

LA REESTRUCTURACION EMPRESARIAL EN EL SECTOR DE LA ALIMENTACION: ANALISIS DE LAS EMPRESAS EN BOLSA

Por
J.A. MARTINEZ SERRANO
A. SANCHIS LLOPIS

I. INTRODUCCION

El objetivo de este trabajo es estudiar la reestructuración que, mediante fusiones y adquisiciones, está teniendo lugar en el sector de la alimentación. Nos hemos ocupado exclusivamente de las empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid por ser el único grupo para el cual se puede disponer de cierta información económico-financiera. Tras señalar brevemente las principales motivaciones que pueden encontrarse detrás de los procesos de fusión y adquisición de empresas, se describen las principales tendencias registradas en el mercado de adquisiciones, dando paso posteriormente a la clasificación de las empresas de acuerdo con su implicación en dichas operaciones, al objeto de caracterizar por un lado a las empresas compradoras y, por otro, a las adquiridas. Finalmente se intentan extraer algunas conclusiones sobre las causas que han determinado la intensa ola de fusiones que se ha registrado en España en la industria de la alimentación, bebidas y tabaco en la segunda mitad de los años ochenta.

II. LOS DETERMINANTES DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Las fusiones y adquisiciones de empresas pueden ocurrir por multitud de razones y es frecuente que confluyan varias de ellas en la determinación de un proceso de fusión. En la literatura económica se han detectado multitud de factores (Steiner, 1975). De una forma muy sintética los podemos agrupar en los siguientes.

Un primer grupo de hipótesis sobre las motivaciones de las fusiones se basa en el supuesto de que la combinación de los activos de dos empresas permite la consecución de algún beneficio como consecuencia de la explotación de economías de escala, una mejora de la gestión, etc. Es decir, se trata de explicar las fusiones como intentos de racionalizar los procesos productivos que llevan, en última instancia, a incrementar la eficiencia económica. Sin embargo, otra de las posibles motivaciones puede ser la búsqueda de un mayor poder de mercado a través de la consecución de una estructura industrial más concentrada. Por ello, desde el punto de vista de la eficiencia económica, las consecuencias de las fusiones se presentan en forma de trade-off entre la posible reducción de costes derivada de la explotación de economías de escala y el potencial incremento de precios resultante del mayor poder de mercado (Williamson, 1968).

Un segundo grupo de hipótesis acerca de los determinantes de los procesos de fusión y adquisición se basa en el conflicto de intereses entre accionistas y directivos sobre la estrategia empresarial más correcta. Uno de los argumentos más aducidos consiste en que los directivos no buscan exclusivamente la maximización de la riqueza de los accionistas, sino que persiguen también la expansión o crecimiento de la empresa que gestionan. En este contexto es donde se sitúa el enfoque de Manne (1965), que planteó las adquisiciones como un mecanismo mediante el cual un grupo de directivos luchan por conseguir el control de un conjunto de activos. Jensen (1986 y 1988) reformuló este enfoque analizando el mercado del control empresarial como un área del mercado de trabajo en la cual equipos directivos compiten por el derecho a gestionar recursos productivos. Jensen centra su análisis en el uso de lo que denomina cash-flow

libre. El cash-flow libre son los recursos generados por la empresa por encima de las necesidades de financiación de todos los proyectos de inversión que tienen valores presentes netos positivos una vez descontados al coste de capital apropiado. Si el objetivo de los directivos fuese exclusivamente la maximización de la riqueza de los accionistas, lo más apropiado sería distribuir tales fondos. Sin embargo, esto reduciría el volumen de recursos a disposición de los directivos, y ante la eventual necesidad de capital se verían obligados a acudir al mercado financiero, donde serían objeto de una mayor supervisión. En esta situación los directivos optan por la utilización del cash-flow libre en la adquisición de otras empresas, bien en su propia industria, bien de una forma diversificada.

Otro enfoque es el que atribuye a las fusiones motivaciones de carácter especulativo. El valor de una empresa en el mercado de valores depende de las expectativas de beneficios futuros que tengan los inversores. Las fusiones y adquisiciones pueden conllevar aumentos del valor de mercado de la empresa si crean expectativas de mayores beneficios futuros. De esta forma, estas operaciones pueden ser vistas por los accionistas como un mecanismo mediante el cual incrementar el valor de mercado de su empresa, y por tanto conseguir beneficios de capital (Scherer y Ross, 1990). Por otro lado, variaciones aleatorias en las cotizaciones pueden hacer que algunas empresas sean especialmente baratas y otras se encuentren con precios elevados. En tales circunstancias puede resultar atractivo para las empresas sobrevaloradas involucrarse en adquisiciones, utilizando sus acciones como medio de pago (Scherer, 1988). Es decir, las distintas percepciones o expectativas acerca del valor de las empresas por parte de los inversores pueden desembocar en procesos de fusión y adquisición.

Finalmente, en el mercado de adquisiciones existen motivaciones muy diversas que hacen aconsejable la compra o venta de una empresa. Así, en empresas pequeñas de propiedad familiar puede plantearse un problema de continuidad del negocio por la ausencia de sucesor, de modo que su venta a otra empresa es la solución más apropiada. Igualmente, consideraciones fiscales pueden ser decisivas en algunas operaciones, ya que cuando las ganancias de capital están menos gravadas que los dividendos, puede ser atractivo para los

accionistas que la empresa siga la estrategia de reinvertir los beneficios en adquisiciones con el fin de vender posteriormente las acciones una vez se hayan revalorizado. Por último, el deseo de reducir riesgos a través de la diversificación puede ser la causa de ciertas adquisiciones en sectores o líneas productivas diferentes a la originaria de la empresa.

III. FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LOS GRUPOS ALIMENTARIOS DE LA BOLSA DE MADRID

¿Cómo ha afectado el boom de las fusiones de la segunda mitad de los ochenta al sector de la alimentación? No es fácil estudiar el movimiento de fusiones y adquisiciones, y mucho menos sus causas y efectos en la industria española, debido a la ausencia de una información adecuada que permita una correcta caracterización de cuanto ha ocurrido. No obstante, se ha intentado subsanar esta dificultad elaborando un registro de dichas operaciones a partir de la información recogida en la prensa especializada en economía y a la disponibilidad de publicaciones privadas.

La base de datos para la elaboración de este trabajo se ha obtenido de las operaciones de fusión y adquisición que ha venido publicando el periódico Cinco Días, así como de las operaciones de compraventa que aparecen registradas en los Informes Anuales de Ali-market, para un período que abarca desde 1986 hasta 1990. Las operaciones analizadas son aquellas en las que se ha visto implicada alguna empresa del sector de la alimentación, bebidas y tabaco con cotización en la Bolsa de Madrid, bien directamente, bien a través de alguna de sus empresas participadas.

Estas empresas han participado en dicho período en un total de 137 operaciones de fusión y adquisición, cifra que pone de manifiesto una intensa actividad de fusiones y adquisiciones en el sector alimentario de la Bolsa de Madrid (Cuadro 1). Asimismo, hay que señalar que a lo largo de este período ha habido una intensificación en los tres últimos años y muy probablemente el proceso no haya concluido.

Se ha elaborado una clasificación según el grado de control que ha permitido la operación efectuada. Se observa que las empresas optan, fundamentalmente, por obtener el control mayoritario. Prueba de ello es que las joint ventures tienen una escasa representación en el conjunto de las operaciones (6,57%), las minoritarias suponen algo más del 26% y, dejando aparte las que ha sido imposible clasificar por falta de información, el resto puede ser considerado de tipo mayoritario. Dentro de este grupo, las adquisiciones totales y las mayoritarias en sentido estricto son las más importantes, seguidas de aquellas que amplían su participación, teniendo un peso relativo reducido las fusiones propiamente dichas, las adquisiciones paritarias y las que únicamente compran parte de una empresa o ciertos activos de la misma. Este último caso suele ser el resultado de reventa de parte de una empresa previamente adquirida por otra que no ha permitido alcanzar los objetivos previstos o no se ajustaba bien a las características del comprador, o bien la venta de alguna instalación que estaba a bajo ritmo de producción o totalmente cerrada.

Por tanto, se deduce una primera conclusión sobre la estrategia de las empresas alimentarias consistente en su orientación por el control mayoritario frente a tomas de participación minoritarias o la creación de empresas en participación. Ello puede reflejar tanto la preferencia de los directivos por una libre disposición sobre los activos adquiridos, como la utilización de la estrategia más eficaz para alcanzar los objetivos perseguidos. De hecho, según cual sea el objetivo de la empresa compradora es aconsejable uno u otro tipo de control. Cuando se persigue una rápida penetración en un mercado geográfico nuevo o se pretende explotar economías de escala, la adquisición mayoritaria o absorción de la empresa puede ser imprescindible. Sin embargo, cuando el objetivo es abordar proyectos con altos riesgos o bien de naturaleza complementaria, el medio más idóneo suele ser la creación de joint ventures. Pero esta no parece ser la situación propia de las industrias de la alimentación, aunque se observa un aumento de este tipo de operaciones en los últimos años.

Puesto que las operaciones registradas son aquéllas en las que se han visto involucrados los grupos alimentarios de la Bolsa de Madrid, la muestra recoge tanto empresas que cotizan en la misma

como empresas sin cotización. El cuadro 2 clasifica las operaciones según los grupos a los que pertenece la empresa compradora y la empresa adquirida. Se observa que la mayoría de operaciones, alrededor del 70%, han tenido lugar entre empresas alimentarias con cotización en la bolsa o pertenecientes a algunos de sus grupos, por un lado, y empresas sin cotización, por otro. Destacan a continuación las operaciones intragrupo, es decir, aquellas efectuadas entre empresas pertenecientes a un mismo grupo alimentario con cotización en bolsa, las cuales suponen algo más del 20% del total. Este tipo de operaciones reflejan la reestructuración interna que han llevado a cabo estos grupos industriales y, en la mayoría de los casos, consisten en incrementos de participación en una empresa en la que la compradora ya estaba presente. Por último, alrededor del 10% de las operaciones registradas se han efectuado entre grupos distintos pero ambos con cotización en bolsa.

El cuadro 3 recoge de forma cruzada el sector al que pertenece la empresa compradora y la empresa adquirida. En la gran mayoría de las operaciones la empresa adquirida pertenece al sector de la alimentación, bebidas y tabaco. De las 137 operaciones registradas se adquirieron 136 empresas del sector, mientras que sólo se registró una operación en la que una empresa del sector adquirió a otra de fuera del sector. En cambio, las compradoras pertenecientes al sector de la alimentación fueron 107, de modo que, si bien han predominado las adquisiciones intraindustria, también ha existido un número

Cuadro 2

FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EL SECTOR DE LA ALIMENTACION
(Tipología según los grupos implicados)

	1986	1987	1988	1989	1990	Total
Intragrupo (1)	1 (8,33)	5 (25,00)	8 (19,51)	10 (27,03)	4 (14,81)	28 (20,44)
Intergrupo (2)	3 (25,00)	1 (5,00)	3 (7,32)	2 (5,41)	4 (14,81)	13 (9,49)
Extragrupo (3)	8 (66,67)	14 (70,00)	30 (73,17)	25 (67,57)	19 (70,37)	96 (70,07)
Total	12 (100,00)	20 (100,00)	41 (100,00)	37 (100,00)	27 (100,00)	137 (100,00)

(1) Operaciones entre empresas de un mismo grupo.

(2) Operaciones entre grupos empresariales distintos, ambos de la Bolsa.

(3) Operaciones entre empresas o grupos que cotizan y empresas sin cotización.

Cuadro 3

CLASIFICACION SECTORIAL DE LAS EMPRESAS

Empresa adquirida	Empresa compradora					Total
	alimentac.	bebidas	tabaco	distribuc.	otros	
Alimentación	59	2	9	2	30	102
Bebidas	6	11	0	0	6	23
Tabaco	1	0	3	0	1	5
Distribución	3	1	1	3	3	11
Otros	0	0	1	0	0	1
Total	68	14	11	5	39	137

importante de empresas no alimentarias que han penetrado en el sector. En particular, sociedades holding con intereses muy diversos, sociedades financieras y de cartera han sido activas compradoras en el mercado bursátil.

En el cuadro 4 se han clasificado las empresas de acuerdo con la nacionalidad. Destacan las operaciones efectuadas entre empresas españolas. La mayor parte de las empresas compradoras son españolas, si bien las de origen extranjero, que suponen como media el 19 %, representan una parte significativa que ha venido aumentando en los últimos años. Esto contrasta con las operaciones efectuadas en el

Cuadro 4

FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EL SECTOR DE LA ALIMENTACION (según nacionalidad)
(Exceptuando operaciones de Joint Venture)

Empresa compradora	1986	1987	1988	1989	1990	Total
Española	10 (90,91)	17 (85,00)	34 (89,47)	26 (74,29)	17 (70,83)	104 (81,25)
Extranjera	1 (9,09)	3 (15,00)	4 (10,53)	9 (25,71)	7 (29,17)	24 (18,75)
Total	11 (100,00)	20 (100,00)	38 (100,00)	35 (100,00)	24 (100,00)	128 (100,00)

Empresa adquirida	1986	1987	1988	1989	1990	Total
Española	10 (90,91)	17 (85,00)	36 (94,74)	31 (88,57)	20 (83,33)	114 (89,06)
Extranjera	1 (9,09)	3 (15,00)	2 (5,26)	4 (11,43)	4 (16,67)	14 (10,94)
Total	11 (100,00)	20 (100,00)	38 (100,00)	35 (100,00)	24 (100,00)	128 (100,00)

sector de la alimentación en su conjunto, incluyendo las empresas que no cotizan en Bolsa, en las que la nacionalidad extranjera de las compradoras alcanzaba el 34% (Martínez Serrano y Sanchís Llopis, en prensa).

IV. ANALISIS ECONOMICO-FINANCIERO DE LAS EMPRESAS ALIMENTARIAS DE LA BOLSA DE MADRID

Para poder avanzar en el conocimiento de las causas y efectos de las fusiones, resulta crucial analizar las características diferenciales de las empresas que intervienen en procesos de fusión y adquisición frente a las que no lo hacen y, a su vez, comparar las que actúan como compradoras con aquellas que son objeto de adquisición.

Las razones que aconsejan este tipo de análisis son varias (Hughes y otros, 1980) y entre ellas destaca la importancia de indagar en el tipo de selección que tiene lugar en el mercado del control empresarial y sus implicaciones en el comportamiento de los agentes económicos.

Un enfoque habitual en economía consiste en asumir que, en el proceso de selección que suponen las tomas de control empresarial, se adquieren las empresas mal gestionadas –no maximizadoras de beneficios–, de forma que las empresas que sobreviven son las eficientes o maximizadoras de beneficios. De esta forma, el mercado de las fusiones y adquisiciones podría considerarse como un sustituto de las imperfecciones del mercado de productos. Otros economistas, en cambio, mantienen que en el mercado del control empresarial se ven favorecidas las empresas de mayor tamaño y aquellas que persiguen un rápido crecimiento, y no precisamente las más eficientes en términos económicos. Resulta por tanto de interés delimitar las características de las distintas empresas que intervienen en los procesos de fusión y adquisición, tanto de las empresas compradoras como de las adquiridas, así como de las que no participan en este tipo de operaciones. Ello nos ayudará a comprender cuáles son las estrategias seguidas.

A pesar de que el número de empresas alimentarias con cotización en Bolsa es reducido, el análisis de su trayectoria y situación económico-financiera es importante si se tiene en cuenta que estas empresas suelen encontrarse entre las líderes de sus respectivas líneas de producción. Sectores como el azúcar, la cerveza, el aceite, el chocolate o los productos carnicos están presentes en la bolsa a través de empresas que se sitúan en los primeros puestos en el ranking de sus respectivos sectores.

El primer rasgo que destaca cuando nos centramos en las operaciones de fusión y adquisición que han llevado a cabo las empresas del sector de la alimentación, bebidas y tabaco de la bolsa es que la mayoría de estas empresas se han visto involucradas en algún proceso de compra-venta a lo largo de la segunda mitad de los años ochenta. Sólo cuatro de estas empresas han permanecido al margen de este tipo de operaciones, pero incluso una de ellas ha acabado siendo adquirida en 1991. Asimismo, destaca el hecho de que algunas empresas han sido activas compradoras, de forma que durante varios años han venido realizando adquisiciones sistemáticamente.

A partir de los balances de situación y de las cuentas de explotación de las empresas alimentarias para los años 1985-1989 se ha procedido a analizar sus principales características económico-financieras. Para ello se han distinguido varios grupos de empresas según su implicación en las operaciones de fusión y adquisición, tal y como queda reflejado en los cuadros 5 y 6. Como punto de referencia se han tomado los datos de la muestra de la Central de Balances del Banco de España para el sector de la industria alimentaria. Dentro del conjunto de empresas alimentarias con cotización en la Bolsa de Madrid se han diferenciado tres grupos: las empresas compradoras, las empresas adquiridas, y aquellas empresas que no han participado en operaciones de fusión o adquisición. El hecho de que algunas de estas empresas hayan sido tanto compradoras como adquiridas ha obligado a distinguir entre dos grupos adicionales de empresas: aquellas que siendo compradoras no han sido objeto de ninguna adquisición y aquellas que han sido adquiridas pero no han realizado ninguna operación de compra. Por último, se han considerado separadamente las empresas más activas en el mercado de adquisiciones,

Cuadro 5 INDUSTRIA DE LA ALIMENTACION, BEBIDAS Y TABACO

	Muestra central de balances	Total empresas en bolsa	Compradoras	Adquiridas	Compradoras no adquiridas	Adquiridas no compradoras	Empresas sin operaciones de F. y A.	Empresas compradas y compradoras
Ventas (mill.)	5,051	37,939	55,716	21,417	71,356	18,398	6,877	24,435
Ventas (sin Tabacalera) (mill.)	-	18,672	22,727	-	21,751	-	-	-
Tasa crecimiento ventas	7,44	12,42	20,20	9,63	24,31	7,28	(6,02)	11,98
Tasa crecimiento ventas (sin Tabacalera)	-	8,37	13,55	-	15,25	-	-	-
Rentabilidad activo neto	16,52	11,38	11,83	7,97	13,21	6,87	14,59	9,07
Rentabilidad recursos propios	17,02	9,76	7,53	6,07	15,73	5,27	4,17	6,86
Autonomía financiera	65,70	63,16	61,57	61,30	64,55	66,98	62,46	55,62
Coste medio de los recursos	15,02	11,00	10,88	10,04	11,74	10,97	13,35	9,14

Cuadro 6

INDUSTRIA DE LA ADMINISTRACION, BEBIDAS Y TABACO
INDICADORES EL AÑO PREVIO A LA FUSION O ADQUISICION

Año previo	Compradoras	Adquiridas	Compradoras sin solapar (1)	Adquiridas sin solapar (2)
Tamaño	51,778	19,572	68,669	16,858
Tamaño sin tabacalera	18,745	-	15,366	-
Tasa de crecimiento	12,00	0,74	19,49	3,43
Rentab. del activo neto	10,79	7,71	11,80	9,33
Rentab. recursos propios .	10,91	6,57	12,92	9,33
Autonomía financiera	60,08	59,00	62,13	67,66
Coste medio recursos	9,20	11,14	10,33	10,66

(1) Empresas compradoras que no han sido adquiridas.

(2) Empresas adquiridas que no han hecho adquisiciones.

es decir, aquéllas que han sido adquiridas por otras empresas y han sido a la vez, compradoras.

Los distintos grupos de empresas quedan recogidos en el cuadro 5, que establece para cada uno de ellos una serie de indicadores medios para el período 1985-1989. Estos indicadores permiten obtener una primera caracterización de los distintos grupos. Sin embargo, puesto que se trata de valores medios para todo el período, y teniendo en cuenta que las operaciones de fusión y adquisición han tenido lugar a lo largo de los distintos años, podríamos no estar recogiendo adecuadamente las características de cada grupo de empresas. Por este motivo ha parecido oportuno la elaboración del cuadro 6, que recoge los mismos indicadores que el cuadro anterior pero únicamente teniendo en cuenta el año previo a la operación, reflejando así las características de las distintas empresas en el momento previo a la fusión o adquisición (1).

(1) Para evitar la incidencia del ciclo económico en los resultados empresariales se ha procedido a realizar un ajuste. Este ajuste ha consistido en deflactar los distintos valores de cada una de las empresas en los distintos años por una variable que Scherer y Ravenscraft (1987) denomina variable MACRO. Esta variable toma un valor distinto cada año y viene definida como:

$$\text{MACRO } t = \text{MCBBE } t / \text{media } 1985\text{-}89 \text{ MCBBE}$$

donde MCBBE t es el valor de cada variable considerada para la muestra de las empresas del sector de la alimentación, bebidas y tabaco de la Central de Balances del Banco de España en el año t .

Para cada ratio se toman los datos de las empresas y se deflactan por la correspondiente variable MACRO. Una vez hecho esto se calculan los distintos valores medios para cada grupo de empresas.

Por lo que respecta al tamaño, se ha considerado el volumen de ventas como medida de la dimensión empresarial. La comparación entre los distintos grupos de empresas arroja resultados concluyentes. Las empresas alimentarias con cotización en la Bolsa de Madrid presentan un tamaño medio superior al de la industria alimentaria española, si bien la diferencia no es espectacular debido a que la muestra de la Central de Balances del Banco de España está sesgada hacia las empresas de tamaño grande y mediano. La media de las empresas del sector de Bolsa —exceptuando a Tabacalera, que introduce sesgos sustanciales al alza debido a su gran tamaño— es más de tres veces superior a la media de la muestra de la Central de Balances.

Al comparar los diferentes grupos de empresas —dejando al margen a Tabacalera— se observa que las que presentan un mayor tamaño son las más activas en el mercado de adquisiciones, es decir, aquellas empresas que han efectuado compras y a la vez han sido objeto de adquisición. Por otro lado, las empresas que no han participado en operaciones de fusión y adquisición son las que tienen un tamaño menor. No obstante, no aparecen diferencias sustanciales de tamaño entre el grupo de empresas compradoras y el grupo de empresas adquiridas. Y esto es así tanto si consideramos los valores medios de las empresas para el período 1985-89 como si tenemos en cuenta únicamente los datos referentes al año previo a la operación.

Los resultados acerca del tamaño de las distintas empresas compradoras y adquiridas no deben interpretarse en el sentido de que en las operaciones de fusión y adquisición no existan diferencias entre la empresa que actúa como compradora y la empresa que es adquirida. En la muestra de empresas de Bolsa no podemos comparar para cada operación de forma individual el tamaño entre ambas empresas, es decir, no existe una correspondencia entre la empresa compradora y la empresa adquirida. Esto se debe a que lo que ocurre normalmente es que las empresas con cotización en la bolsa compran empresas de fuera de la bolsa o son adquiridas por empresas alimentarias o no alimentarias con o sin cotización en la bolsa. Por ello, cuando realizamos la comparación entre el tamaño de la empresa compradora y adquirida de forma individual para cada operación, considerando el tamaño no sólo de las empresas que cotizan en Bolsa sino también

de todas aquéllas que se han visto involucradas, se obtienen diferencias sustanciales entre ambas. Así, para el conjunto de operaciones para las que se ha podido obtener información, se observa que la empresa compradora es, como media, 56 veces superior a aquella a la que adquiere (2). Sin embargo, si excluimos las operaciones de compra que ha efectuado Tabacalera este valor disminuye considerablemente, de forma que la compradora presenta como media un tamaño 19 veces superior a la adquirida.

Se puede concluir, por tanto, que por lo que respecta al tamaño, y al igual que ocurre en todos los países desarrollados, las empresas compradoras se caracterizan por tener un tamaño notablemente superior a las empresas que adquieren. En la muestra de las empresas con cotización, sin embargo, el tamaño medio de las compradoras no difiere de las que han sido adquiridas.

Se ha apuntado con frecuencia que las grandes empresas suelen crecer de forma más lenta que las pequeñas y medianas, y que es por este motivo por el que pueden estar interesadas en adquirir empresas de menor tamaño, más dinámicas, como forma de expansión y crecimiento. Este razonamiento puede ser válido sobre todo en aquellos sectores que se enfrentan a un crecimiento muy lento de su demanda, como es el caso de la alimentación, en el que las empresas ya establecidas para crecer y aumentar su cuota de mercado han de efectuar adquisiciones, sobre todo en los segmentos más dinámicos. Resulta por tanto interesante comprobar si las empresas compradoras son las más dinámicas o, por el contrario, si son las más dinámicas las que resultan más atractivas para ser compradas.

La evidencia empírica disponible para los países industrializados no es, sin embargo, concluyente a este respecto. Si bien en Estados Unidos se observa que son las empresas menos dinámicas las que efectúan adquisiciones sobre las más dinámicas (Scherer y Ross, 1990), en varios países europeos ocurre lo contrario (Mueller, 1980).

(2) Este dato corresponde a la media simple de la relación entre el tamaño de la empresa compradora y adquirida para aquellas operaciones en las que la compradora ha sido una empresa del sector alimentario de la bolsa. Este mismo cálculo podría haberse realizado para aquellas operaciones en las que la adquirida es una empresa del sector de la alimentación con cotización en bolsa pero no resultaba oportuno, ya que en este caso las compradoras pertenecen en gran parte a sector no alimentario o si lo son, se trata de empresas extranjeras para las que no se dispone de información completa, aunque suelen ser de una gran dimensión.

En España se observa que las empresas compradoras presentan unas tasas de crecimiento superiores a las de las empresas adquiridas. Cuando se toman en consideración únicamente los datos del año previo a la operación, destaca todavía más este hecho. Así, mientras las empresas compradoras presentan unos ratios de expansión notables, muy superiores a la media de la muestra de la Central de Balances, las empresas adquiridas registran un crecimiento modesto. Esto podría interpretarse en el sentido de que las empresas realizan adquisiciones cuando el negocio funciona bien, mientras que las empresas son adquiridas por otras empresas cuando se encuentran en dificultades para mantener la cuota de mercado.

Los distintos grupos de empresas presentan también diferencias sustanciales por lo que hace referencia a la rentabilidad, tanto del activo neto (resultado neto contable + gastos financieros/activo total), como de los recursos propios (resultado neto total/patrimonio neto). Al considerar los resultados medios del período 1985-89 se aprecia que las empresas compradoras presentan unos ratios de rentabilidad superiores a las empresas adquiridas. Cuando se toman en cuenta los datos referentes al año previo a la adquisición se obtienen las mismas conclusiones. Los cuadros 5 y 6 reflejan que las empresas alimentarias con cotización en la Bolsa de Madrid presentan unos ratios medios de rentabilidad inferiores a la media de la muestra de la Central de Balances, y dentro del grupo de Bolsa, las empresas más rentables son aquellas que no han registrado operaciones de fusión y adquisición. Puesto que las empresas compradoras son más rentables que las empresas adquiridas pero ambos grupos lo son menos que la industria alimentaria en su conjunto, una posible interpretación de estos resultados podría ser que las empresas compradoras buscan a través de las adquisiciones un crecimiento externo que les permita alcanzar las economías de la gran empresa en sus respectivas líneas de producción, comercialización, financiación o promoción. En cambio, aquellas con resultados más pobres es posible que su adquisición responda, por un lado, a que pueden ser adquiridas a un precio atractivo, y por otro, a que los directivos de las compradoras sufran de un optimismo excesivo que les haga sobreestimar su capacidad para mejorar la gestión de dichas empresas.

Un último punto de referencia lo constituye el nivel de endeudamiento y el coste de los recursos ajenos. Al considerar la autonomía financiera media del período (patrimonio neto/pasivo total) no se observan diferencias sustanciales entre los distintos grupos de empresas. Esta observación, junto a la ausencia de información acerca de los costes de las operaciones y su financiación, nos impide extraer conclusiones sobre la posible influencia de los procesos de fusión en la estructura financiera de la empresa. Finalmente, y por lo que respecta al coste medio de los recursos (gastos financieros/deudas a corto plazo + deudas a medio y largo plazo), las empresas de la bolsa, si bien presentan unos ratios inferiores al del conjunto de la alimentación, las diferencias entre compradoras y adquiridas no son sustanciales.

V. CONCLUSIONES

La industria de la alimentación ha participado activamente en la ola de fusiones que, iniciada en Estados Unidos a principios de los años ochenta y extendida a Europa a partir de la segunda mitad de la década, parece no haber concluido todavía.

Al analizar las fusiones y adquisiciones en las que se han visto involucradas las empresas del sector alimentario destaca la importancia de las operaciones de tipo horizontal, es decir, aquellas que integran empresas con la misma línea de producción. No obstante, también han sido frecuentes las tomas de participación en empresas alimentarias por parte de grupos financieros y conglomerados empresariales.

La mayor parte de las operaciones se han efectuado entre empresas de nacionalidad española, si bien han sido significativas las tomas de participación por parte de empresas o grupos extranjeros. Hay que destacar, no obstante, que el grupo de empresas alimentarias con cotización en Bolsa ha sido objeto de una menor penetración de capital extranjero que el conjunto de la industria alimentaria española.

A la vista de los resultados obtenidos pueden extraerse algunas conclusiones acerca de las estrategias que han seguido las distintas empresas.

El primer punto de referencia hay que situarlo en el posible impacto del mercado único europeo, cuya consecución a partir de 1992 ha podido llevar a las empresas a plantearse la mejor forma de hacer frente a una intensificación de la competencia y a una ampliación del mercado.

El hecho de que la mayoría de las operaciones registradas sea de tipo horizontal parece esconder tras de sí la búsqueda de mayores grados de eficiencia o de poder de mercado. Este tipo de motivaciones es el más frecuentemente atribuido por la literatura económica a los procesos de fusión y adquisición. Por lo que respecta a la posibilidad de explotación de las distintas economías de escala, se asume que si este fuera un factor fundamental en los procesos de fusión, debería existir una clara tendencia a que las pequeñas empresas se fusionaran más a menudo que las grandes. En la muestra de la bolsa hemos observado que tanto las empresas compradoras como las adquiridas presentaban un tamaño similar y superior a la media, si bien las primeras realizaban adquisiciones sobre empresas de menor tamaño. El hecho de que las empresas más activas en operaciones de fusión y adquisición no sean empresas de tamaño medio podría interpretarse en el sentido de que la búsqueda de economías de escala no ha sido un factor fundamental en la determinación de estas operaciones. No obstante, existe la posibilidad de que todas las empresas de la industria alimentaria española se encuentren por debajo del tamaño mínimo eficiente, incluidas las de mayor tamaño, de modo que ante el temor de una intensificación de la competencia en los próximos años, estas hayan sido más sensibles a una búsqueda de la mejora productiva.

Ahora bien, el hecho de que en nuestra muestra el grupo de empresas que no ha participado en operaciones de fusión y adquisición presente ratios de rentabilidad más altos que las empresas que sí lo han hecho impide extraer conclusiones definitivas acerca de la posible explotación de economías de escala, en tanto en cuanto no se disponga de información acerca del tamaño mínimo eficiente de cada subsector. No obstante, el hecho de que las empresas de bolsa

que han sido objeto de adquisición por parte de grupos extranjeros o conglomerados españoles sean menos rentables, podría interpretarse en el sentido de que se ha buscado incrementar su eficiencia a través de economías de escala probablemente de tipo multiplanta, como podría ser el caso de la cerveza. En este subsector, las innovaciones tecnológicas han hecho aumentar el tamaño mínimo eficiente, lo cual ha llevado a las empresas a involucrarse en procesos de fusión y adquisición. Una de las hipótesis que se ha mantenido en la literatura económica es que el proceso de selección, representado por el mecanismo de las adquisiciones, favorece a las empresas eficientes, es decir, a las maximizadoras de beneficios, y penaliza a las no eficientes, forzándolas a su desaparición a través de una adquisición. Esta hipótesis parece cumplirse en nuestra muestra: el grupo de empresas que ha sido objeto de adquisición presenta unos ratios de rentabilidad inferiores a los del grupo de empresas compradoras e incluso inferiores a la media del sector de la alimentación.

Al lado de las motivaciones basadas en la eficiencia económica se sitúan aquellas que persiguen la consecución de un mayor poder de mercado. Puesto que existe la presunción de que mayores niveles de concentración permiten más fácilmente explotar el poder de monopolio o alcanzar acuerdos colusivos con otras empresas, es probable que las grandes empresas españolas, tradicionalmente protegidas de la competencia exterior y ante la liberalización de los próximos años, hayan buscado la consolidación o el incremento de sus cuotas de mercado, bien con el fin de seguir disfrutando de ciertas rentas de monopolio, bien para enfrentarse en mejores condiciones a un mayor grado de competencia. Un caso particular lo constituye el sector del azúcar, en el que se establecen cuotas de producción a nivel comunitario que limitan el crecimiento de las empresas, las cuales, para expandirse o incrementar sus cuotas de mercado, se ven abocadas a realizar procesos de fusión y adquisición.

No obstante, en la perspectiva del mercado único, el factor fundamental determinante de los márgenes costes-beneficios no será el grado de concentración nacional, sino el que tenga lugar a nivel comunitario, como parece demostrar la experiencia de los países que formaron inicialmente la CEE (Sleuwaegen y Yamawaki, 1988).

Quizá ésta sea una de las principales motivaciones de las adquisiciones realizadas por empresas extranjeras en España.

Al margen de las consideraciones puramente económicas, entre los determinantes de los procesos de fusión y adquisición pueden encontrarse factores de carácter psicológico. Cuando tiene lugar una ola de fusiones, puede ocurrir que el espíritu de adquisición impregne el ánimo de los directivos y les haga lanzarse al mercado de control empresarial, en parte como resultado de un comportamiento mimético y, en parte, por un afán de controlar una mayor cantidad de recursos productivos, lo cual a su vez suele venir asociado a unas mayores remuneraciones.

En este entorno, es probable que un exceso de optimismo por parte de los directivos sobre su capacidad para gestionar empresas cada vez mayores e incluso más diversificadas, haya motivado alguna de las operaciones registradas. Es decir, como señaló Roll (1986), los directivos pueden sufrir de «hubris», es decir, de un orgullo excesivo que les lleva a sobreestimar su capacidad para gestionar organizaciones cada vez más complejas y hacer frente a nuevos mercados o líneas de producción distintas. De esta forma podrían explicarse procesos de fusión y adquisición que resultan injustificables desde el punto de vista económico. Para confirmar esta hipótesis, no obstante, habrá que estar atentos a los procesos de desinversiones que se puedan producir como consecuencia del fracaso en alcanzar los objetivos perseguidos. De hecho ya se han detectado algunas desinversiones por parte de algunas grandes empresas que previamente se habían diversificado.

Por último, algunas operaciones podrían estar motivadas por razones estrictamente especulativas. En Estados Unidos ha sido habitual en esta última ola de fusiones, la adquisición de una empresa con el fin de segmentarla en sus diferentes líneas de actividad y proceder a vender alguna o todas ellas de forma separada. Frente a la idea tradicional de que la combinación de dos empresas puede generar un valor superior a la suma de ellas individualmente, la alta incidencia de desinversiones podría indicar lo contrario (LeBaron y Speidell, 1988). En el caso español este motivo no parece haber sido significativo en la reciente ola de fusiones, si bien probablemente resulta prematuro cualquier intento de valoración.

En definitiva, durante la segunda mitad de los años ochenta, en el sector de la alimentación ha tenido lugar un intenso proceso de reestructuración empresarial a través de operaciones de fusión y adquisición que todavía parece inacabado. El objetivo de este trabajo era una aproximación a las estrategias seguidas a través de las operaciones en las que han participado las empresas con cotización en Bolsa. Ahora bien, el análisis de sus efectos resultará fundamental dada la estructura productiva española, que presenta importantes deficiencias productivas, tecnológicas, organizativas, etc.

BIBLIOGRAFIA

- HUGUES, A.; MUELLER, D.C. y SINGH, A., 1980. *Hypothesis about Mergers*. MUELLER, D.C. (ed), *The Determinants and Effects of Mergers*. Oelgeschlager, Cambridge, Massachusetts.
- JENSEN, M.C., 1986. *Agency costs of free cash-flow, corporate, finance and takeovers*. American Economic Review, 76, pp. 321-329.
- JENSEN, M.C., 1988. *Takeover: their causes and consequences*. Journal of Economic Perspectives, 2 (1), pp. 21-48.
- LEBARON, D. y SPEIDELL, L.S., 1988. *Why are the parts worth more than the sum...«chop shop», a corporate valuation model*. BROWNE, L.E. y ROSENGREN, E.S. (eds.), *The Merger Boom*. Federal Reserve Bank of Boston.
- MANNE, C., 1965. *Mergers and the market for corporate control*. Journal of Political Economy, 73, pp. 693-706.
- MARTÍNEZ SERRANO, J.A. y SANCHÍS LLOPIS, A. *Fusiones y adquisiciones en el sector de la alimentación*. En prensa.
- MUELLER, D.C., 1980. *The Determinants and Effects of Mergers*. Oelgeschlager, Cambridge, Massachusetts.
- ROLL, J., 1986. *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*. Journal of Business, vol. 59, núm. 2.
- SCHERER, F.M., 1988. *Corporate takeovers: the efficiency arguments*. Journal of Economic Perspectives, 2 (1), pp. 69-82.
- SCHERER, F.M. y RAVENSCRAFT, D.J., 1987. *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. The Brookings Institution. Washington, D.C.
- SCHERER, F.M. y ROSS, D., 1990. *Industrial Market Structure and Economic Performance*. Houghton Mifflin Company.
- SLEUWAEGEN, L. y YAMAWAKI, H., 1988. *The formation of the European common market and changes in market structure and performance*. European Economic Review, 32.
- STEINER, P.O., 1975. *Mergers. Motives, effects, policies*. University of Michigan Press.
- WILLIAMSON, O.E., 1968. *Economies as an anti-trust defense: the welfare trade-offs*. American Economic Review, 58, pp. 18-36.
-

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es estudiar la reestructuración que, mediante fusiones y adquisiciones, está teniendo lugar en el sector de la alimentación. El estudio se centra en el colectivo de empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid, por ser el único grupo para el cual, según los autores, se puede disponer de cierta información económico-financiera.

Tras señalar brevemente las principales motivaciones que pueden encontrarse detrás de los procesos de fusión y adquisición de empresas, se describen las principales tendencias registradas en el mercado de adquisiciones, dando paso posteriormente a la clasificación de las empresas de acuerdo con su implicación en dichas operaciones, al objeto de caracterizar por un lado a las empresas compradoras y, por otro, a las adquiridas.

Finalmente se intentan extraer algunas conclusiones sobre las causas que han determinado la intensa ola de fusiones que se ha registrado en España en la industria de la alimentación, bebidas y tabaco en la segunda mitad de los años ochenta.

RESUME

L'objectif de ce travail est d'étudier la restructuration qui se produit actuellement, par des fusions et des acquisitions, dans le secteur de l'alimentation. L'étude se centre sur le collectif des entreprises qui cotisent à la Bourse de Madrid, ce groupe étant le seul pour lequel, selon les auteurs, l'on peut disposer de certaines informations économiques et financières.

Après une brève indication des principales motivations que peuvent se trouver derrière les processus de fusion et d'acquisition d'entreprises, il est décrit les principales tendances enregistrées sur le marché des acquisitions, passant ensuite à la classification des entreprises, conformément à leur implication dans ces opérations, afin de caractériser d'une part les entreprises acheteuses et, d'autre part, les entreprises acquises.

On tente finalement d'extraire certaines conclusions sur les causes qui ont déterminé l'intense vague de fusions enregistrée en Espagne dans l'industrie de l'alimentation, les boissons et le tabac, dans la seconde moitié des années quatre-vingts.

SUMMARY

The purpose of this study is to review the restructuring process under way through mergers and acquisitions in the food sector. The author focuses on the companies listed at the Madrid Stock Exchange, as according to the author these are the only companies on which the relevant economic and financial information is available.

After briefly looking into the main reasons for the merger and acquisitions process, the main trends seen in the company acquisitions market are reviewed. Then the companies are classified according to the roles they play in such operations, describing the features of the acquiring companies on one hand and of those being acquired on the other.

Finally, the author seeks to draw some conclusions on the reasons for the merger boom seen in the Spanish food, drinks and tobacco industry in the 1985-1990 period.
