001)]—, que contribuyen a que la probabilidad de éxito de este tipo de transacciones y, por tanto, su valor esperado sean reducidos.

18.10.2002.

BIBLIOGRAFÍA

BRUNER, R. (2001). «Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker», de próxima publicación en *Journal of Applied Finance*.

COMISIÓN EUROPEA (2001). «Mergers and acquisitions», *European Economy*, Supplement A, Economic trends, No. 12, diciembre.

LAMFALUSSY, A., HERKSTRÖTER, C., ROJO, L. Á., RYDEN, B., SPAVENTA, L., WALTER, N. y WICKS, N. (2001). «Final

Report on The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets», Bruselas, febrero.

KANG, N.-H. y JOHANSSON, S. (2000). «Cross-Border Mergers and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalisation», OECD STI Working Paper 2000/1.

MIDELFART-KNARVIK, K. H., OVERMAN, H. G., REDDING, S. J. y VENABLES, A. J. (2000). «The Location of European Industry», European Commission Economic Papers, n. 142, abril.