

Movimientos empresariales en la Europa económica

Fusiones y transfronterizas y cambios en la geografía

El número de fusiones y adquisiciones (F&As) transfronterizas ha ido en aumento de manera significativa desde mediados de la década de los 80. Sólo en los años 90, la cifra total de fusiones y adquisiciones entre empresas de diferentes nacionalidades se multiplicó por más de seis y en la actualidad las operaciones transfronterizas representan un tercio del total de las F&As. La mayor parte de las F&As transfronterizas ha tenido lugar entre países europeos.

ANDRÉS RODRÍGUEZ-POSE

London School of Economics

HANS-MARTIN ZADEMACH

Ludwig Maximilians Universität, München

La figura 1 muestra la evolución del número y volumen de las fusiones y adquisiciones realizadas en Europa entre 1998 y 2003. En ella se distingue entre operaciones «nacionales», es decir, aquellas en las que han participado empresas del mismo país; operaciones «intraeuropeas», en las que intervienen empresas de al menos dos países europeos; y operaciones «intercontinentales», en las que una de las empresas tiene su domicilio fuera de Europa. De esta figura 1 pueden extraerse algunas conclusiones indicativas. En primer lugar, la naturaleza cíclica de las operaciones de fusión y adquisición. El número y volumen de F&As registran su máximo precisamente en el punto

más alto del ciclo económico, alcanzado en 2000, momento en el que comienzan a decaer, especialmente en cuanto a volumen, manteniéndose esa tendencia en los años siguientes. En segundo lugar, pese a la desaceleración sufrida a partir de 2000, la reestructuración empresarial y sectorial en Europa se ha mantenido en un nivel significativo. En tercer lugar, parece haber una tendencia clara hacia el aumento de la actividad transfronteriza, apreciándose un crecimiento más rápido en el número de operaciones internacionales que en el de las nacionales. Se produce, sin embargo, una inversión de la tendencia como resultado del enfriamiento de la economía experimentado desde 2001, volvien-



adquisiciones económicas de Europa

Evolución del números de F&As

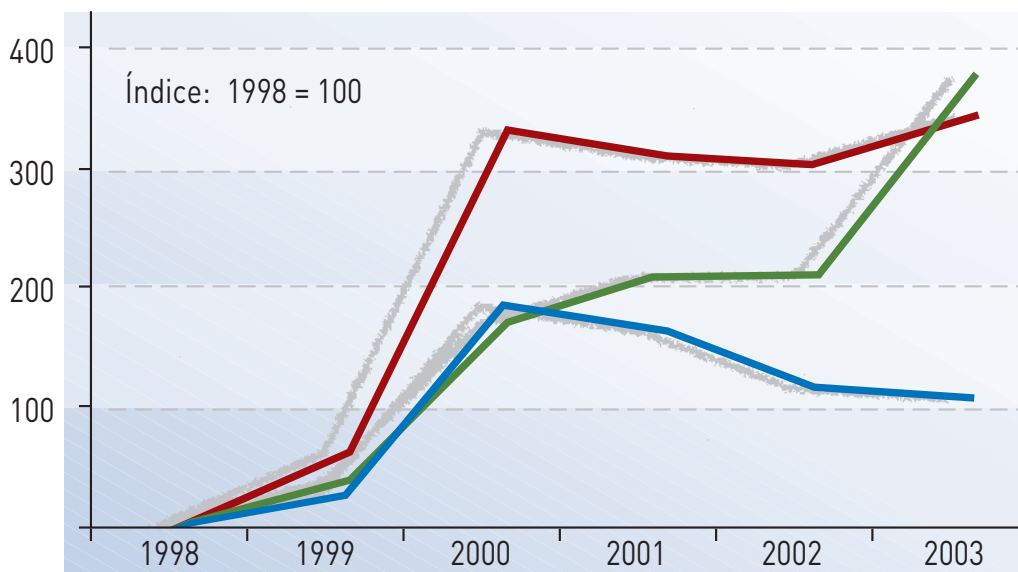


Figura 1a. Tendencias en la actividad de F&As en la que participan empresas europeas (1998-2003, por número de operaciones).

■ Nacional ■ Intraeuropea ■ Intercontinental

do las empresas a la mayor seguridad que ofrecen los mercados nacionales.

La finalidad principal de este trabajo es tratar de comprender cómo estas tendencias están configurando la geografía económica de Europa y aportar algunas ideas nuevas sobre la dimensión geográfica y los motivos de la activi-

dad transfronteriza de fusión y adquisición entre empresas. Pretendemos asimismo examinar las consecuencias, aún no conocidas suficientemente, de estas operaciones financieras y de los cambios en el control corporativo para 25 miembros de la Unión Europea y los cuatro países de la EFTA (European Free Trade Association).

La fuente de información utilizada para este estudio, la base de datos de Mergermarket, registra cada operación de F&A con un volumen superior a 5 millones de euros realizada a partir de 1998. Para el periodo de observación, comprendido entre 1998 y 2003, el conjunto de datos abarca un total de 15.452 operaciones finalizadas (incluidas 1.763 entradas como consecuencia de la división de operaciones que se explica más adelante) en las que ha participado una empresa europea, es decir, F&As en las que bien la empresa adquirente o bien la empresa adquirida se encuentra en Europa, o en las que ambas empresas son europeas. Para cada operación registrada, la información incluye las fechas de anuncio y ejecución, la identidad de las empresas adquirente y adquirida, sus respectivos lugares de domicilio y el valor de la operación (en millones de euros o de libras esterlinas y dólares estadounidenses), así

EN EL PERIODO OBSERVADO, ENTRE 1998 Y 2003, LAS EMPRESAS EUROPEAS PARTICIPARON EN 15.452 OPERACIONES DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN POR MÁS DE 5 MILLONES DE EUROS

como la fuente o las fuentes de esta información. Incluye, además, una breve descripción que arroja luz sobre la naturaleza de la operación (por ejemplo, si se trata de una compra por directivos, o MBO) y la participación de la adquirente, es decir, el porcentaje de acciones que pasan a poder de ésta. Esta información textual resultó de utilidad frente al registro de localizaciones, a primera vista bastante escueto, ya que reveló que en el caso de 1.189 operaciones, la participación accionarial de una de las empresas implicadas estaba repartida entre distintos países (así, por ejemplo, cuando la adquirente era una *joint venture* transfronteriza o una empresa cuyo capital pertenecía mayoritariamente a una empresa extranjera). En términos espaciales, estas actividades constituyen más de una operación. Suponiendo que el control sobre la empresa adquirida esté «dividido» entre las adquirentes (y, en consecuencia, entre los países en los

Evolución del volumen de F&As

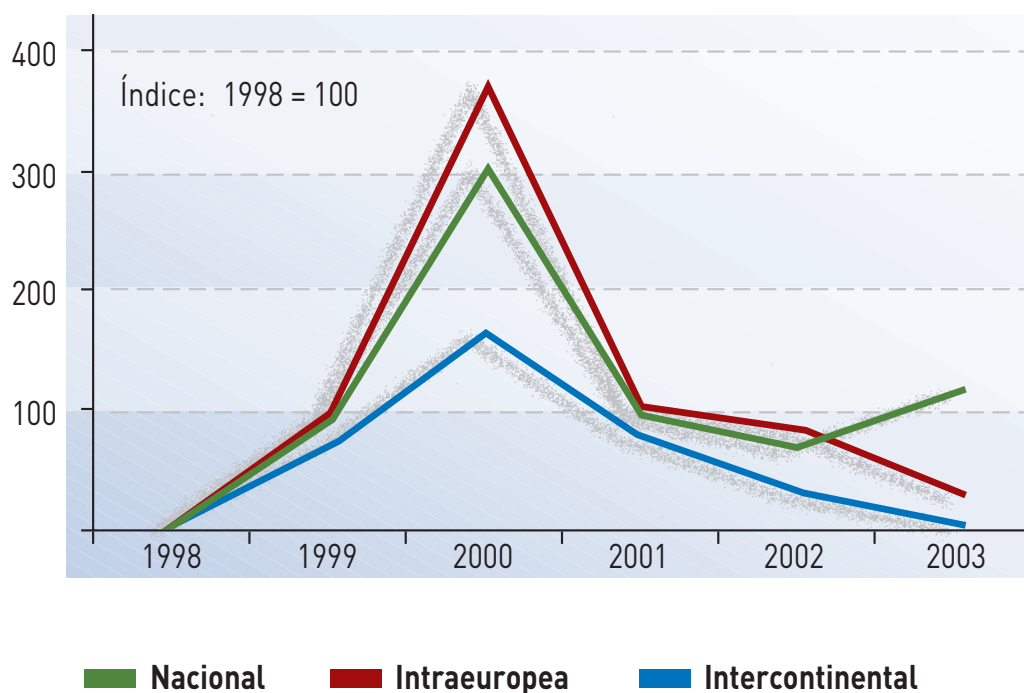


Figura 1b. Tendencias de la actividad de F&As en la que participan empresas europeas (1998-2003, por volumen de la operación).



**LOS PAÍSES CON EMPRESAS
MÁS PROCLIVES A
PARTICIPAR EN F&As
COMO ADQUIRIENTES
TIENEN TAMBIÉN UNA
MAYOR PROBABILIDAD
DE TENER EMPRESAS
OBJETIVO DE
ADQUISICIONES QUE
OTROS PAÍSES**

que radican) en proporción a sus respectivas participaciones, cada uno de estos casos se ha multiplicado por el número de los países implicados, y se ha realizado la consiguiente división del valor de las operaciones.

CAMBIOS EN LA GEOGRAFÍA ECONÓMICA DE EUROPA

De acuerdo con los datos de Mergermarket, las empresas europeas participaron en 15.452 operaciones de fusión y adquisición con un valor superior a 5 millones de euros durante el periodo objeto de estudio. Con un porcentaje de

85,9% y 82,8%, respectivamente, para las empresas adquirientes y las adquiridas, la mayor parte de esta actividad fue desarrollada por 25 Estados miembros de la UE hasta principios de 2007 y los cuatro países de la EFTA. Más de 13.200 empresas han sido adquiridas por una compañía radicada en uno de estos 29 países y casi en 12.800 ocasiones una de las empresas de estos países fue objetivo de una F&A. Otros países europeos –Bielorrusia, Bulgaria, Rumanía o Ucrania, por ejemplo– representan un porcentaje muy inferior en el mercado de F&As durante el periodo de análisis, especialmente como países de empresas adquirientes.

Empresas adquirentes

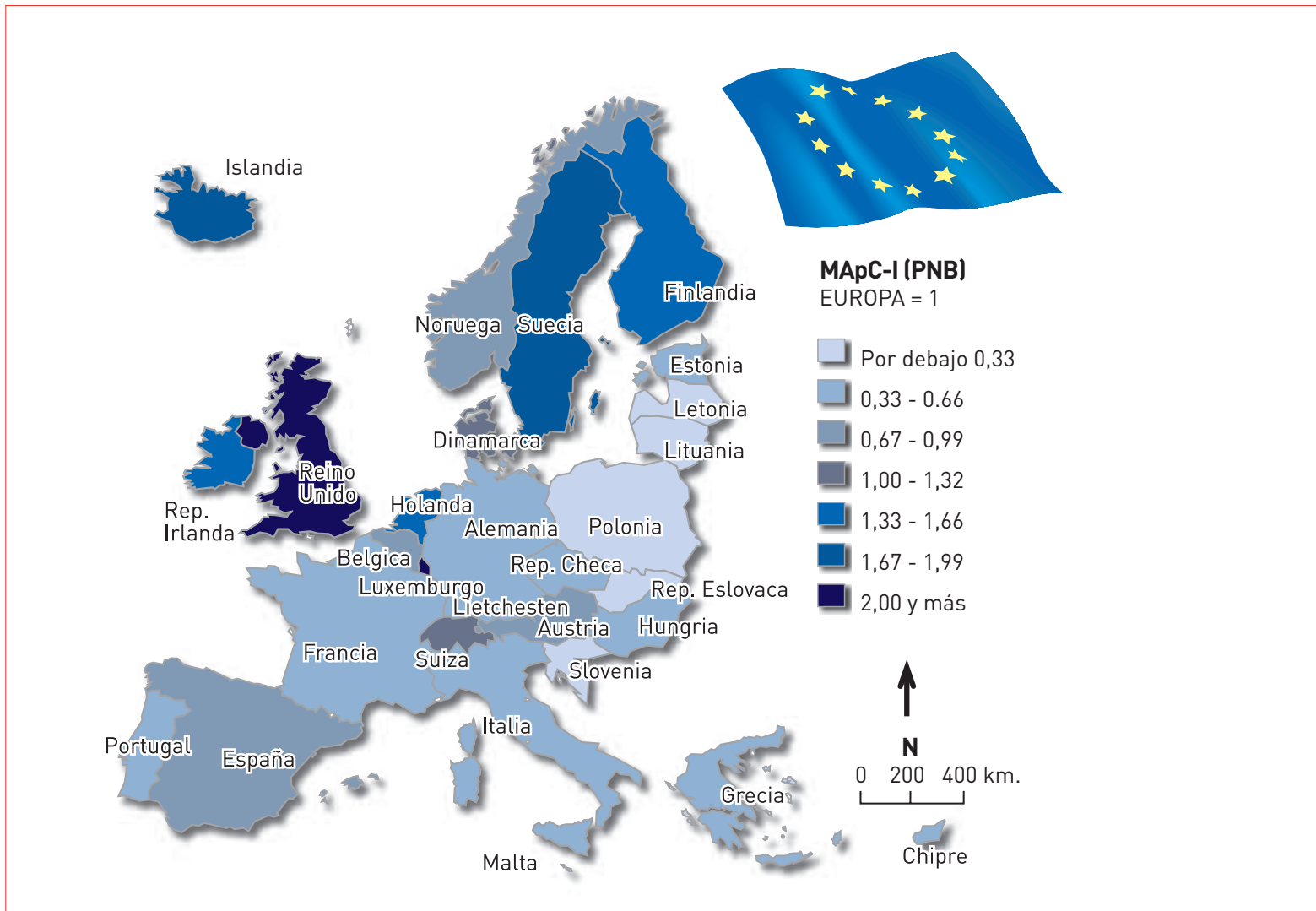


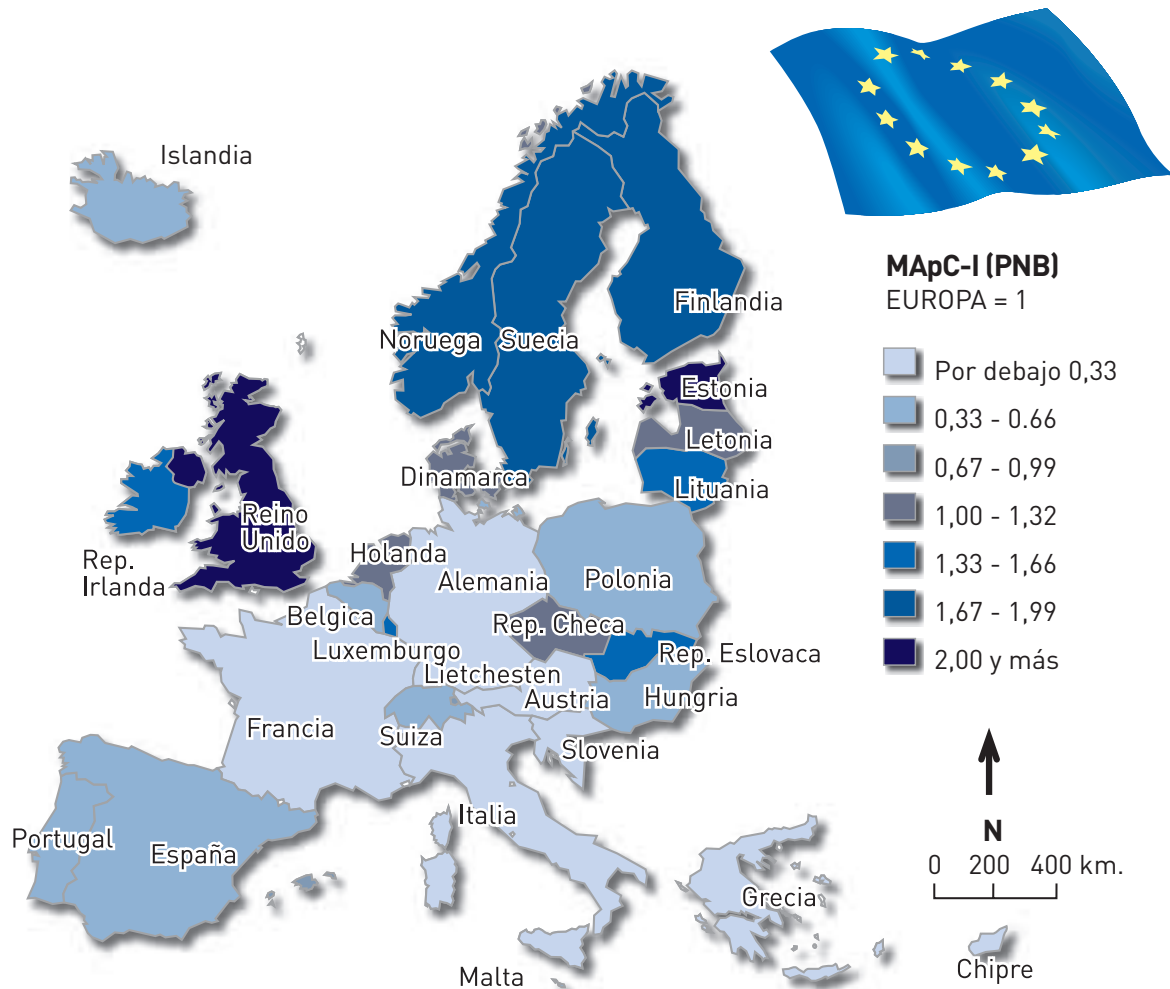
Figura 2. Distribución territorial de empresas adquirentes y empresas adquiridas en Europa, 1998-2003 (por número de operaciones).

La figura 2 ofrece una indicación de la participación general de las diferentes economías europeas en el comercio internacional del control corporativo y el poder de decisión, en relación con su dimensión económica.

Dos rasgos destacan de esta figura. El primero, el balance entre los países con empresas adquirentes y empresas adquiridas. Los países cuyas empresas tienen una mayor tendencia a participar en F&As como adquirentes tienen también una mayor probabilidad de tener empresas objetivo de adquisiciones que otros países. Este hecho apunta a la existencia de dife-

rencias entre los distintos regímenes normativos nacionales y las culturas de gestión empresarial, que se reflejan en la mayor o menor participación de empresas europeas en operaciones de fusión y adquisición. La única excepción está representada por los países de la Europa central y del este que se incorporaron a la UE en 2004. Durante el periodo de análisis, las empresas de estos países suelen ser más adquiridas que adquirentes, lo que indica por una parte debilidad o falta de capacidad de las empresas locales, en pleno proceso de transición, y por otra, el atractivo que tienen los

Empresas adquiridas



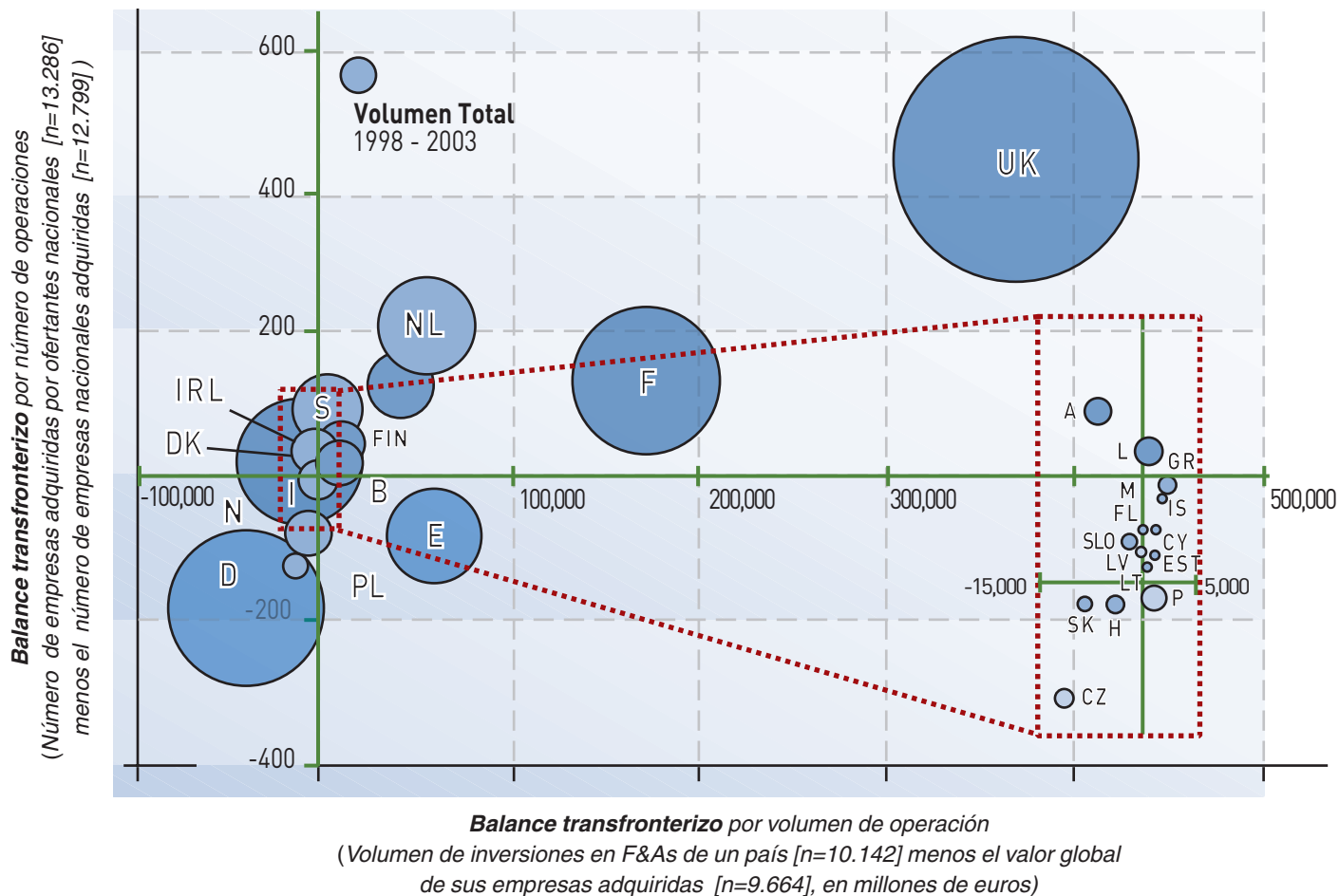
mercados de la Europa central y oriental recién estrenada su incorporación a la UE para las empresas extranjeras.

El segundo rasgo que se observa es la clara división en la frecuencia de la participación en F&As entre empresas del norte de Europa (Escandinavia, Gran Bretaña e Irlanda, los Países Bajos y Luxemburgo), por una parte, y de la Europa continental y meridional (en especial, Francia, Alemania e Italia), por otra. Las empresas británicas tienen una tendencia a participar en actividades transfronterizas de F&As casi cuatro veces mayor que las francesas, las alema-

nas y las italianas, una vez tenida en cuenta la dimensión de la economía. Sólo España y Suiza constituyen una excepción a esta regla.

Si observamos no sólo el número de operaciones de F&As, sino el volumen de estas operaciones, los datos revelan que –salvo las últimas incorporaciones de Estados miembros, en los que el control externo va claramente en aumento– la habitual distinción entre centro y periferia en Europa no se mantiene en el caso de las F&As. La diferencia entre países con empresas más o menos activas en el campo de las F&As parece ser más una división de natu-

Figura 3. Interacciones transfronterizas en los mercados de F&As en Europa.



raleza normativa y cultural que una división de naturaleza geográfica y económica. Las empresas de países relativamente pequeños y tradicionalmente periféricos, como la República de Irlanda o Islandia, son más propensas a utilizar las F&As como instrumento poderoso para incrementar su competitividad por medio de la consolidación (intranacional) de los sectores y para acceder al núcleo europeo, que algunas de las empresas de la zona central europea, como Alemania, Francia o Italia.

La figura 3 complementa este panorama mostrando el balance transfronterizo para cada país analizado. El balance transfronterizo por incidencia de F&As en cada país se presenta en el eje vertical, mientras que el balance por

EXISTE UNA CLARA DIVISIÓN EN LA FRECUENCIA DE PARTICIPACIÓN EN F&As ENTRE EMPRESAS DEL NORTE DE EUROPA Y DE LA EUROPA CONTINENTAL Y MERIDIONAL

volumen se recoge en el eje horizontal. El valor total de las operaciones correspondiente a las empresas de cada país se indica mediante el tamaño de los círculos respectivos.

Una vez más, la figura pone de relieve la preponderancia de empresas británicas en el mercado europeo de F&As. Las empresas británicas no sólo tienen el porcentaje general mayor de actividad de F&As, sino que también tienen el balance más positivo tanto en el número de empresas adquiridas en el extranjero como en el volumen de las operaciones. Durante el periodo analizado, las empresas británicas han sido extraordinariamente activas en la adquisición de empresas radicadas en otros países europeos, ampliando de este modo el grado de control

corporativo del Reino Unido. Les siguen las empresas de Francia, Países Bajos, Suiza, Finlandia, Grecia e Irlanda –aunque a una distancia considerable– en una tendencia similar de concentración de control corporativo.

En el extremo opuesto del espectro encontramos la mayor economía de Europa. Las empresas alemanas son el principal objetivo de adquisición de empresas extranjeras, en cuyos mercados, por el contrario, no son tan activas. Esto significa una pérdida importante de control corporativo global por parte de las empresas alemanas. Por una parte, este fenómeno puede atribuirse a las tensiones experimentadas por la economía alemana durante el periodo analizado y una relativa infravaloración de algunas compañías alemanas en las bolsas internacionales. Por otra parte, deben tenerse en cuenta también como factores que explican esta tendencia la mayor presencia de trabajadores especializados y la ventaja competitiva de las empresas alemanas, así como el atractivo que representa el mercado más grande y más centralizado de Europa para las empresas extranjeras. También se observan pérdidas globales de control corporativo en la mayoría de los países de la Europa central y oriental. Muchos de estos países suelen tener un vecino más fuerte, como es Alemania para Polonia y la República Checa, Suecia para Noruega o España para Portugal.

Hay un tercer grupo de países en que el balance es diferente dependiendo de los sistemas de medición. Dos países sobresalen en este grupo por sus diferentes trayectorias. Por una parte, España, cuyas empresas ganan en volumen pero pierden en número, y por otra Italia, donde ocurre lo contrario. En el caso de España, estas tendencias apuntan, por un lado, a la presencia de un conjunto de empresas fuertes y dinámicas que se han vuelto en los últimos

EN ESPAÑA EXISTE UN CONJUNTO DE EMPRESAS FUERTES Y DINÁMICAS QUE, TRAS MOSTRARSE MUY ACTIVAS EN LA ADQUISICIÓN DE EMPRESAS EN LATINOAMÉRICA EN LOS 90, HAN VUELTO SUS OJOS HACIA EUROPA



años mucho más activas en la adquisición de empresas europeas, después de haber tenido una experiencia similar en la década de 1990 en Latinoamérica. Por otro lado, la observación indica una base débil de medianas empresas, cuya capacidad para operar en mercados extranjeros es relativamente limitada y que son con más frecuencia objetivo de compra que compradoras de empresas extranjeras. En Italia –al igual que en Austria, Luxemburgo y la República de Irlanda– sucede lo contrario, con un balance negativo en cuanto a volumen, compensado con una mayor presencia de pequeñas empresas en los mercados exteriores. Bélgica, Chipre, Dinamarca, Liechtenstein y Malta tienen un balance neutro, tanto en número como en volumen (figura 3).

LAS RAZONES DE ESTE CAMBIO GEOGRÁFICO

Esta sección final del estudio tiene como objetivo aportar algunas ideas sobre los factores que pueden explicar los niveles y patrones observados en la nueva geografía de control corporativo en Europa. Para ello hemos utilizado un análisis de regresiones, cuyos resultados principales se muestran en este trabajo.

Los datos sobre las F&As transfronterizas realizadas en Europa durante el periodo objeto de estudio apuntan a dos factores principales: el tamaño del mercado –medido por el PIB total– y la distancia física entre las empresas participantes. La fortaleza económica, el desarrollo tecnológico, la capacitación de la población, el entorno de inversión o la proximidad cultural e institucional parecen factores irrelevantes en la determinación del número de F&As entre dos países europeos, cuando se examinan el mercado y la distancia geográfica.

El tamaño del mercado y la proximidad geográfica son también predominantes, con gran diferencia, cuando se analiza el volumen de las operaciones de F&As. Sin embargo, en este caso se observa la presencia de otros factores. La fortaleza económica y el nivel tecnológico del país objetivo son también determinantes a la hora de participar en F&As transfronterizas. El volumen de las F&As se ve influido en gran medida por la participación en las operaciones de grandes empresas, y las grandes empresas parecen buscar en sus adquisiciones en países extranjeros no sólo un mejor acceso a los mercados de los países vecinos, sino también clientes de mayor poder adquisitivo y acceso a una mayor capacidad y conocimiento tecnológico. Los demás factores, sin embargo, siguen siendo irrelevantes. Ni el idioma, ni el clima de inversión, ni la variable de la ampliación o si el país donde está la empresa objetivo pertenece o no a la zona euro, parecen desempeñar un papel equiparable al del tamaño del mercado, la proximidad o, en menor medida, la riqueza y las fuentes localizadas de conocimiento.

La combinación del análisis de los factores que explican el número y el volumen de las F&As pone de manifiesto que, si bien el deseo de las pequeñas empresas de adquirir una empresa extranjera parece motivado sobre todo

por el acceso al mercado de los países vecinos, a medida que crece el tamaño de las empresas participantes en la F&A, deben tenerse también en cuenta otros factores, como el acceso a clientes de mayor poder adquisitivo o a un mayor potencial de conocimientos y tecnología. Los factores institucionales, por el contrario, parecen subordinados a la fuerza del mercado y al atractivo de la capacidad innovadora de un país.

CONCLUSIONES

La finalidad de este trabajo ha sido analizar la forma en que la última oleada de F&As está dando una nueva configuración a la geografía económica del poder de decisión empresarial en Europa y los factores principales que influyen en estos cambios. Las principales conclusiones del análisis ponen de manifiesto el nivel desigual de participación de las empresas europeas en operaciones de F&As. Mientras que las empresas del norte de Europa –fundamentalmente los países escandinavos y las Islas Británicas– han participado activamente en operaciones transfronterizas y, sobre todo en el caso de las empresas del Reino Unido, han conseguido el control corporativo sobre actividades de otras partes de Europa, las empresas de la Europa continental y meridional se han mostrado más reacias a realizar adquisiciones transfronterizas y, en muchos casos, han acabado siendo adquiridas por empresas extranjeras. Los balances transfronterizos opuestos del Reino Unido y Alemania revelan de qué forma las F&As están transformando la geografía económica de Europa y presagian un cambio en el poder de decisión corporativo, que se traslada de las economías europeas continentales –fundamentalmente Alemania, Italia y los países del centro y este de Europa– al Reino Unido, Países Bajos, Suiza y los países escandinavos. Francia parece ser la única excepción a es-

**EL TAMAÑO DEL
MERCADO Y LA
PROXIMIDAD
GEOGRÁFICA
ENTRE EMPRESAS
SON DOS
FACTORES
DETERMINANTES
A LA HORA DE
EXPLICAR EL
NÚMERO DE F&As
ENTRE DOS PAÍSES
EUROPEOS**



**LOS BALANCES
TRANSFRONTERIZOS
OPUESTOS DEL
REINO UNIDO
Y ALEMANIA
REVELAN CÓMO
LAS F&As ESTÁN
TRANSFORMANDO
LA GEOGRAFÍA
ECONÓMICA DE
EUROPA**

ta regla, dado que, si bien las empresas francesas son mucho menos activas que las británicas en el campo de las F&As, están por lo general más del lado del que adquiere que del que es adquirido.

Al contrario de lo que puede pensarse en economías avanzadas y basadas en el conocimiento, los principales motores de todo este proceso no son el deseo o la necesidad de nueva tecnología o de fuentes de trabajadores más cualificados. Motivos tradicionales como el acceso a los mercados y la proximidad física parece que siguen siendo los principales factores contextuales que influyen en la decisión de las empresas de participar en fusiones transfronterizas en Europa. Factores estructurales, culturales e institucionales, como que las diferentes dotaciones de capital humano y tecnología el que se hable el mismo idioma o el que pertenezcan al

mismo bloque político o económico, tienen un peso insignificante, frente al tamaño del mercado objetivo y la distancia, o desempeñan un papel subsidiario respecto a estos factores principales durante el proceso. La única excepción tiene que ver con el tamaño de la fusión o la adquisición. En la decisión de las grandes empresas de participar en una F&A se da importancia a la relativa riqueza del país objetivo y su capacidad de innovación, pero esta importancia es mucho menor cuando se trata de empresas más pequeñas.

En términos generales, el análisis ha mejorado nuestro conocimiento de los comportamientos de las empresas participantes en fusiones y adquisiciones. Sin embargo, nuestros resultados abren también muchas vías nuevas de investigación, especialmente con respecto al papel de los factores institucionales y la integración europea. En un contexto donde se da cada vez una mayor integración europea, impulsada por la implantación del Mercado Único y la adopción por muchos de los países analizados de una moneda única, estos factores tienen un papel secundario frente a factores más tradicionales, como la dimensión del mercado y la proximidad geográfica. Por consiguiente, nuestros resultados parecen implicar que —aparte de un posible impacto en el número y volumen de F&As— la integración europea no ha modificado el patrón de las adquisiciones en los últimos años y que los factores que predominan son los mismos que antes de ampliarse el proceso de integración. Estos resultados podrían indicar la presencia de un nivel todavía muy imperfecto de integración de las economías europeas y plantea la posibilidad de que existan otras barreras institucionales, culturales o psicológicas que impiden el desarrollo de otros factores en todo su potencial en la geografía de las F&As en Europa. |