

Trabajo Fin de Grado

PREDICCIÓN DE FUSIONES EMPRESARIALES A PARTIR DE LA EDAD Y DEL SECTOR DE LA EMPRESA OBJETIVO

Autor:

Jorge Aso Baches

Director:

Jesús Gutiérrez Ilarduya

Facultad de Economía y Empresa
2.013

INDICE

INTRODUCCION.....	3
1 PRESENTACION Y JUSTIFICACION DEL TRABAJO. OBJETIVO Y ALCANCE	4
2 MARCO TEORICO	5
2.1 QUE ENTENDEMOS POR FUSION	5
2.2 TIPOS DE FUSIONES.....	5
2.2.1 Horizontales, verticales y conglomerado	6
2.2.2 Hostiles o amistosas.	6
2.2.3 Adquisición de activos vs. Adquisición o intercambio de acciones.	6
2.2.4 Fusión industrial o financiera.	6
2.3 ENTIDADES Y GRUPOS PARTICIPANTES EN UNA FUSION	7
2.4 ¿CUANDO UNA FUSION ES EFICIENTE?.....	8
2.5 FACTORES DETERMINANTES DE LAS FUSIONES	10
2.5.1 Factores que pueden crear valor o sinergias	10
2.5.2 Otros factores determinantes de las fusiones	14
3 CONTEXTUALIZACION.....	16
3.1 ESTUDIOS SOBRE EL MERCADO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES	16
3.1.1 Estudios <i>ex_ante</i> y <i>ex_post</i>	16
3.1.2 Estudios sobre la eficacia de la fusión	17
3.1.3 Estudios según el origen de la información de apoyo	17
4 TRABAJO DE INVESTIGACION	19
4.1 INTRODUCCION	19
4.2 ELECCION DE LOS INDICADORES Y RAZONES DE SU ELECCION.....	19
4.2.1 Edad.....	20
4.2.2 Sector.....	21
4.3 DESCRIPCION DE CAMPO DE TRABAJO Y DE LA MUESTRA. LIMITACIONES Y SESGOS.....	22
4.3.1 El campo de trabajo	22
4.3.2 La muestra.....	26
4.4 VALIDACION PLANTEADA PARA LAS VARIABLES.....	27
4.4.1 La edad.....	27
4.4.2 El sector.....	28
4.5 RESULTADOS.....	28
4.5.1 Edad.....	28
4.5.2 Sector.....	31
5 CONCLUSIONES	34
ANEXO I: RELACION DE SECTORES UTILIZADOS: CNAE-2009.....	35
TRABAJOS CITADOS.....	37
RELACION DE TABLAS.....	38
RELACION DE GRAFICOS.....	38

INTRODUCCION

Las fusiones y adquisiciones empresariales son noticia habitual en los medios de comunicación. Debido a su importancia económica, social y laboral prácticamente todos los días surgen informaciones y rumores nuevos sobre algún proceso de fusión posible o ya iniciado. Por otra parte si revisamos la literatura científica también llegaremos a la conclusión de que es un tema tratado desde hace tiempo y que es abordado desde muchos puntos de vista, jurídico, organizativo, económico, financiero etc.

En este trabajo se tratan las fusiones y adquisiciones desde el punto de vista de estrategia de la empresa. Se tratan como una de las alternativas que en determinadas circunstancias el equipo directivo de la misma puede y debe plantear a lo largo de la empresa.

Como consecuencia de esta posibilidad aparece un mercado, el de las empresas, y como en todo mercado hay compradores y vendedores. No obstante, en este caso se dan unas singularidades típicas que lo convierten en singular y que hacen despertar el interés general no solo en las compañías involucradas o en el sector industrial sino también de la población general.

En primer lugar encontramos la singularidad del objeto de las transacciones, la empresa. Esta es un ente vivo y en evolución constante. Su valor viene determinado no solamente por las decisiones y actuaciones de los accionistas y equipo directivo sino también, por el comportamiento del resto de los agentes vinculados a misma (trabajadores, cliente, proveedores, competencia, instituciones...). Cualquier transacción en este mercado (fusión), va a tener consecuencias para todos los agentes vinculados con la empresa de una manera directa o indirecta y a su vez la reacción de ellos influye en mayor o menor grado en la valoración que comprador y vendedor hacen de la empresa y por tanto del precio (o condiciones de la fusión)

Y en segundo lugar los compradores y especialmente los vendedores se enfrentan a una situación nueva y compleja para ellos, no es una tarea habitual para los equipos directivos llevar a cabo procesos corporativos, lo cual hace surgir la aparición de todo tipo de asesores externos a los equipos directivos y accionistas, (legales, financieros, técnicos etc.). Pero no solo directivos y accionistas, que podríamos definir como actores principales, van a apoyarse en asesores externos, sino también el resto de los stakeholders (Freeman, 1984) en la medida que su capacidad de influir en el proceso de fusión les permita presionar o pactar para salir beneficiados o al menos con los perjuicios minimizados.

En los últimos años, desde el inicio de la crisis económica, el número de operaciones planteadas y realizadas ha descendido notablemente. No obstante, si se toma una perspectiva de décadas se ve que esta cifra es enorme y profundamente cíclica y que esta sincronizada tanto a nivel nacional como mundial. Así, y sin remontarnos a ciclos anteriores, en el año 1995 se inició un ciclo alcista que tuvo su máximo entre los años 1998 y 2000, posteriormente en el año 2003 se llegó a un mínimo y en los años inmediatamente anteriores a la crisis se alcanzó nuevamente un máximo, superior al anterior. En la actualidad se está en un periodo de mínimos.

1 PRESENTACION Y JUSTIFICACION DEL TRABAJO.

OBJETIVO Y ALCANCE

El objetivo de este trabajo es el análisis de datos objetivos y públicos de una empresa, de forma que puedan servir como variables indirectas del su potencial de la empresa como objetivo en operaciones de F&A.

A continuación en el punto 2 “Marco teórico” veremos que hay una amplia base teórica que estudia el mercado de las fusiones y adquisiciones, que permite establecer en qué circunstancias se producen estas operaciones corporativas.

Cuando?, cómo?, porque? son preguntas que pretenden contestar en estos estudios, tanto a nivel científico como empresarial, pero cuando se intenta pasar de los modelos conceptuales, que presuponen el conocimiento de las variables de actuación de los agentes que intervienen en el proceso, a situaciones empresariales concretas, se choca con la falta de este conocimiento.

Hay que tener en cuenta que son muchos los agentes que influyen en el proceso, y más el número de variables que determinan el comportamiento de cada uno de ellos, siendo la mayoría las mismas subjetivas y cuyo conocimiento no es público. Este problema de falta de información se agrava cuando los estudios se pretenden hacer sobre aspectos y situaciones previas a la operación, cuando todavía no se ha llegado a un acuerdo de fusión, al que incluso puede no llegarse nunca.

Desde un punto de vista pragmático, y dada la situación expuesta, cabe plantearse abordar el problema a partir desde otras variables indirectas pero que puedan servir como predictores estadísticos del resultado final, la fusión, de los comportamientos de distintos agentes participantes. El fundamento teórico en el que se apoya de este planteamiento lo encontramos en la teoría de la probabilidad y concretamente Ley de los grandes números y el Teorema central del límite que rigen cuando el fenómeno a estudiar depende de un gran número de variables y es posible tener una gran numero de sucesos del mismo. Estas leyes suelen proporcionar resultados prácticos útiles siempre que se disponga de un gran número de sucesos y muestras grandes.

Para cumplir con la exigencia de la Ley de los grandes números, en este trabajo partiremos de la información publicada en las cuentas anuales presentadas por 1.227.132 empresas en sus respectivos registros mercantiles y con una muestra de 12.526 operaciones de fusión realizadas durante los últimos 17 años.

En principio y teniendo en cuenta la de extensión marcada a este trabajo, limitaremos el alcance del mismo a estudiar la capacidad como predictores estadísticos de las operaciones de F&A en el caso de dos variables muy sencillas: la edad de la empresa objetivo de la fusión y el sector al que pertenece.

2 MARCO TEORICO

El estudio del tema de las fusiones y adquisiciones es ampliamente tratado y desde hace años por la literatura científica, a continuación hacemos una fotografía del mismo enfocada a enmarcar el trabajo planteado.

2.1 QUE ENTENDEMOS POR FUSION

Desde el punto de vista teórico los diferentes autores que han estudiado el tema dan su definición particular sobre el concepto de fusiones y adquisiciones en función del enfoque con que abordan el tema. Desde el punto de vista de la estrategia empresarial nos encontramos generalmente con definiciones inclusivas, que intentan abarcar el máximo número de situaciones en las que la cooperación o alianza entre dos organizaciones llega al grado máximo y en el que se no solo se alinean parte de su estrategia, sino que esta es común para ambas.

Por ser la más antigua de las manejadas para este trabajo, partiremos del concepto de fusión empresarial que propone el Prof. Vazquez Ordas:

“la unión de dos empresas, que hasta ese momento actuaban de forma separada en función de disposiciones estratégicas distintas. Con la fusión su actuación empresarial, en cualquier ámbito, pasara a contribuir a una línea estratégica y común” (Vazquez Ordas, Camilo Jose, 1992)

Esta definición presenta para nosotros la ventaja de englobar a todas las operaciones corporativas, tanto fusiones como adquisiciones, dentro de un mismo concepto.

Realmente la diferencia entre fusión o adquisición es una distinción exclusivamente jurídica y así se distingue que:

Cuando dos o más sociedades, con personalidad jurídica independientes, unen sus derechos y obligaciones en una de las personalidades jurídicas o en una tercera nueva se dice que la operación es de fusión en el primer caso o de fusión por absorción en el segundo.

Y si la personalidad jurídica de las sociedades iniciales continua y simplemente una pasa a ser propietaria de las acciones de las otras obteniendo así el control de la misma se dice que la operación es de adquisición. Desde el punto de vista de la empresa, el modo por el que se obtenga el control de las sociedades no tiene relevancia mientras permita formular una estrategia común.

2.2 TIPOS DE FUSIONES

Al tomar una definición tan inclusiva, y ser grande el número de puntos de vista con que se pueden abordar, las clasificaciones de estos procesos que aparecen en los diferentes tratados son muchas.

La más habitual y tradicional en organización y dirección de empresas es la que clasifica estas operaciones en función del sector de actividad al que pertenecen las empresas involucradas y así, se dividen en:

2.2.1 Horizontales, verticales y conglomerado

- Horizontales, cuando las empresas fusionadas pertenecen al mismo sector.
- Verticales, cuando una pertenece a un sector cuyas empresas son o pueden ser proveedoras o clientes de la otra.
- Conglomerado, cuando no hay ninguna vinculación entre los sectores.

En el mercado de F&A se trabaja habitualmente con otras clasificaciones como son:

2.2.2 Hostiles o amistosas.

Cuando las fusiones se estudian desde el punto de vista de ¿Cómo se realizan las fusiones? tenemos que si el proceso de negociación cuenta con la participación y beneplácito del equipo directivo de la empresa objetivo se denominan amistosas y en ocasiones negociadas y cuando no es así se denominan hostiles. Así, el Prof. Macareñas denomina

“hostil a toda operación que no cuenta en el visto bueno del equipo directivo de la empresa objetivo. Por lo que en estos casos, se produce una negociación entre el equipo directivo de la empresa compradora y los accionistas de la compañía objetivo”
(Mascareñas, Juan,; 2005)

2.2.3 Adquisición de activos vs. Adquisición o intercambio de acciones.

Dependiendo de circunstancias de cada operación como: la limitación de responsabilidades, la limitación de contingencias ocultas, motivos fiscales, simplificación del proceso, etc., hacen que el procedimiento de la toma del control se haga mediante la adquisición de activos y pasivos o de acciones.

Esta es una división fundamentalmente legal pero que puede tener importantes consecuencias económicas.

Normalmente el procedimiento de adquisición de activos es más farragoso a la hora de realizar el cierre de la operación y la redacción del contrato pero limita más las posibles contingencias y responsabilidades ocultas, por lo cual será preferido por el comprador; mientras que el segundo, intercambio de acciones, es preferido por el vendedor aunque a cambio de tener que aportar mayores garantías.

2.2.4 Fusión industrial o financiera.

Atendiendo al tipo de comprador y sus objetivos podemos encontrar industriales o financieras.

Si objetivo del comprador es fundamentalmente operativo, es decir, obtener sinergias entre las actividades de las sociedades o conseguir alguna ventaja competitiva que mejore su situación, que otra forma le resultaría más cara de conseguir, entonces se dice que la fusión es industrial o que el comprador es industrial. Generalmente se dan entre empresas del mismo sector o adyacentes y el comprador suele ser un actor conocido en ellos. En este tipo de operaciones los objetivos perseguidos suelen ser más a largo plazo, se dice que el comprador “entra para quedarse” y suelen predominar en épocas de crisis o de falta de liquidez en los mercados monetarios.

Por el contrario, si el comprador es una sociedad cuyos objetivos son financieros, es decir, se plantean la operación como una operación de inversión a la que le van a exigir un rendimiento, entonces se dice que el comprador es financiero. En este caso, el comprador aunque conozca el sector, no realiza la operación para quedarse, sino que lo que pretende es poner de manifiesto el aumento de valor tras la fusión de las entidades mediante reestructuraciones financieras u operativas. Suelen ser operaciones más arriesgadas que las anteriores a las que se les exige un mayor rendimiento y que predominan en épocas de liquidez y tipos de interés bajos.

2.3 ENTIDADES Y GRUPOS PARTICIPANTES EN UNA FUSION

Aunque a nivel teórico podemos hablar de fusiones puras en las que al final el control y la dirección estratégica de la entidad resultante va a ser compartido equilibradamente entre los equipos directivos de las sociedades participantes, en la práctica esto no se suele dar, y al final siempre hay un equipo que “gana” y consigue “imponer” en mayor o menor grado, su visión, su estrategia y sus valores.

Esta imposición/aceptación de la nueva situación siempre provoca conflictos e ineficiencias que tienen un coste no explícito en las contabilidades y que trataremos en el siguiente punto. De la buena previsión y valoración de estos costes desde el planteamiento de la operación y de su control durante el proceso, depende generalmente el éxito o fracaso de la fusión.

Esta situación de reparto de poder se percibe rápidamente desde el inicio de las aproximaciones y en relación a la misma distinguiremos entre:

- Empresa adquirente o demandante (Comprador). Es aquella que va a terminar con mayor participación en el control de la entidad resultante.
- Empresa oferente o vendedora (Vendedor). Es aquella que al final va a tener menor participación en el control.
- Empresa objetivo. Es la entidad o unidad de negocio objeto de la operación. En muchas ocasiones, especialmente cuando el tamaño no es grande, que la empresa objetivo y la vendedora coinciden.

Cada una de estas empresas tienen sus equipos directivos y accionistas con intereses distintos, difíciles o imposibles de alinear, que dificultan cuando no frustran procesos de fusión que inicialmente eran de interés.

Entre los grupos participantes en una fusión, además de los accionistas y equipos directivos de cada empresa, que son los actores principales, encontramos al resto de los “stakeholders” (Freeman, 1984) de la empresa, algunos de los cuales y frecuentemente, son imprescindibles para llevar a buen puerto las negociaciones.

2.4 ¿CUANDO UNA FUSION ES EFICIENTE?

A responder a esta pregunta se han dedicado multitud de estudios científicos por ser uno de los interrogantes básicos planteado en el estudio de las fusiones. Además es la pregunta clave a la que han de contestarse los gestores de una empresa antes de tomar una decisión en este sentido.

Debajo de esta pregunta general, subyace otra que debemos analizar además. Esta pregunta es: ¿Para quién es eficiente una fusión? ¿Quién sale beneficiado en una fusión? los accionistas de la adquirida? de la compradora? los equipos directivos de una u otra? la sociedad en general?

Desde las teorías del valor los autores contestan a la primera y vienen a convenir que una fusión es eficiente cuando consigue generar sinergias entre las dos empresas, es decir, cuando el valor de las empresas unidas es mayor que la suma de los valores de las mismas por separado.

La respuesta a la segunda pregunta es que depende, depende de cómo se repartan las sinergias generadas (incluso las negativas), pudiendo ocurrir que en una fusión en la que no se generen sinergias, haya grupos que salgan beneficiados. Más adelante aludiremos a factores que pueden dar lugar a estas situaciones de sinergias negativas y que sin embargo pueden ser determinantes a la hora de tomar la decisión.

Siguiendo a Braley (Brealey, Myers y Allen, 2010), si dos empresas A y B se fusionan para formar la entidad AB, la ganancia de la fusión se puede expresar de la siguiente forma:

$$\text{Valor generado o ganancia} = VP_{AB} - (VP_A + VP_B) = \Delta VP_{AB}$$

- Donde VP es el valor presente o actual

En función de cómo se reparta este ΔVP_{AB} (ganancia) podremos decir para quien es eficiente la fusión

Por otra parte tenemos el costo externo, entendido como la prima o sobre precio que el comprador paga a los accionistas de la empresa objetivo:

$$\text{Sobreprecio o Costo} = P_B - VP_B$$

- Donde P_B es el precio pagado por B

Entonces tenemos que el sobreprecio es la parte de la sinergia generada que consiguen con la fusión los accionistas de B

El resto de la sinergia generada o beneficio queda para los accionistas de A:

$$\text{Beneficio} = \Delta VP_{AB} - \text{Costo} = VP_{AB} - (VP_A + P_B)$$

En la práctica, concretar estos valores es difícil y puede llevar a grandes errores, tanto por parte del vendedor como del comprador.

En este mercado la experiencia dice que “se equivoca menos veces el vendedor que el comprador” y con ello se quiere decir que pasado el tiempo si se mide el grado de satisfacción del cumplimiento de las expectativas que cada uno tenía en el momento de acordar la fusión, los vendedores suelen estar más satisfechos y contentos con su decisión que lo compradores. El anterior modelo avala el hecho anterior.

Analizando las anteriores expresiones vemos aunque no sea fácil para el vendedor, al final, solo tiene que valorar el precio de la transacción y el valor presente de su empresa.

- El precio es evidente si se cobra en efectivo, no obstante esta práctica no es habitual y se complica cuando se realizan intercambio de acciones o esta condicionado a resultados o eventos posteriores al contrato de compraventa.
- Y en la estimación del valor presente de su empresa, el vendedor es el que cuenta con la mejor información sobre su empresa.

Mientras que el comprador, debe valorar el precio de la transacción y el valor presente de su empresa (igual que el vendedor) y además debe estimar el valor presente de las dos empresas fusionadas, y aquí es donde se presentan más y mayores problemas por tres razones:

- La información que tiene de la empresa que va a comprar no es completa, y va a tener que estimar la tasa de descuento, los ingresos y los gastos con una incertidumbre mayor que la del vendedor.
- Tampoco conoce la reacción del resto de los grupos afectados por la fusión y que pueden influir en el valor final de la misma. Estos conocedores de su poder lucharan por una parte de la sinergia que se va a generar a cambio de su colaboración o simple conformidad.
- La dificultad de calcular los costes internos de la fusión. Son los producidos por las ineficiencias e incertidumbres generadas al unir dos culturas empresariales y dos formas distintas de entender los negocios. Estos costes no se pueden concretar en un epígrafe de la cuenta de resultados de la empresa fusionada, sino que más bien pueden estar presentes en todos ellos.

Además, como se expondrá al final del siguiente punto, hay factores que tienden a sobrevalorar a la empresa fusionada por parte del adquirente.

2.5 FACTORES DETERMINANTES DE LAS FUSIONES

Desde un punto de vista racional de administración de empresas, una fusión se contempla como cualquier otra decisión; su objetivo ha de ser el maximizar, a largo plazo, la riqueza del accionista, o sea, la operación ha de crear valor.

Financieramente esto se trata como un proyecto de inversión y como en el resto de proyectos se exige que el valor actual de los flujos de caja sea positivo.

En cada caso concreto, el poder determinar y valorar de una forma precisa los datos necesarios para realizar el descuento de caja es muy difícil, son decisiones a largo plazo, donde influyen muchos factores y el nivel de incertidumbre es elevado. No encontramos ni en la literatura ni en la práctica empresarial modelos que permitan calcular de forma precisa esta creación de valor para casos particulares.

Lo que si se encuentra son multitud de trabajos que permiten identificar en qué circunstancias se puede originar valor mediante una fusión. Nos referimos a las llamadas sinergias o fuentes de valor.

2.5.1 Factores que pueden crear valor o sinergias

La exposición de las sinergias que crean valor la vamos abordar en dos grupos:

- el primero recoge las situaciones (teóricas) en las cuales la mayor parte de los autores están de acuerdo y consideran que se crea valor y dentro de el distinguiremos dos subgrupos, las sinergias operativas y sinergias competitivas.
- y un segundo grupo en que se agrupan circunstancias en las que la literatura científica y empresarial no tiene una opinión unánime al respecto.

2.5.1.1 Sinergias operativas.

Este tipo de sinergias se caracterizan por conseguir una mejora en la utilización de los recursos de que dispone la empresa fusionada, frente a la tenían en la situación anterior; lo cual, redundará en una mejora en los resultados de forma directa y rápida, bien por el aumento de los ingresos o bien por la reducción de los gastos.

El origen de estas sinergias viene dado por las economías de escala y las de alcance. Las primeras se originan por la reducción de los costes que se produce por el aumento de volumen de producción y las segundas se apoyan en la existencia de recursos complementarios para las dos empresas.

2.5.1.1.1 Economías de escala.

Estas economías son transcendentales en el desarrollo competitivo de las empresas y no solo se dan en procesos de fusión. Estos ahorros están vinculados a la reducción de los costes unitarios del producto y aparecen siempre que hay costes fijos independientes del volumen de producción, de forma que, ante un aumento de las unidades fabricadas el coste unitario de las mismas baja porque baja el coste fijo unitario.

Este ahorro se puede producir a todos los niveles y en todas las áreas funcionales. Puede aparecer a nivel de línea de producción, de planta o de empresa y en I+D, máquetin

ventas, finanzas, etc. pues, en todas ellas se consumen recursos que al final hay que imputar al producto como costes del mismo.

En este punto queremos remarcar que en área financiera también se dan este tipo de sinergias, es un área que consume recursos que no tienen por qué ser variables y por lo tanto son capaces de generar ahorros sin discusión alguna. Son sinergias operativas procedentes de ahorros en el área financiera. Conviene no confundirlas y clasificarlas como sinergias financieras mezclándolas con la generación de valor producida por la disminución del riesgo financiero mediante la diversificación. Más adelante veremos que esta creación de valor vinculada al riesgo financiero es discutible y puede hacer caer a los decisores en trampas.

Por otra parte hay que notar que estas economías de escala no aparecen con la misma intensidad en todos los tipos de fusiones. Parece lógico pensar, y así se habla en muchos trabajos (Vazquez Ordas, Camilo Jose, 1992), que en las fusiones de conglomerado las sinergias operativas sean bajas. En estas operaciones, donde por definición la empresas fusionadas pertenecen a diferentes actividades, los recursos que se compartan sean pocos (dirección, control, financiación.) y por tanto las posibilidades de ahorro. La situación contraria se da en las fusiones horizontales, donde al pertenecer las empresas al mismo sector tienen prácticamente todas las actividades comunes y los potenciales ahorros pueden ser importantes. En la situación intermedia encontraríamos a las fusiones verticales donde además de las posibilidades indicadas en las fusiones de conglomerado, encontraríamos los ahorros en los solapamientos de las actividades de compras y ventas.

2.5.1.1.2 Economías de alcance

Se basa en la existencia de recursos complementarios o susceptibles de ser explotados por otra empresa de forma paralela y sin que afecte a la primera, de forma que la explotación conjunta de los mismos reduzca costes o aumente los ingresos.

Como en el caso anterior, estas economías se pueden dar en todas la áreas funcionales, finanzas, márketing, I+D etc. Son típicos ejemplos de este tipo de economías el acceso privilegiado a canales de distribución, uso de tecnología patentada, la explotación de la marca en diferentes productos etc...

2.5.1.2 Sinergias competitivas o de poder de mercado

Son las que tienen su origen en la mejora de la situación competitiva que se puede alcanzar tras la fusión.

Apoyándonos en el modelo de las cinco fuerzas de Porter (Porter, M., 1988), en la medida que la fusión cambia las relaciones de poder entre los distintos grupos que se establecen en el modelo, de forma que la empresa tras la fusión mejora su posición de fuerza en el mercado en detrimento de la de los demás, se habrá generado un valor que a medio plazo se tiene que reflejar en la cuenta de resultados de la sociedad fusionada.

Cada fusión afecta de manera distinta a cada uno de los factores. En las fusiones horizontales se produce una reducción de la rivalidad dentro del sector, dando lugar a un descenso de la competencia, especialmente cuando el número de actores es pequeño.

En el límite, podría acercarse la situación del mercado a la del monopolio, de ahí, el interés de los gobiernos por limitar ciertos tipos de fusiones a través de las legislaciones antimonopolio. En función de la legislación existente en un país y de la diligencia de sus autoridades en aplicarla estará limitada la creación de valor por esta vía. No obstante, en sectores especialmente regulados, sucede otras veces lo contrario, los gobiernos provocan mediante cambios en la regulación la integración del sector, apareciendo una oleada de fusiones.

En las fusiones verticales, las relaciones de fuerza que cambian son las de clientes y proveedores, produciéndose tras el cambio nuevos posicionamientos de colaboración y alianza o rivalidad entre ellos. La nueva situación puede ser inestable y provocar comportamientos monopolísticos, limitados también por la legislación antimonopolio.

En las fusiones de conglomerado, la relación de poder cambia porque a través de la compra y aunque sea de forma indirecta entra en el sector un nuevo jugador, con estrategias y capacidades financieras distintas a las que tenía la empresa objetivo.

Vazquez Ordas define esta tipo de sinergias diciendo que:

“La fusiones empresariales permiten obtener una sinergia competitiva si facilitan el logro de una ventaja competitiva sostenible, que no es posible obtener a través de ninguna estrategia alternativa, o si permiten obtener la ventaja competitiva de una forma más económica que el crecimiento interno o las acuerdos empresariales”
(Vazquez Ordas, Camilo Jose, 1992)

En ella plantea las fusiones como una decisión estratégica de crecimiento empresarial y de adquisición de ventajas competitivas diferenciales frente al desarrollo de las mismas internamente dentro de la empresa. Esta disyuntiva, (Comprar vs. Crecer, Comprar vs. Frabricular...) está tratada ampliamente a nivel teórico y es habitual en la empresa antes de iniciar cualquier proceso de fusión o inversión en general. Se suele convenir que a favor de la alternativa de fusión esta la velocidad, conseguir una ventaja competitiva vía fusión o adquisición casi siempre es más rápida que hacerlo internamente y como desventajas o dificultades principales esta la pérdida de control que puede suponer una fusión para los accionistas y especialmente la dificultad que supone unir las culturas, equipos, valores etc. de ambas empresas.

2.5.1.3 Sinergias sin acuerdo entre los autores.

En este apartado recogemos aquellas sinergias sobre las cuales los autores tienen división de opiniones sobre si realmente se les puede considerar fuentes de valor o no para los accionistas de la empresa compradora. Normalmente están relacionadas con la diversificación del riesgo.

Es evidente que la diversificación reduce el riesgo. En los modelos econométricos, este viene vinculado a la variabilidad de los rendimientos que matemáticamente se mide mediante la varianza de la curva de probabilidad de dichos rendimientos (σ^2)

Matemáticamente se demuestra que cuando se suman dos funciones de probabilidad a y b, la media de la función suma coincide con la suma de las medias de las funciones sumandos, pero que esto no ocurre con la varianza, sino que:

$$\sigma_{ab}^2 = \sigma_a^2 + \sigma_b^2 + 2 \sigma_a \sigma_b \rho_{ab}$$

- Donde, ρ_{ab} es el índice de correlación entre las dos funciones a y b.

En general y para el caso en que la valoración de a y b sean distintos y siendo x_a y x_b las proporciones de cada valor

$$\sigma_{ab}^2 = x_a \sigma_a^2 + x_b \sigma_b^2 + 2 x_a x_b \sigma_a \sigma_b \rho_{ab}$$

El riesgo de la nueva compañía difiere de la media ponderada de los riesgos de las empresas componentes y puede disminuirse con una adecuada combinación de negocios.

Queda claro que si la empresa disminuye su riesgo, ello beneficiará a los directivos y trabajadores que tienen su riesgo personal muy correlacionado con el de la empresa. Ahora bien, esto no quiere decir que haya una disminución eficiente del riesgo para el accionista. Este puede hacerlo con independencia de la empresa porque siempre puede conseguir tener la misma diversificación de riesgo mediante una cartera de acciones análoga a la que pretende la empresa. El ejemplo paradigmático es el caso de un empresario que tiene una única empresa de la que es accionista mayoritario, puede interesarle diversificar a través de la empresa por motivos fiscales por ejemplo, pero al resto de los accionistas minoritarios preferirán que se liberen recursos financieros de la empresa mediante dividendos o recompra de acciones y decidir ellos como diversifican su riesgo.

En resumen:

“las empresas que aducen la diversificación de riesgos como motivo fundamental de su integración deberán tener en cuenta que ella no crea ninguna riqueza adicional para sus accionistas y, por lo tanto, no tiene sentido económico.” (Mascareñas, Juan, 2005)

Por último y como ya se ha indicado al tratar las economías de escala y alcance, el concepto de sinergia financiera puede llevar a una confusión terminológica. No tiene discusión cuando se trata de una mejora en la utilización de los recursos, bien por una economía de escala o alcance; pero sí es discutible cuando se trata de una disminución del riesgo donde hay que distinguir entre el riesgo para el accionista y el riesgo para la empresa.

2.5.2 Otros factores determinantes de las fusiones

Existen otros factores, determinantes a la hora de desencadenar un proceso de fusión, que no siempre tienen explicación desde las teorías de creación de valor. Entre ellos tenemos:

2.5.2.1 Factores explicables mediante la teoría de agencia.

La teoría de agencia represento un nuevo enfoque conceptual, según el cual una empresa es considerada como un conjunto de contratos entre los diferentes factores de producción, estando motivado cada factor por su propio interés (Jensen y Mecking, 1976)

La relación de agencia se define como

“un contrato por el que una persona (llamada principal) designa a otra (llamada agente) para que realice algún servicio en su beneficio, para lo cual el principal debe delegar en el agente cierta autoridad de decisión” (Jensen y Mecking, 1976)

La aplicación la teoría de agencia en el caso particular del mercado de fusiones y adquisiciones lleva a afirmar que: debido a la delegación de parte de la autoridad de decisión por parte de los accionistas (principal) en los directivos (agente) y actuar estos “por su propio interés” pueden realizarse o impedirse operaciones corporativas por intereses de los directivos y que estos no estén alineados con los de los accionistas.

Este defecto de convergencia de intereses entre accionistas y directivos estará limitado por el poder que tiene el accionista para cambiar la dirección de la empresa.

Si los accionistas no son capaces de ejercer el anterior derecho, es cuando aparece el denominado mercado de control corporativo que también pone coto a unos costes de agencia excesivos.

Este mercado de control corporativo se explica con el siguiente argumento: el comportamiento de los directivos en interés propio frente al de los accionistas, lleva a que la empresa tenga menos valor que el que podría tener con otro comportamiento. Si esto es descubierto por otro equipo directivo, podrá hacer a los accionistas una oferta por sus acciones a un precio superior al valor esperado y a continuación quitar al anterior equipo.

En general, el mercado de control corporativo no es perfecto y se da con más frecuencia en empresas cotizadas.

2.5.2.2 Factores subjetivos y relacionados con la hipótesis Hubris

Richard Roll en su artículo “The Hubris Hypotesis of Corporate Takeovers” (Roll, Richard, 1986) se plantea que el hubris de los decisores, especialmente de compradores, les lleva a tomar decisiones corporativas y ofrecer precios no acordes ni con el mercado ni con la razón.



El concepto de hubris es de origen y hay que entenderlo como “el orgullo y la arrogancia” que una persona puede sentir a la hora de tomar una decisión y la cual puede llegar a ser determinante de esta.

Roll argumenta que la evidencia empírica soporta la hipótesis de hubris al menos tanto como soporta otros factores determinantes de las fusiones como las sinergias o el poder de mercado.

3 CONTEXTUALIZACION

Los trabajos e investigaciones sobre fusiones y adquisiciones se enfrentan con un problema importante, el de obtener una información relevante y fiable sobre las mismas.

Ya hemos comentado la importancia que tiene en el éxito de una fusión, la reacción de los agentes afectados por la misma y la influencia de la misma en las valoraciones que se hacen y en el precio y condiciones finales que se acuerdan. Desde el primer momento, el manejo de la información publicada y los tiempos en que se comunica por parte de los actores principales es fundamental para el éxito. Este hecho va a dificultar el estudio y la investigación en esta materia.

Hay información objetiva, e incluso recogida en los contratos de fusión, que no se hace pública porque no interesa a los actores principales ni a las empresas. El ejemplo más significativo de ello lo encontramos en una información relevante en una transacción como es el precio, este no siempre es conocido, es más, casi nunca se conoce con exactitud. Aparte tenemos las cláusulas para garantizar contingencias y otras circunstancias que pueden estar recogidos en anexos adicionales al contrato y que solo operaran en determinadas circunstancias. Al ser mínima la información recogida en los registros públicos sobre estas operaciones, solo se conocen los extremos que comprador y vendedor convengan, lo cual hacen en ocasiones mediante una nota de prensa conjunta tras la firma del contrato de fusión.

Por otra parte, en la toma de estas decisiones, intervienen de manera decisiva muchos factores internos de la empresa e incluso subjetivos y personales de las personas involucradas en ellas que solo pueden ser conocidos mediante encuestas directas.

3.1 ESTUDIOS SOBRE EL MERCADO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

Las posibles clasificaciones de los estudios sobre fusiones y adquisiciones son muchas, a continuación exponemos aquellas que mejor sirvan para enmarcar el presente trabajo dentro de la literatura.

3.1.1 Estudios *ex_ante* y *ex_post*

Esta clasificación de los trabajos es una de las típicas, en el campo de las F&A y en otros muchos campos del conocimiento. En general, se hace referencia al momento en que se estudia un determinado fenómeno respecto a un evento determinado.

En el caso que nos ocupa, el evento es el momento en que se materializa la fusión (fecha de fusión) y atendiendo a este, los estudios se califican como

- *ex_ante*, si el estudio se refiere a la situación existente antes de la fecha de fusión. Ejemplos de ellos los encontramos en la bibliografía utilizada en :
 - “¿Cuándo hay que vender una empresa?” (Nuño P. , Tapies J., Rodríguez A., 2006)
 - “¿Por qué se compran y se venden las empresas en España” (Mascareñas, Juan, 2000)
- *ex_post*, cuando es posterior. Ejemplos típicos los estudios sobre la eficiencia y resultados de las fusiones.

3.1.2 Estudios sobre la eficacia de la fusión

El estudio de la bondad, éxito o eficacia de las operaciones corporativas es con toda seguridad el tema que más ocupa y preocupa a la literatura científica y empresarial especialmente cuando se estudia estos fenómenos desde la óptica de la administración de empresas. Esto es lógico, en el fondo de esta visión del fenómeno siempre un proyecto de inversión y su objetivo como tal es la rentabilidad del mismo.

Ejemplos tenemos en:

- *“Hostile takeovers and the correction of managerial failure”* (Franks y Mayer, 1996)
- *“The effects of mergers an international comparison”* (Guglert, Mueller, Yurtoglu y Zulehner, 2003)
- *“Synergistic Gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms”* (Bradley M., Desai A., Kim E., 1988)

3.1.3 Estudios según el origen de la información de apoyo

3.1.3.1 Modelos conceptuales

Son trabajos que partiendo de la observación de la realidad económica y de otros estudios a través de razonamientos inductivos consiguen describir esta realidad, los actores que intervienen y las motivaciones que regulan sus comportamientos.

Estos estudios no se apoyan en datos concretos, ni en encuestas, ni conclusiones estadísticas, pero sirven como soporte de otros trabajos.

Entre la bibliografía utilizada aquí encontramos buenos ejemplos en:

- *“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure”* (Jensen y Mecking, 1976)
- *“Un marco teórico para el estudio de las fusiones empresariales”* (Vazquez Ordas, Camilo Jose, 1992)
- *“Estrategia competitiva: Técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia”* (Porter, M., 1988)

3.1.3.2 Trabajos con información subjetiva o interna

Son trabajos que debido a la singularidad de la información en que se apoyan para contrastar sus hipótesis necesitan de encuestas ad hoc. Esta información no se ha publicado con anterioridad y suele ser privada y/o subjetiva.

Una parte importante del tiempo necesario para realización se dedica a la elaboración de la encuesta: elaboración de las preguntas, selección de los potenciales encuestados, realización de la encuesta y tabulación de los resultados.

Un ejemplo es “*Los procesos de fusión y adquisición en empresas familiares*” (Tapies J, Gallo M. A., Estape M.J., Romances J.M, 2000)

3.1.3.3 Trabajos con información externa u objetiva

En oposición a los trabajos con información subjetiva o interna, encontramos aquellos en los que la información manejada proviene de fuentes externas a las organizaciones, e objetiva y en ocasiones pública. Estos trabajos son mas rapidos de elaborar, especialmente si la información se encuentra recogida en registros o bases de datos y la dificultad para la obtención de los datos de trabajo se encuentra en lograr acceder a estas bases de datos. Por el contrario, al no ser una información ad hoc, puede que en las fases previas de planificación de los trabajos haya que readaptar el planteamiento de las hipótesis o bien tener que utilizar variables indirectas.

Ejemplos de estos trabajos son:

- “*The effects of mergers an international comparison*” (Guglert, Mueller, Yurtoglu y Zulehner, 2003)
- “*Informes sectoriales Plimsoll*” (Plimsoll, 2.013)

El trabajo aquí planteado y que se detalla en el siguiente punto va a utilizar información objetiva, de fuentes externas a las sociedades y estudia las F&A de forma ex_ante

4 TRABAJO DE INVESTIGACION

4.1 INTRODUCCION

Hasta ahora hemos visto las circunstancias que a nivel teórico son las idóneas para que se produzca una fusión, unas crean valor, otras no y otras es discutible pero todas ellas determinan que en un momento dado se inicie el proceso o no. (Berkovits, E y Narayanan, M.P., 1993)

También hemos visto que en la práctica esto es complicado de determinar debido al gran número de variables que pueden influir en la decisión y al conocimiento parcial de la información necesaria.

Por ello, para poder predecir cuándo se va a iniciar un proceso de fusión, o que empresas lo van a iniciar, es necesario acudir a variables indirectas a las vistas anteriormente, pero que estén correlacionadas con ello.

En este contexto, el trabajo aquí presentado plantea la utilización de dos variables objetivas:

La edad de la empresa objetivo y el sector de actividad al que pertenece, como indicadores para determinar que empresas tienen mayor probabilidad de iniciar un proceso de venta o fusión.

4.2 ELECCION DE LOS INDICADORES Y RAZONES DE SU ELECCION

Los motivos de elección de estos indicadores son fundamentalmente tres:

- **Facilidad.** Se trata de datos sobre las empresas de muy fácil y rápida obtención. Las empresas están obligadas a formular todos los años sus cuentas anuales y a hacerlas públicas presentándolas en su correspondiente registro mercantil. Estos dos datos, la fecha de constitución y el sector de actividad de la empresa, aparecen en la portada de dichas cuenta anuales.

Además, esta información está recogida en bases de datos sobre las que trabajan potentes motores de búsqueda, como SABI, que es accesible desde UNIZAR y que hace posible manejar fácilmente un gran volumen de información.

- **Objetividad.** La objetividad de los datos es incuestionable, son datos de un registro público.
- **Capacidad de correlación.** Como se explica individualmente para cada una de ellas, es previsible a priori que haya una fuerte correlación entre estas variables y el inicio de una operación corporativa. En este sentido, existen teorías que los avalan y trabajos en la literatura científica y empresarial que lo apuntan.

4.2.1 Edad

Esta variable la mediremos como la diferencia en años entre la fecha de constitución de la sociedad y la fecha en que se realiza la operación corporativa, en el caso de estudio la venta o fusión empresarial.

La teoría sobre el crecimiento empresarial avala la existencia de una relación entre la edad y la fecha de fusión. Por un lado tenemos que a lo largo de su vida la empresa pasa por diferentes etapas a lo largo de las cuales va tomando diferentes decisiones estratégicas en función de sus circunstancias y por otro, que las operaciones corporativas es una de las alternativas posibles. A partir de estas dos ideas parece lógico pensar que la alternativa de fusión o venta pueda ser más utilizada en unas etapas de la vida de la empresa que en otras.

La literatura describiendo las etapas y características por las que puede pasar una empresa es muy amplia y suelen converger en las siguientes:

- Nacimiento o iniciación. Es una etapa corta, se caracteriza por la inestabilidad y la necesidad de asegurar la supervivencia.
- Crecimiento o desarrollo. La necesidad de financiar el crecimiento es una de las mayores preocupaciones de los directivos.
- Madurez. La organización tiene un posicionamiento diferenciado, credibilidad reconocida, y capacidad técnica contrastada. En esta fase se busca la rentabilidad de las inversiones.
- Declive. Si durante la madurez la empresa no es capaz de tomar decisiones de rejuvenecimiento acertadamente, (nuevos productos, procesos, mercados, directivos...), se inicia el periodo de la madurez en el cual la empresa va perdiendo paulatinamente su posicionamiento diferenciado, credibilidad, capacidad técnica y comercial.

En el informe *¿Cuándo hay que vender una empresa?* (Nueno P. , Tapies J., Rodriguez A., 2006) se describen y discuten situaciones concretas en las que los accionistas de una empresa deben plantearse la venta de la misma como mejor alternativa estratégica y en casi todas ellas subyace la misma idea de anticipación al declive. De su lectura se puede concluir que: si los accionistas llegan al convencimiento que a medio plazo la empresa no va a ser capaz de implantar con éxito las posibles decisiones de rejuvenecimiento, se debe evaluar con honestidad la alternativa de fusión o venta de la misma.

A partir del modelo de las etapas vitales de una empresa y de la idea de anticipación al declive, es lógico pensar que va a haber dos etapas con mayor actividad corporativa en la vida de una empresa:

- La de crecimiento o desarrollo como alternativa para solventar necesidades de financiación típicas de esta etapa.
- El final de la madurez y el declive, como alternativa a las decisiones de rejuvenecimiento.

4.2.2 Sector

A la hora de definir el sector a que pertenece una empresa utilizaremos la actividad declarada por ellas como principal en las cuentas anuales. Para simplificar el análisis despreciaremos el resto de actividades secundarias si existen. En esta declaración se utiliza como criterio de clasificación estadística el código de CNAE (Clasificación Nacional de Actividades Económicas). Trabajaremos con el nivel inicial de cuatro dígitos que son 629 actividades diferentes. Posteriormente y en función de la homogeneidad de los resultados y para su exposición se utilizarán los niveles de tres dígitos (272 actividades) o dos dígitos (88 actividades).

En el anexo I se presenta una relación a nivel de dos dígitos. El resto de los niveles no se incluyen por razones de espacio pero son rápidamente accesibles en www.ine.es

Del estudio del modelo de Porter utilizado para analizar los sectores industriales y la competencia, se deduce que las características de un sector pueden favorecer en mayor o menor grado el uso de las operaciones corporativas como herramientas para implementar las empresas su estrategia.

Porter explica que el grado de atractivo de una industria y la posibilidad de obtener rentas superiores viene determinado por cinco fuerzas que “mueven la competencia de un sector industrial” (Porter, M., 1988):

- Competidores en el sector industrial y la rivalidad existente entre los mismos.
- Competidores potenciales y la amenaza de nuevos ingresos
- Productos sustitutivos y su amenaza
- Proveedores y su poder de negociación
- Compradores y el poder negociador de los clientes.

También argumenta que estas fuerzas dependen de las características estructurales de un sector y afectan de manera similar en todas las empresas del mismo. Aceptando idea, es lógico plantearse que si la respuesta de una empresa a una situación competitiva es una operación de F&A es probable que también lo sea para otras empresas del sector, lo cual implica que el número de operaciones corporativas será más frecuente en un sector que en otros.

Siguiendo el modelo de Porter podemos pensar en ejemplos concretos de este razonamiento como los siguientes:

- En sectores con barreras de salida altas que llegan a situaciones de elevada competitividad interna parece lógico pensar que una fusión horizontal o vertical pueda ser una respuesta para reducir los costes.
- En sectores con barreras de entrada altas y baja competencia interna la mejor alternativa para entrar en el será la adquisición (sectores regulados, con barreras legislativas o tecnológicas)

Por otra parte, en la revisión bibliográfica de la materia encontramos, encontramos multitud de afirmaciones en este sentido. Un ejemplo lo encontramos en Bradley cuando afirma:

“las fusiones tienden a concentrarse en un número pequeño de industrias y a menudo están impulsadas por la desregulación y los cambios de tecnología o el patrón de consumo” (Brealey, Myers y Allen, 2.010)

4.3 DESCRIPCION DE CAMPO DE TRABAJO Y DE LA MUESTRA.

LIMITACIONES Y SESGOS

4.3.1 El campo de trabajo

Para la realización del presente estudio, se ha tomado como campo de trabajo la totalidad de las empresas españolas que presentan cuentas anuales y las hacen públicas a través del registro mercantil español. Son un total de 1.227.132 sociedades las que forman el campo de trabajo del presente estudio.

Para su localización se ha utilizado la base de datos de “SABI” en la actualización existente en agosto de 2.013. Para ello se ha utilizado el acceso de que dispone la UNIZAR

Se han considerado tanto las sociedades que están activas en la actualidad como las que están inactivas, pues es frecuente la desaparición de una sociedad tras una adquisición o fusión.

El campo de trabajo a España se ha restringido porque las fuentes de información accesibles desde SABI son de España y Portugal. Esto puede parecer una restricción a los resultados y conclusiones que aquí se obtengan, pero en realidad no lo es; en el estudio se trabaja clasificando a las empresas por sectores (de un mercado) y aunque cada vez la globalización de las empresas españolas es mayor, lo cierto es que su mercado suele ser nacional y por tanto, la restricción del campo produce una homogeneización del mismo lo que hace esperar resultados más estables y consistentes.

Como el número de empresa que componen el campo de trabajo es elevado vamos a hacer una descripción gráfica del mismo atendiendo a las dos variables analizadas: el año de constitución (edad) y la actividad principal de las mismas.

4.3.1.1 La edad

La distribución por edades del campo de trabajo utilizado es la siguiente:

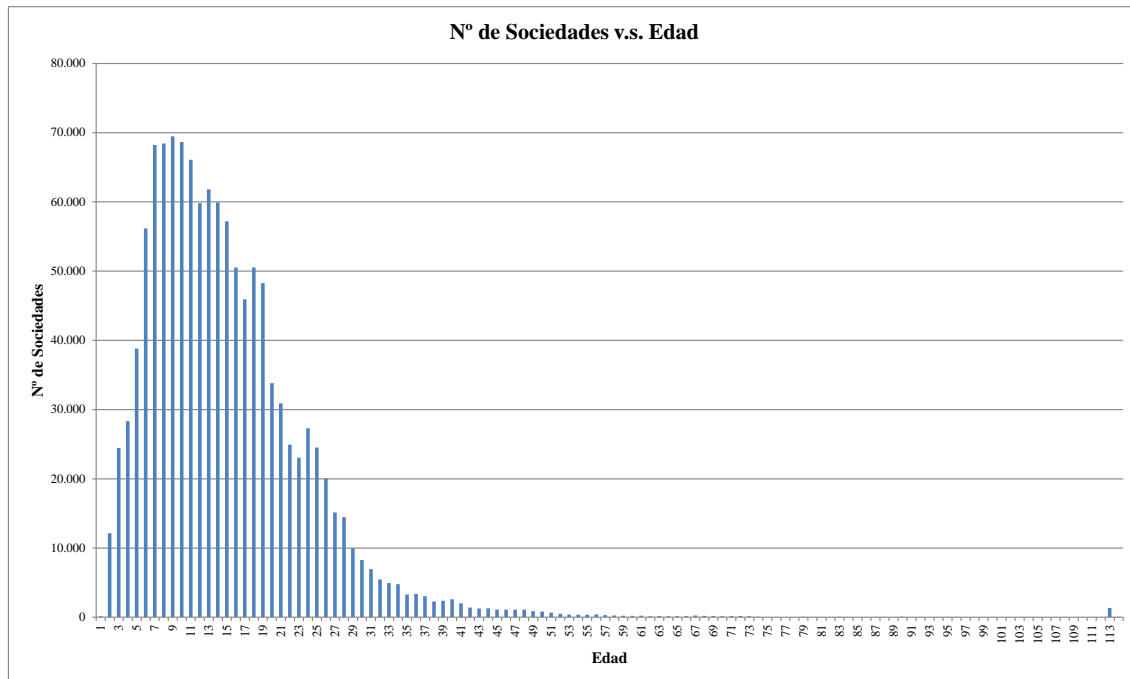


Grafico 1: Distribución del número de sociedades españolas registradas según su edad

En ella cabe observar que:

- para edades menores a un año el número de empresas es muy bajo, tan solo 12.276 sociedades. Esto se puede explicarse por el descenso real del numero de empresas constituidas y además porque las empresas durante el primer año, pueden no estar presentando sus cuentas anuales y porque no todas las empresas cierran el año el 31 de diciembre.
- Entre uno y cinco años, el número de empresas va creciendo (entre 25.000 y 50.000 empresas por año) pero es inferior al de empresas de más edad, debido seguramente a una menor creación de empresas habido como corresponde al periodo de crisis y recesión económica habido en los últimos años.
- Por intervalos de edad, las empresas españolas están enormemente concentradas en el tramo de hasta 25 años, siendo muy pocas las empresas que pasan de los 50 años

EDAD	Nº DE SOCIEDADES	%
Hasta 25 años	1.119.500	91,23
Entre 25 y 50 años	99.699	8,12
Resto	7.933	0,65
Total	1.227.132	100,00

Tabla 1: Agrupación de las sociedades de según la edad

4.3.1.2 El sector o actividad

La clasificación por actividades del campo de trabajo sobre el que se realiza el estudio es como sigue:

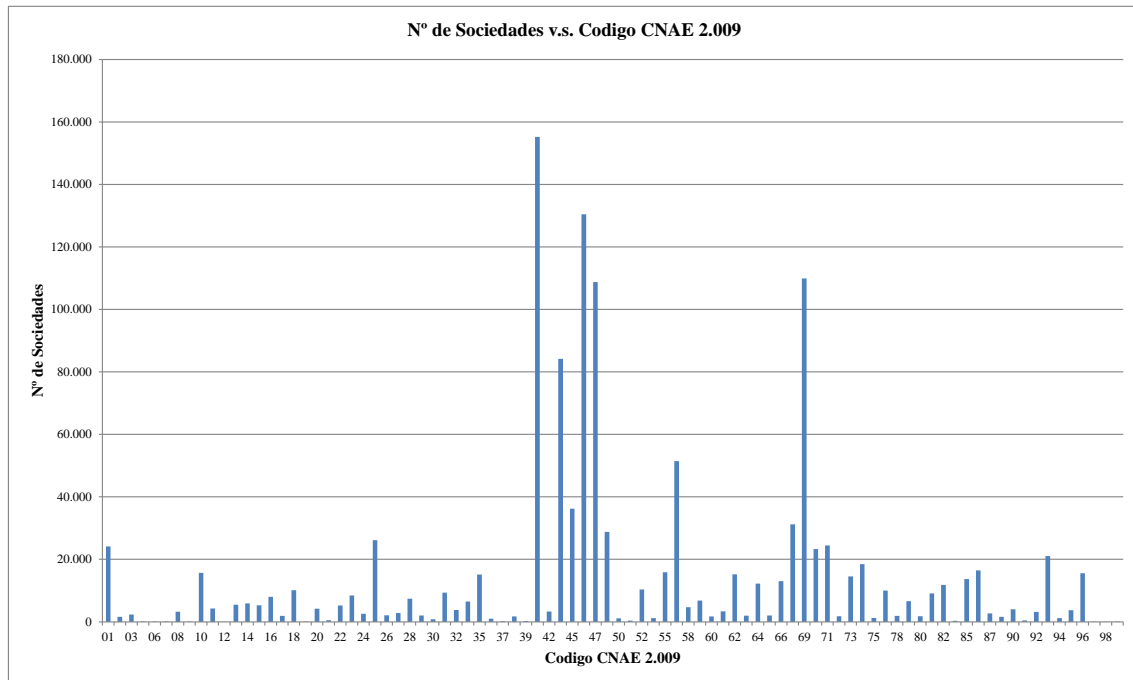


Grafico 2: Distribución del número de sociedades españolas registradas por código CNAE

Este grafico es la fotografía de la estructura sectorial de España, destacan con más de 100.000 de sociedades, las actividades de Construcción de edificios (CNAE 41), las actividades de Comercio al por mayor y al por menor, sin incluir los vehículos de motor (CNAEs 46 y 47) y las Jurídicas y de Contabilidad (CNAE 69)

En la tabla siguiente se relacionan por orden todos los códigos CNAE a dos dígitos, junto con el número de sociedades que lo componen. Cada sociedad se ha incluido en único CNAE, el declarado como primaria por la misma.

Codigo CNAE	Título	Nº de Sociedades
1	Agricultura, ganadería, caza y servicios relacionados con las mismas	24.119
2	Silvicultura y explotación forestal	1.610
3	Pesca y acuicultura	2.319
5	Extracción de antracita, hulla y lignito	164
6	Extracción de crudo de petróleo y gas natural	76
7	Extracción de minerales metálicos	135
8	Otras industrias extractivas	3.233
9	Actividades de apoyo a las industrias extractivas	103
10	Industria de la alimentación	15.667
11	Fabricación de bebidas	4.258
12	Industria del tabaco	37

Codigo CNAE	Título	Nº de Sociedades
13	Industria textil	5.481
14	Confección de prendas de vestir	5.915
15	Industria del cuero y del calzado	5.296
16	Industria de la madera y del corcho, excepto muebles; cestería y espartería	8.017
17	Industria del papel	1.913
18	Artes gráficas y reproducción de soportes grabados	10.150
19	Coquerías y refino de petróleo	66
20	Industria química	4.208
21	Fabricación de productos farmacéuticos	525
22	Fabricación de productos de caucho y plásticos	5.227
23	Fabricación de otros productos minerales no metálicos	8.431
24	Metalurgia; fabricación de productos de hierro, acero y ferroaleaciones	2.597
25	Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo	26.157
26	Fabricación de productos informáticos, electrónicos y ópticos	2.059
27	Fabricación de material y equipo eléctrico	2.818
28	Fabricación de maquinaria y equipo n.c.o.p.	7.410
29	Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques	2.044
30	Fabricación de otro material de transporte	802
31	Fabricación de muebles	9.357
32	Otras industrias manufactureras	3.805
33	Reparación e instalación de maquinaria y equipo	6.505
35	Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado	15.129
36	Captación, depuración y distribución de agua	1.003
37	Recogida y tratamiento de aguas residuales	190
38	Recogida, tratamiento y eliminación de residuos; valorización	1.744
39	Actividades de descontaminación y otros servicios de gestión de residuos	254
41	Construcción de edificios	155.189
42	Ingeniería civil	3.281
43	Actividades de construcción especializada	84.170
45	Venta y reparación de vehículos de motor y motocicletas	36.211
46	Comercio al por mayor e intermediarios del comercio, excepto de vehículos de motor y motocicletas	130.435
47	Comercio al por menor, excepto de vehículos de motor y motocicletas	108.740
49	Transporte terrestre y por tubería	28.770
50	Transporte marítimo y por vías navegables interiores	1.146
51	Transporte aéreo	376
52	Almacenamiento y actividades anexas al transporte	10.351
53	Actividades postales y de correos	1.203
55	Servicios de alojamiento	15.831
56	Servicios de comidas y bebidas	51.415
58	Edición	4.661
59	Actividades cinematográficas, de vídeo y de programas de televisión, grabación de sonido y edición musical	6.805
60	Actividades de programación y emisión de radio y televisión	1.706
61	Telecomunicaciones	3.358
62	Programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática	15.220
63	Servicios de información	1.957
64	Servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones	12.251
65	Seguros, reaseguros y fondos de pensiones, excepto Seguridad Social obligatoria	2.020
66	Actividades auxiliares a los servicios financieros y a los seguros	13.044
68	Actividades inmobiliarias	31.189
69	Actividades jurídicas y de contabilidad	109.897
70	Actividades de las sedes centrales; actividades de consultoría de gestión empresarial	23.286
71	Servicios técnicos de arquitectura e ingeniería; ensayos y análisis técnicos	24.449
72	Investigación y desarrollo	1.791
73	Publicidad y estudios de mercado	14.547
74	Otras actividades profesionales, científicas y técnicas	18.471
75	Actividades veterinarias	1.260
77	Actividades de alquiler	10.013
78	Actividades relacionadas con el empleo	1.890
79	Actividades de agencias de viajes, operadores turísticos, servicios de reservas y actividades relacionadas	6.643

Código CNAE	Título	Nº de Sociedades
80	Actividades de seguridad e investigación	1.785
81	Servicios a edificios y actividades de jardinería	9.099
82	Actividades administrativas de oficina y otras actividades auxiliares a las empresas	11.820
84	Administración Pública y defensa; Seguridad Social obligatoria	330
85	Educación	13.681
86	Actividades sanitarias	16.437
87	Asistencia en establecimientos residenciales	2.696
88	Actividades de servicios sociales sin alojamiento	1.578
90	Actividades de creación, artísticas y espectáculos	4.018
91	Actividades de bibliotecas, archivos, museos y otras actividades culturales	465
92	Actividades de juegos de azar y apuestas	3.147
93	Actividades deportivas, recreativas y de entretenimiento	21.046
94	Actividades asociativas	1.185
95	Reparación de ordenadores, efectos personales y artículos de uso doméstico	3.737
96	Otros servicios personales	15.557
97	Actividades de los hogares como empleadores de personal doméstico	66
98	Actividades de los hogares como productores de bienes y servicios para uso propio	1
99	Actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales	84
	Suman	1.227.132

Tabla 2: Numero de sociedades españolas registradas por código CNAE

4.3.2 La muestra

La parte más laboriosa del estudio ha sido recoger y tabular las 12.526 operaciones corporativas realizadas en los últimos con las que se ha hecho este estudio.

Las características de esta muestra son:

- Todas las operaciones de la muestra la empresa objetivo es española
- Son operaciones realizadas entre los años 1997 y el 2013
- Se han seleccionado operaciones corporativas de adquisición, fusión, MBI o MBO y se han descartado otras como, ventas y compras institucionales u ofertas públicas de venta (OPV)
- Son siempre operaciones completadas, excluyéndose las operaciones que no pasaron de rumores o meros anuncios pero que finalmente no concluyeron.

Las fuentes de las operaciones que forman la muestra han sido dos:

- La base de datos Zephyr a través del acceso que facilita la UNIZAR mediante SABI
- Base de datos de Capital and Corporate

Nos es imposible determinar el porcentaje que estas 12.526 operaciones representa sobre el total de operaciones realizadas en España en el periodo de trabajo, no obstante es público y notorio el reconocimiento de la base de datos de Zephyr a nivel.

En este punto hay que poner de manifiesto un posible sesgo que plantea la muestra y que para eliminarlo, habrá que tener presente a la hora de definir los indicadores que se utilicen para validar las variables.

Este sesgo viene dado por el mayor número de operaciones recogidas conforme avanzan los años desde 1.997 hasta 2.013. Si nos fijamos en el gráfico 3, el crecimiento observado en el mismo no debe achacarse a un aumento del número de operaciones en el mercado, sino a la aplicación de mayores recursos y esfuerzos por parte de los gestores de las bases de datos utilizadas en la detección de operaciones corporativas.

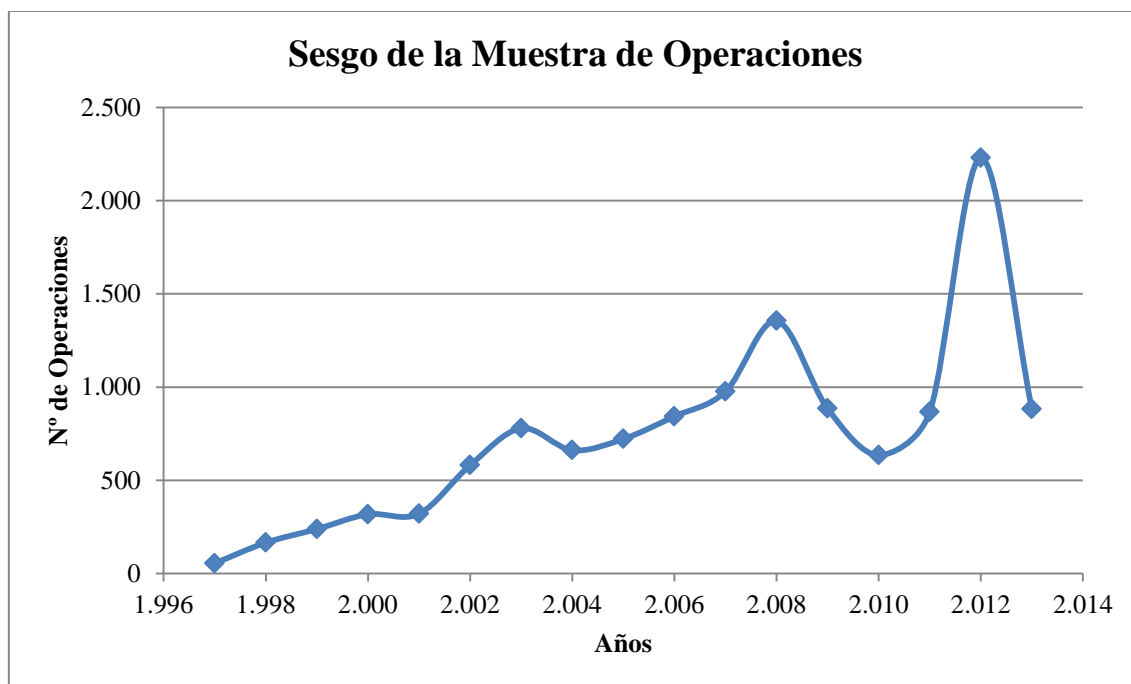


Grafico 3: Numero de operaciones corporativas que componen la muestra vs. año de la operación

4.4 VALIDACION PLANTEADA PARA LAS VARIABLES

4.4.1 La edad

Como paso previo a plantear la validación de la edad de la empresa objetivo como indicador de la probabilidad de una operación corporativa, debemos indicar que del 1.227.132 sociedades que forman el campo de trabajo descrito, se eliminaron 1.414 sociedades por no aparecer la fecha de constitución en la base de datos de SABI o ser anterior a 1.900 y 137 por ser posterior a 2.011.

La validación que se plantea para la edad de la empresa objetivo como indicador de la probabilidad de una operación corporativa es analizar la correlación que se da en la muestra entre la edad de la empresa objetivo en el momento de la operación y la frecuencia de las operaciones de F&A a dicha edad.

Siendo F_e la frecuencia de las operaciones de F&A para la edad “e” definida como:

$$F_e = \frac{\text{Nº de operaciones realizadas a la edad "e"}}{\text{Nº total de empresas del campo}}$$

Este análisis se hará en los tres tramos de edad que se han definido en la tabla 1.

4.4.2 El sector

Para la validación del sector de la empresa objetivo como indicador de probabilidad de una operación de F&A se plantea el análisis comparativo de las frecuencias con que aparecen en la muestra las operaciones de M&A en cada código CNAE.

Siendo F_a la frecuencia de las operaciones de F&A para el código “a” definida como:

$$F_a = \frac{\text{Nº de operaciones con empresas objetivo con el CNAE "a"}}{\text{Nº de empresas del campo con el CNAE "a"}}$$

4.5 RESULTADOS

Hemos realizados los cálculos necesarios para la validación de las variables planteada en el punto anterior y hemos obtenido los siguientes resultados para cada una de ellas.

4.5.1 Edad

La correlación propuesta entre la edad de la empresa objetivo y la frecuencia de una operación de F&A en cada uno de los tramos de edad propuestos son las siguientes:

4.5.1.1 Edad de la empresa objetivo entre 1 y 25 años

El resultado grafico es:

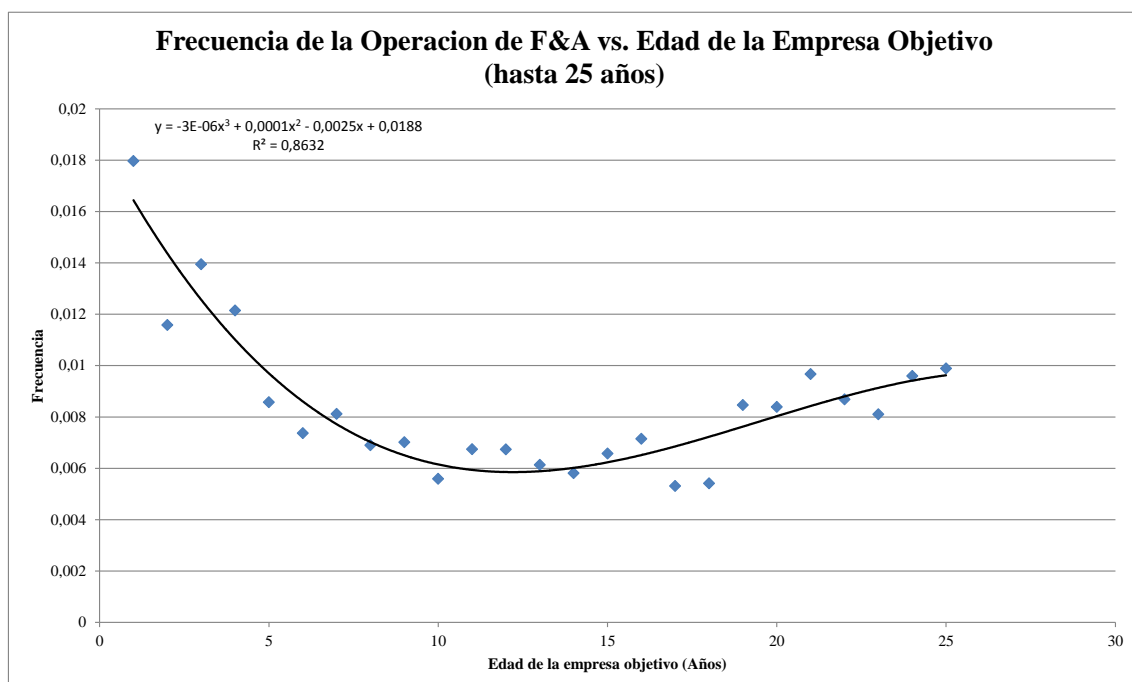


Gráfico 4: Frecuencia de las operaciones de F&A vs. Edad de la empresa objetivo (hasta 25 años)

La curva que mejor se ajusta es la polinómica de tercer grado:

$$F_e = -3 \cdot 10^{-6} \cdot e^3 + 0,0001 \cdot e^2 + 0,0025 \cdot e + 0,0188$$

Dónde: F_e es la frecuencia estimada
“e” es la edad en años

Con un índice de correlación $R^2 = 0,86$

Se observa una fase inicial que llega hasta los cinco años en la que la frecuencia de operaciones desciende rápidamente llegando al quinto año a ser la mitad del primero. La frecuencia continua bajando más suavemente manteniendo una situación estable de mínimos entre los diez y quince años. A partir del año decimoquinto la frecuencia crece suavemente llegando entre el año veinte y el veinticinco frecuencias de operaciones similares a la vistas en el quinto año.

4.5.1.2 Edad de la empresa objetivo entre 1 y 50 años

El resultado grafico es:

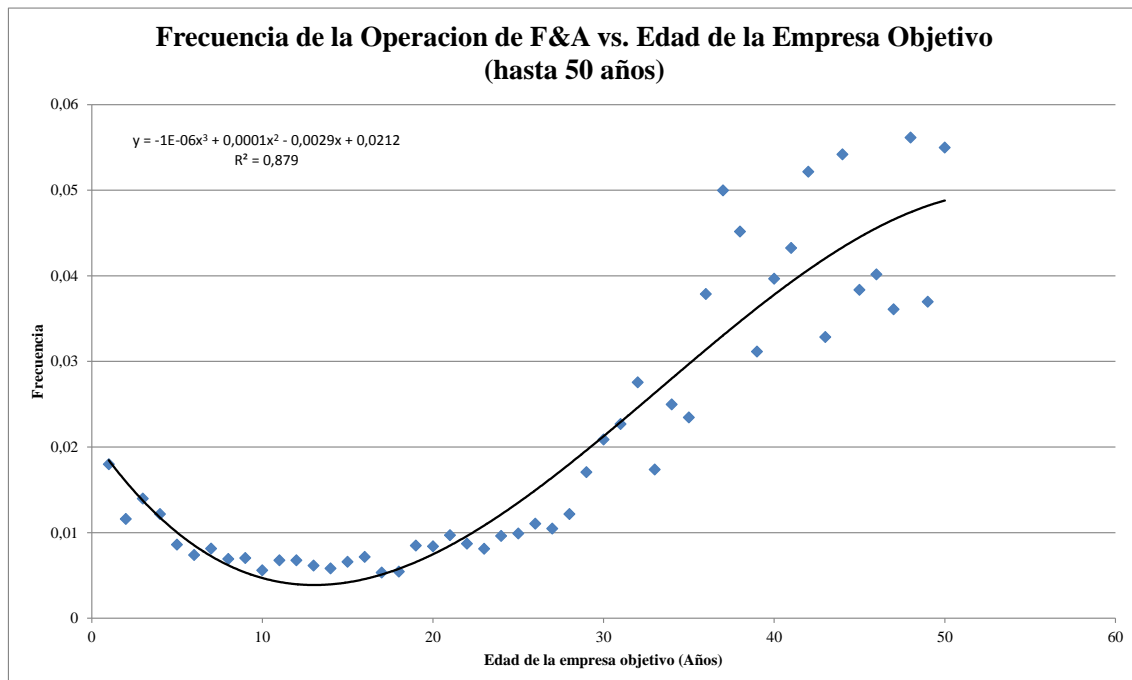


Gráfico 5: Frecuencia de las operaciones de F&A vs. Edad de la empresa objetivo (hasta 50 años)

La curva que mejor se ajusta es la polinómica de tercer grado:

$$F_e = -1 \cdot 10^{-6} \cdot e^3 + 0,0001 \cdot e^2 + 0,0029 \cdot e + 0,0212$$

Dónde: F_e es la frecuencia estimada
“e” es la edad en años

Con un índice de correlación $R^2 = 0,88$

Al añadir veinticinco años más a los cálculos, la situación no varía. Las curvas de regresión son prácticamente las mismas y nuevo índice de correlación también, no obstante es evidente un progresivo aumento de la dispersión del número de operaciones a partir de los treinta años.

Del año veinticinco hasta el cincuenta la curva de regresión asciende de forma casi lineal, llegando a partir del año cuarenta a frecuencias de operaciones diez veces mayores que las observadas entre los años diez y quince.

4.5.1.3 Edad de la empresa objetivo entre 1 y 112 años

Los resultados son:

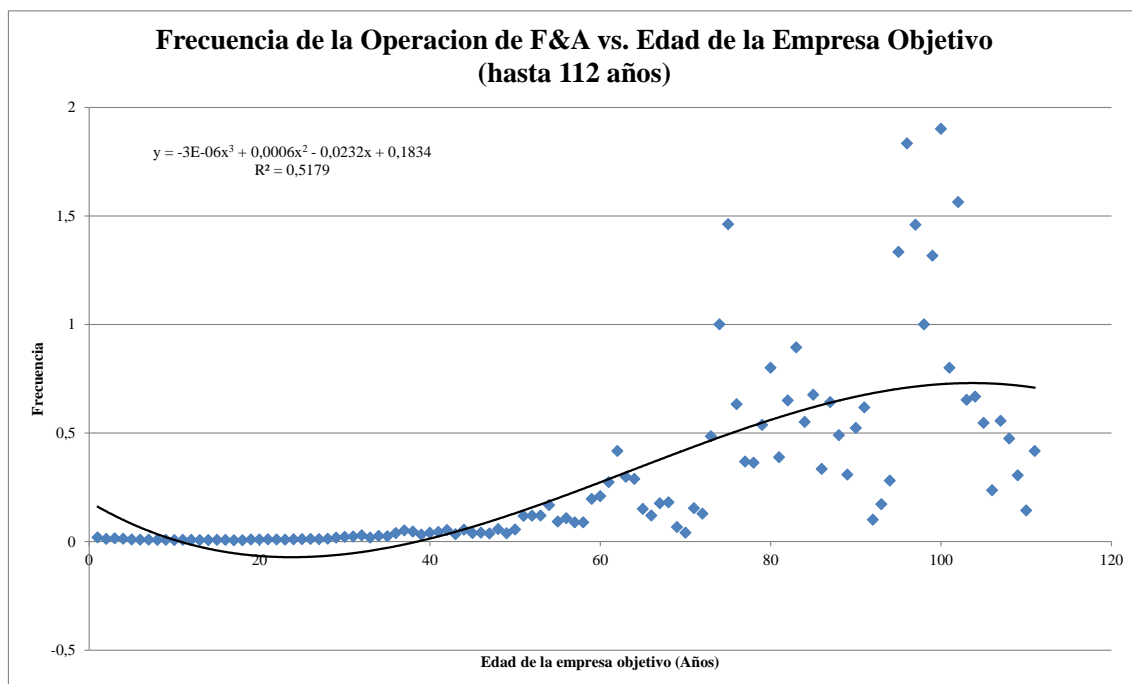


Gráfico 6: Frecuencia de las operaciones de F&A vs. Edad de la empresa objetivo (hasta 112 años)

La curva que mejor se ajusta sigue siendo una la polinómica de tercer grado:

$$F_e = -3 \cdot 10^{-6} \cdot e^3 + 0,0006 \cdot e^2 + 0,0232 \cdot e + 0,1834$$

Dónde: F_e es la frecuencia estimada
“e” es la edad en años

Con un índice de correlación $R^2 = 0,52$

La nueva curva se aleja de las más de las anteriores, el índice de correlación disminuya considerablemente frente a los anteriores y la dispersión de la frecuencia aumenta conforme aumenta la edad de la empresa objetivo.

4.5.2 Sector

Si se realizan los cálculos de frecuencia propuestos para la validación de la variable sector de la empresa objetivo con cada uno de los CNAEs de dos dígitos y posteriormente ordenamos los sectores de mayor a menor valor de su frecuencia de operaciones calculada tenemos los resultados siguientes:

Código CNAE	Título	Nº de Operaciones F&A	Nº de Sociedades	Frecuencia
12	Industria del tabaco	53	37	1,4324
19	Coquerías y refino de petróleo	59	66	0,8939
51	Transporte aéreo	98	376	0,2606
60	Actividades de programación y emisión de radio y televisión	220	1.706	0,1290
61	Telecomunicaciones	404	3.358	0,1203
36	Captación, depuración y distribución de agua	120	1.003	0,1196
21	Fabricación de productos farmacéuticos	50	525	0,0952
7	Extracción de minerales metálicos	12	135	0,0889
11	Fabricación de bebidas	268	4.258	0,0629
64	Servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones	741	12.251	0,0605
30	Fabricación de otro material de transporte	43	802	0,0536
5	Extracción de antracita, hulla y lignito	8	164	0,0488
20	Industria química	203	4.208	0,0482
38	Recogida, tratamiento y eliminación de residuos; valorización	79	1.744	0,0453
10	Industria de la alimentación	697	15.667	0,0445
58	Edición	194	4.661	0,0416
24	Metalurgia; fabricación de productos de hierro, acero y ferroaleaciones	108	2.597	0,0416
17	Industria del papel	78	1.913	0,0408
6	Extracción de crudo de petróleo y gas natural	3	76	0,0395
9	Actividades de apoyo a las industrias extractivas	4	103	0,0388
26	Fabricación de productos informáticos, electrónicos y ópticos	72	2.059	0,0350
50	Transporte marítimo y por vías navegables interiores	40	1.146	0,0349
42	Ingeniería civil	111	3.281	0,0338
27	Fabricación de material y equipo eléctrico	91	2.818	0,0323
23	Fabricación de otros productos minerales no metálicos	260	8.431	0,0308
29	Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques	58	2.044	0,0284
72	Investigación y desarrollo	49	1.791	0,0274
35	Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado	395	15.129	0,0261
52	Almacenamiento y actividades anexas al transporte	255	10.351	0,0246
37	Recogida y tratamiento de aguas residuales	4	190	0,0211
62	Programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática	320	15.220	0,0210
22	Fabricación de productos de caucho y plásticos	104	5.227	0,0199
78	Actividades relacionadas con el empleo	37	1.890	0,0196
79	Actividades de agencias de viajes, operadores turísticos, servicios de reservas y actividades relacionadas	128	6.643	0,0193
68	Actividades inmobiliarias	580	31.189	0,0186
84	Administración Pública y defensa; Seguridad Social obligatoria	6	330	0,0182
63	Servicios de información	35	1.957	0,0179
55	Servicios de alojamiento	281	15.831	0,0177
91	Actividades de bibliotecas, archivos, museos y otras actividades culturales	8	465	0,0172
87	Asistencia en establecimientos residenciales	41	2.696	0,0152
66	Actividades auxiliares a los servicios financieros y a los seguros	194	13.044	0,0149
28	Fabricación de maquinaria y equipo n.c.o.p.	110	7.410	0,0148
80	Actividades de seguridad e investigación	26	1.785	0,0146
59	Actividades cinematográficas, de vídeo y de programas de televisión, grabación de sonido y edición musical	99	6.805	0,0145
8	Otras industrias extractivas	46	3.233	0,0142
39	Actividades de descontaminación y otros servicios de gestión de residuos	3	254	0,0118
70	Actividades de las sedes centrales; actividades de consultoría de gestión empresarial	262	23.286	0,0113
65	Seguros, reaseguros y fondos de pensiones, excepto Seguridad Social obligatoria	21	2.020	0,0104
3	Pesca y acuicultura	24	2.319	0,0103
82	Actividades administrativas de oficina y otras actividades auxiliares a las empresas	113	11.820	0,0096
32	Otras industrias manufactureras	36	3.805	0,0095
73	Publicidad y estudios de mercado	135	14.547	0,0093
53	Actividades postales y de correos	11	1.203	0,0091

Código CNAE	Título	Nº de Operaciones F&A	Nº de Sociedades	Frecuencia
92	Actividades de juegos de azar y apuestas	28	3.147	0,0089
86	Actividades sanitarias	146	16.437	0,0089
71	Servicios técnicos de arquitectura e ingeniería; ensayos y análisis técnicos	210	24.449	0,0086
77	Actividades de alquiler	86	10.013	0,0086
46	Comercio al por mayor e intermediarios del comercio, excepto de vehículos de motor y motocicletas	1.094	130.435	0,0084
74	Otras actividades profesionales, científicas y técnicas	153	18.471	0,0083
41	Construcción de edificios	1.147	155.189	0,0074
88	Actividades de servicios sociales sin alojamiento	11	1.578	0,0070
96	Otros servicios personales	97	15.557	0,0062
93	Actividades deportivas, recreativas y de entretenimiento	130	21.046	0,0062
81	Servicios a edificios y actividades de jardinería	53	9.099	0,0058
49	Transporte terrestre y por tubería	160	28.770	0,0056
18	Artes gráficas y reproducción de soportes grabados	55	10.150	0,0054
25	Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo	138	26.157	0,0053
47	Comercio al por menor, excepto de vehículos de motor y motocicletas	558	108.740	0,0051
16	Industria de la madera y del corcho, excepto muebles; cestería y espartería	40	8.017	0,0050
95	Reparación de ordenadores, efectos personales y artículos de uso doméstico	18	3.737	0,0048
13	Industria textil	26	5.481	0,0047
33	Reparación e instalación de maquinaria y equipo	30	6.505	0,0046
90	Actividades de creación, artísticas y espectáculos	16	4.018	0,0040
45	Venta y reparación de vehículos de motor y motocicletas	130	36.211	0,0036
43	Actividades de construcción especializada	288	84.170	0,0034
14	Confección de prendas de vestir	20	5.915	0,0034
94	Actividades asociativas	4	1.185	0,0034
85	Educación	45	13.681	0,0033
1	Agricultura, ganadería, caza y servicios relacionados con las mismas	74	24.119	0,0031
31	Fabricación de muebles	21	9.357	0,0022
69	Actividades jurídicas y de contabilidad	234	109.897	0,0021
56	Servicios de comidas y bebidas	99	51.415	0,0019
2	Silvicultura y explotación forestal	3	1.610	0,0019
75	Actividades veterinarias	2	1.260	0,0016
15	Industria del cuero y del calzado	8	5.296	0,0015

Tabla 3: Frecuencia de la operaciones de F&A vs. Actividad de la empresa objetivo

Si tomamos el tercio superior del valor de las frecuencias calculadas, F_a entre 0,9550 y el valor máximo 1,4324, encontramos tan solo seis de los ochenta y ochenta y cinco códigos en los que se han localizado operaciones. Estos son:

Código CNAE	Título	Nº de Operaciones F&A	Nº de Sociedades	Frecuencia
12	Industria del tabaco	53	37	1,4324
19	Coquerías y refino de petróleo	59	66	0,8939
51	Transporte aéreo	98	376	0,2606
60	Actividades de programación y emisión de radio y televisión	220	1.706	0,1290
61	Telecomunicaciones	404	3.358	0,1203
36	Captación, depuración y distribución de agua	120	1.003	0,1196

Tabla 4: Sectores con mayor frecuencia de operaciones de F&A

Son sectores bastante regulados y con fuertes barreras de entrada legales, tecnológicas y financieras.

Si vamos al otro extremo y nos fijamos en las seis frecuencias menores tenemos los siguientes códigos:

Código CNAE	Título	Nº de Operaciones F&A	Nº de Sociedades	Frecuencia
31	Fabricación de muebles	21	9.357	0,0022
69	Actividades jurídicas y de contabilidad	234	109.897	0,0021
56	Servicios de comidas y bebidas	99	51.415	0,0019
2	Silvicultura y explotación forestal	3	1.610	0,0019
75	Actividades veterinarias	2	1.260	0,0016
15	Industria del cuero y del calzado	8	5.296	0,0015

Tabla 5: Sectores con menor frecuencia de operaciones de F&A

Y salta a la vista que son sectores intensivos en mano de obra, y comparativamente con el anterior grupo, muy bajas barreras de entrada y salida, tanto legales, tecnológicas, financieras, etc.

Además, vemos que los extremos del intervalo de frecuencias son grandes, comparando la frecuencia mayor, Industria del tabaco con un valor de 1,4324, y la menor, Industria del cuero y del calzado con un valor de 0,0015, vemos que una es 954 veces superior a la otra.

Por tanto, los resultados obtenidos confirman las dos hipótesis planteadas sin lugar a dudas:

- La frecuencia de fusiones y adquisiciones esta correlacionada con la edad de la empresa objetivo en el momento de realizarse la operación corporativa. A pesar de no ser una variable directa determinante de las mismas, el grado de correlación es muy grande, alcanzando valores de 0,88 para edades de la empresa objetivo entre uno y cincuenta años
- La frecuencia de las operaciones de F&A depende del sector al que pertenece la empresa objetivo. Además, los resultados indican que la sensibilidad la frecuencia es muy grande, de uno a mil, lo que y permiten hacer una segmentación buena, rápida y barata de las empresas como objetos de transacción en el mercado de las F&A

5 CONCLUSIONES

A la vista de los resultados y como resumen del trabajo podemos concluir que:

- En la literatura científica y empresarial hay bastante acuerdo sobre las sinergias y otros determinantes directos de las operaciones de fusión y adquisición de empresas pero que son de difícil uso práctico y operativo.
- Estos modelos se apoyan en variables subjetivas y no públicas para explicar el comportamiento de los agentes participantes en estas operaciones corporativas y que finalmente determina el resultado final de las mismas. En consecuencia, es necesario encontrar otras variables objetivas, más fáciles de conseguir, si queremos, aunque sea de forma indirecta, predecir algunos eventos en el mercado de las fusiones y adquisiciones de empresas.
- Como ya se apunta en la literatura ha quedado comprobado que la edad de la empresa objetivo y el sector de actividad al que pertenece, son excelentes indicadores estadísticos a la hora de determinar que empresas tienen mayor probabilidad de iniciar un proceso de venta o fusión
- La curva de frecuencia en función de la edad presenta la forma esperada. Una fase inicial alta y descendente que corresponde a las fases de nacimiento y desarrollo de la empresa, posteriormente hay una fase larga y de baja actividad corporativa (hasta los 25-30 años) asociada a la fase de madurez de la compañía y finalmente relacionada con el declive de la empresa la probabilidad de venta aumenta considerablemente alcanzando los valores máximos.
- Las curvas polinómica de tercer grado son las que mejor ajustan la edad de la empresa objetivo y la probabilidad de venta de la sociedad, especialmente durante los 50 primeros años. El índice de correlación es de 0,88. A partir del año cincuenta la dispersión de la muestra aumenta y por tanto lo hace su índice de correlación, no obstante siempre es superior a 0,5
- Como ya preveían modelos teóricos como las Cinco fuerzas de Porter, hay sectores en los que la frecuencia con la que se producen F&A es mucho mayor que en otros, hemos visto que la actividad puede llegar a ser del orden de un millar de veces mayor de un sector a otro. También se confirma que la mayor actividad se concentra en sectores con barreras de entrada altas.
- Podemos afirmar que el objetivo inicialmente propuesto de análisis de datos objetivos y públicos de una empresa, de forma que puedan servir como variables indirectas para medir la probabilidad de que una empresa se vea involucrada en una operación de fusión se ha conseguido.
- Y como conclusión final, diremos que la edad de la empresa objetivo y el sector al que pertenecen proporcionan una segmentación rápida, barata y fiable de las empresas como objetos de transacción en el mercado de las F&A

ANEXO I: RELACION DE SECTORES UTILIZADOS: CNAE-2009

CODIGO	TITULO
---------------	---------------

01	Agricultura, ganadería, caza y servicios relacionados con las mismas
02	Silvicultura y explotación forestal
03	Pesca y acuicultura
05	Extracción de antracita, hulla y lignito
06	Extracción de crudo de petróleo y gas natural
07	Extracción de minerales metálicos
08	Otras industrias extractivas
09	Actividades de apoyo a las industrias extractivas
10	Industria de la alimentación
11	Fabricación de bebidas
12	Industria del tabaco
13	Industria textil
14	Confección de prendas de vestir
15	Industria del cuero y del calzado
16	Industria de la madera y del corcho, excepto muebles; cestería y espartería
17	Industria del papel
18	Artes gráficas y reproducción de soportes grabados
19	Coquerías y refino de petróleo
20	Industria química
21	Fabricación de productos farmacéuticos
22	Fabricación de productos de caucho y plásticos
23	Fabricación de otros productos minerales no metálicos
24	Metalurgia; fabricación de productos de hierro, acero y ferroaleaciones
25	Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo
26	Fabricación de productos informáticos, electrónicos y ópticos
27	Fabricación de material y equipo eléctrico
28	Fabricación de maquinaria y equipo n.c.o.p.
29	Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques
30	Fabricación de otro material de transporte
31	Fabricación de muebles
32	Otras industrias manufactureras
33	Reparación e instalación de maquinaria y equipo
35	Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado
36	Captación, depuración y distribución de agua
37	Recogida y tratamiento de aguas residuales
38	Recogida, tratamiento y eliminación de residuos; valorización
39	Actividades de descontaminación y otros servicios de gestión de residuos
41	Construcción de edificios
42	Ingeniería civil
43	Actividades de construcción especializada
45	Venta y reparación de vehículos de motor y motocicletas
46	Comercio al por mayor e intermediarios del comercio, excepto de vehículos de motor y motocicletas
47	Comercio al por menor, excepto de vehículos de motor y motocicletas

- 49 Transporte terrestre y por tubería
- 50 Transporte marítimo y por vías navegables interiores
- 51 Transporte aéreo
- 52 Almacenamiento y actividades anexas al transporte
- 53 Actividades postales y de correos
- 55 Servicios de alojamiento
- 56 Servicios de comidas y bebidas
- 58 Edición
- 59 Actividades cinematográficas, de vídeo y de programas de televisión, grabación de sonido y edición musical
- 60 Actividades de programación y emisión de radio y televisión
- 61 Telecomunicaciones
- 62 Programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática
- 63 Servicios de información
- 64 Servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones
- 65 Seguros, reaseguros y fondos de pensiones, excepto Seguridad Social obligatoria
- 66 Actividades auxiliares a los servicios financieros y a los seguros
- 68 Actividades inmobiliarias
- 69 Actividades jurídicas y de contabilidad
- 70 Actividades de las sedes centrales; actividades de consultoría de gestión empresarial
- 71 Servicios técnicos de arquitectura e ingeniería; ensayos y análisis técnicos
- 72 Investigación y desarrollo
- 73 Publicidad y estudios de mercado
- 74 Otras actividades profesionales, científicas y técnicas
- 75 Actividades veterinarias
- 77 Actividades de alquiler
- 78 Actividades relacionadas con el empleo
- 79 Actividades de agencias de viajes, operadores turísticos, servicios de reservas y actividades relacionadas con los mismos
- 80 Actividades de seguridad e investigación
- 81 Servicios a edificios y actividades de jardinería
- 82 Actividades administrativas de oficina y otras actividades auxiliares a las empresas
- 84 Administración Pública y defensa; Seguridad Social obligatoria
- 85 Educación
- 86 Actividades sanitarias
- 87 Asistencia en establecimientos residenciales
- 88 Actividades de servicios sociales sin alojamiento
- 90 Actividades de creación, artísticas y espectáculos
- 91 Actividades de bibliotecas, archivos, museos y otras actividades culturales
- 92 Actividades de juegos de azar y apuestas
- 93 Actividades deportivas, recreativas y de entretenimiento
- 94 Actividades asociativas
- 95 Reparación de ordenadores, efectos personales y artículos de uso doméstico
- 96 Otros servicios personales
- 97 Actividades de los hogares como empleadores de personal doméstico
- 98 Actividades de los hogares como productores de bienes y servicios para uso propio
- 99 Actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales

TRABAJO CITADOS

- [1] **Berkovitch, E y Narayanan, M.P.** (Septiembre de 1993). Motives for Takeovers: an Empirical investigation. 28(3).
- [2] **Bradley M., Desai A., Kim E.** (1988). Synergistic Gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. 21, 3 - 40.
- [3] **Brealey, Myers y Allen.** (2010). *Principios de finanzas corporativas*. Mc Graw Hill.
- [4] **Franks y Mayer.** (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. (40), 163 -181.
- [5] **Freeman, R. E.** (1984). Strategic Management: A Stakeholder Approach.
- [6] **Gugler, Mueller, Yurtoglu y Zulehner.** (2003). The effects of mergers an international comparison. (21), 625 - 653.
- [7] **Jensen y Meckling.** (Octubre de 1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. V 3(Nº 4), 305-360.
- [8] **Mascareñas, Juan.** (2000). *¿Por que se compran y venden las empresas en España?* Instituto de Estudios Economicos.
- [9] **Mascareñas, Juan.** (2005). *Fusiones y adquisiciones de empresas* (Cuarta ed.). Mc Graw Hill.
- [10] **Navas Lopez y Guerras Martin** (2007). *La direccion estrategica en la empresa. Teoria y aplicaciones*. Civitas Ediciones, S.L.
- [11] **Nueno P. , Tapies J., Rodriguez A.** (2006). *¿Cuando hay que vender una empresa?* IESE.
- [12] **Plimsoll.** (2013). *Informes Sectoriales*. Plimsoll Publishing Ltd.
- [13] **Porter, M.** (1988). *Estrategia competitiva: Tecnicas para el analisis de los sectores industriales y de la competencia*. Grupo Editorial Patria.
- [14] **Roll, Richard.** (Abril de 1986). The Hubris Hypotesis of Corporate Takeovers. 59(2), 197-216.
- [15] **Tapies J, Gallo M. A., Estape M.J., Romances J.M.** (2000). *Los procesos de fusión y adquisición en empresas familiares*. IESE.
- [16] **Vazquez Ordas, Camilo Jose.** (1992). *Un marco teorico para el estudio de las fusiones empresariales*. Oviedo: Facultad de CC. Economicas y Empresariales. Universidad de Oviedo.

RELACION DE TABLAS

<i>Tabla 1: Agrupación de las sociedades de según la edad.....</i>	<i>23</i>
<i>Tabla 2: Numero de sociedades españolas registradas por código CNAE.....</i>	<i>26</i>
<i>Tabla 3: Frecuencia de la operaciones de F&A vs. Actividad de la empresa objetivo</i>	<i>32</i>
<i>Tabla 4: Sectores con mayor frecuencia de operaciones de F&A.....</i>	<i>32</i>
<i>Tabla 5: Sectores con menor frecuencia de operaciones de F&A.....</i>	<i>33</i>

RELACION DE GRAFICOS

<i>Grafico 1: Distribución del número de sociedades españolas registradas según su edad.....</i>	<i>23</i>
<i>Grafico 2: Distribución del número de sociedades españolas registradas por código CNAE.....</i>	<i>24</i>
<i>Grafico 3: Numero de operaciones corporativas que componen la muestra vs. año de la operación</i>	<i>27</i>
<i>Grafico 4: Frecuencia de las operaciones de F&A vs. Edad de la empresa objetivo (hasta 25 años)</i>	<i>28</i>
<i>Grafico 5: Frecuencia de las operaciones de F&A vs. Edad de la empresa objetivo (hasta 50 años)</i>	<i>29</i>
<i>Grafico 6: Frecuencia de las operaciones de F&A vs. Edad de la empresa objetivo (hasta 112 años)</i>	<i>30</i>