

# Fusiones y adquisiciones

# Fusiones y adquisiciones

---

- ¿Ante que situaciones es conveniente prohibir una fusión?
  - Es decir, ¿es conveniente que Carrefour y Promodes se fusionen?
  - ¿Y es bueno desde un punto de vista del bienestar permitir integraciones verticales? ¿Y los acuerdos exclusivos de venta?
-

# Fusiones y adquisiciones

---

## Fusiones Horizontales

- Las fusiones conllevan mejoras de eficiencia o “sinergias”
  - Sin embargo, si la fusión se realiza entre empresas competidoras, la fusión genera un incremento del poder de mercado (menos empresas en el mercado → incremento de precio y pérdida de bienestar social!)  
  
¿Cuándo podemos decir que una fusión va a ser inequívocamente positiva?
-

# Fusiones y adquisiciones

---

Consideremos el equilibrio de Cournot con costes simétricos e iguales a cero y demandas lineales  $p=1-q$ , entonces:

$$q_i^C = \frac{1}{n+1}, \quad Q^C = \frac{n}{n+1}, \quad p = \frac{1}{n+1} \quad \text{y} \quad \pi^C = \frac{1}{(n+1)^2}$$

Y el excedente del consumidor es,

$$EC = \frac{1}{2}(1 - p^C)Q^C = \frac{1}{2} \left( \frac{n}{n+1} \right)^2$$

---

# Fusiones y adquisiciones

---

Supongamos que existe una fusión entre dos empresas, entonces el bienestar social de los que no participan en la fusión es:

$$W = EC + \sum_{i=1}^{n-2} \pi_i, \text{ donde } \sum_{i=1}^{n-2} \pi_i = (n-2) \left( \frac{1}{n+1} \right)^2$$

$$W = \left( \frac{1}{n+1} \right)^2 \left( \frac{n^2}{2} + n - 2 \right), \text{ donde } n \geq 2$$

---

# Fusiones y adquisiciones

---

¿Que sucede con el bienestar ante una fusión entre dos empresas? El bienestar se reduce para los consumidores pero se incrementa para las empresas que no se fusionan,

$$W' = \left(\frac{1}{n}\right)^2 \left(\frac{(n-1)^2}{2} + n - 2\right)$$

Entonces, si encontramos valores de  $n$  de manera que  $W' > W$ , el bienestar social se incrementa (no tenemos en cuenta las empresas que se fusionan que suponemos que mejoran ya que es un acuerdo voluntario)

---

# Fusiones y adquisiciones

---

Entonces

$$W' \geq W \Leftrightarrow$$

$$\left(\frac{1}{n}\right)^2 \left(\frac{(n-1)^2}{2} + n - 2\right) \geq \left(\frac{1}{n+1}\right)^2 \left(\frac{n^2}{2} + n - 2\right),$$

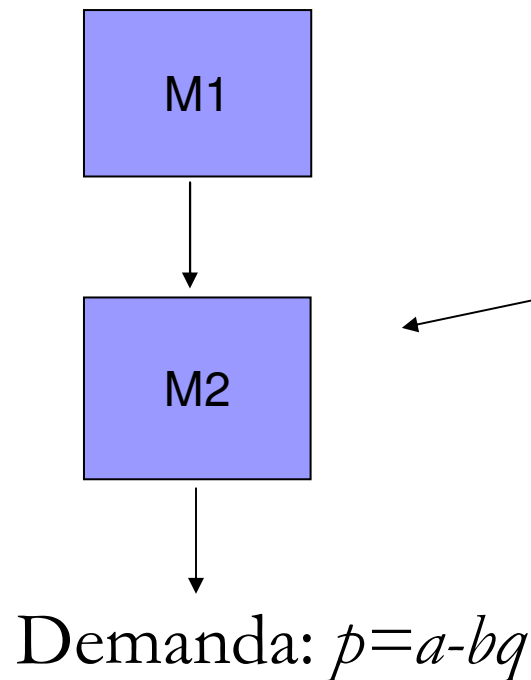
Lo que implica que  $W' \geq W \Leftrightarrow n \geq 4$

- Si las empresas que se fusionan tienen una cuota de mercado inferior al 50%, entonces la fusión horizontal genera un bienestar social positivo
-

# Fusiones y adquisiciones

---

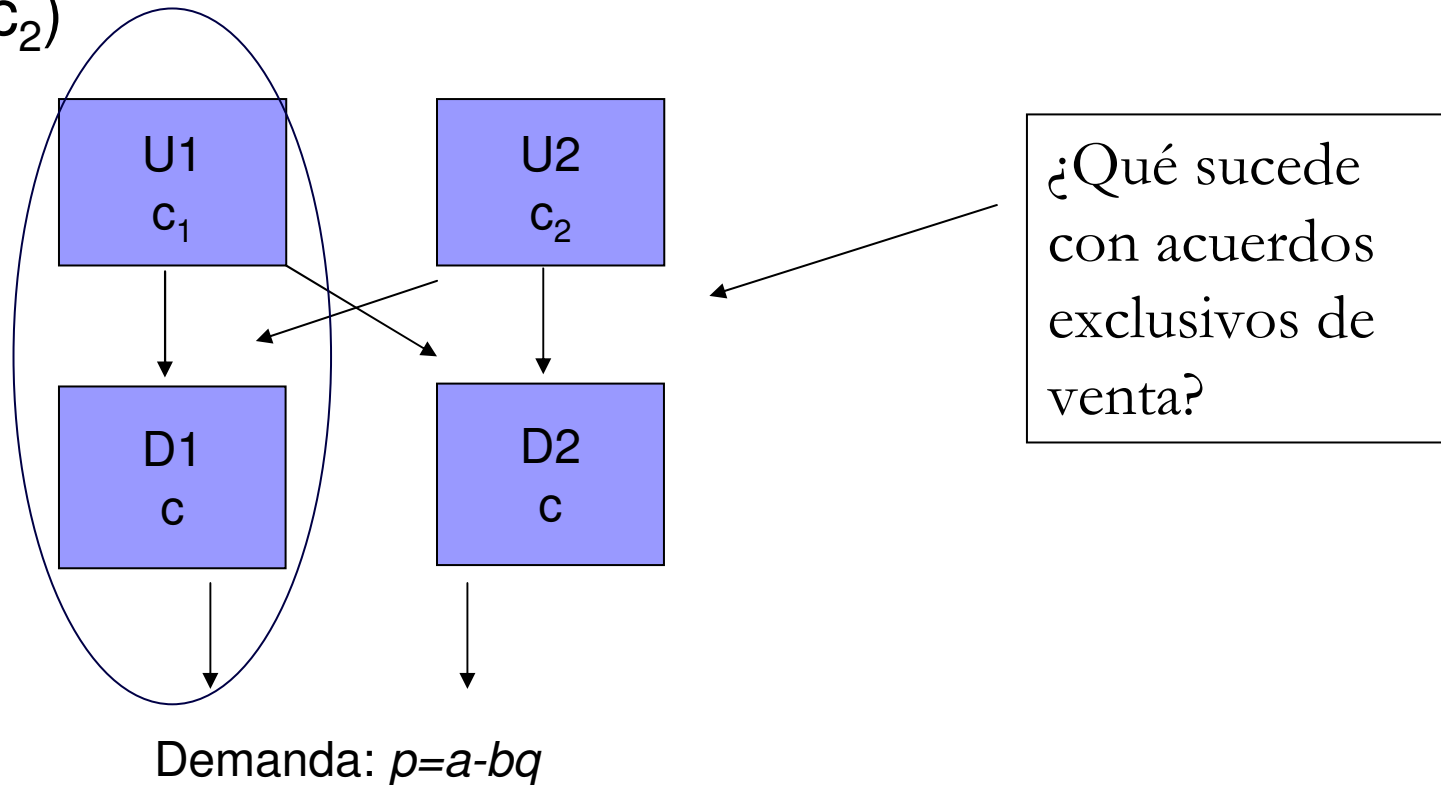
→ El problema de la doble marginalización



La existencia de dos monopolios genera una pérdida de bienestar que se reduce si se produce una integración vertical (y los monopolios tienen incentivos a realizarla)

# Fusiones y adquisiciones

- Aspectos estratégicos de la integración vertical  
( $c_1 < c_2$ )



# Fusiones y adquisiciones

---

El problema del “Hold-up” y el papel de los derechos de propiedad

- El caso Alcoa-Essex
  - El caso Fisher Body-General Motors
  - El modelo de Grossman-Hart
    - Un comprador y un vendedor (FB-GM)
    - Para establecer una relación es necesario que tanto el comprador como el vendedor realicen *inversiones específicas*  
 $x$  e  $y$
-

# Fusiones y adquisiciones

---

- La inversión  $x$  determina el valor del producto  $b(x)$  siendo  $b'(x) > 0$  y  $b''(x) < 0$ .
  - La inversión  $y$  determina el coste de producción del factor intermedio  $c(y)$  siendo  $c'(y) < 0$  y  $c''(y) > 0$ .
  - No es posible redactar un contrato contingente completo que determine los valores de  $x$  e  $y$
  - En una primera etapa las empresas realizan inversiones específicas y en una segunda etapa las empresas acuerdan el precio de intercambio del bien intermedio (el chasis por ejemplo)
-

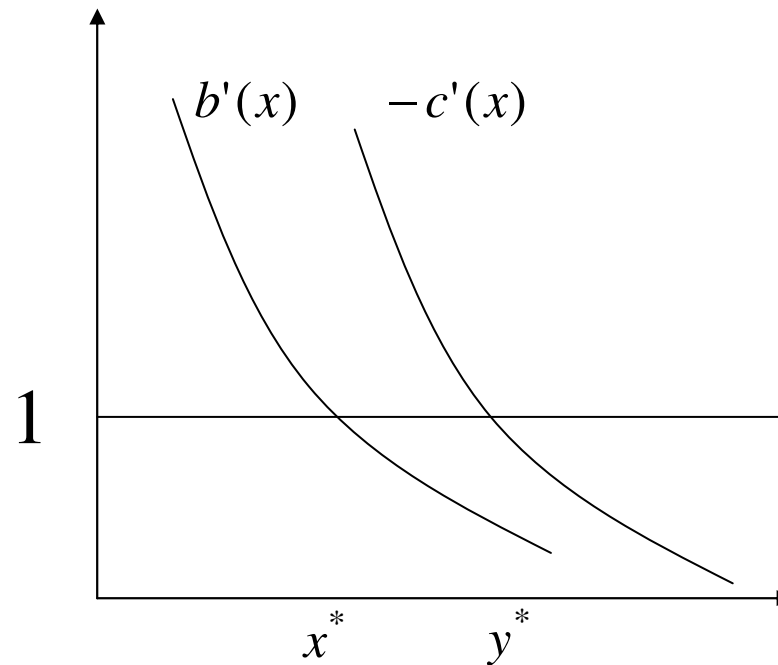
# Fusiones y adquisiciones

¿Cuál es el nivel eficiente de inversiones específicas? Aquellos niveles de inversión donde se maximiza la renta total

$$\max_{\{x,y\}} \pi = b(x) - c(y) - x - y$$

$$b'(x^*) = 1$$

$$-c'(y^*) = 1$$



# Fusiones y adquisiciones

---

Las empresas son entidades independientes

- Precio de intercambio (división equitativa del excedente)

$$p = c(y) + \frac{1}{2}(b(x) - c(y))$$

- El beneficio del comprador y del vendedor es

$$\pi_v = p - c(y) - y = \frac{1}{2}(b(x) - c(y)) - y$$

$$\pi_c = b(x) - p - x = \frac{1}{2}(b(x) - c(y)) - x$$

---

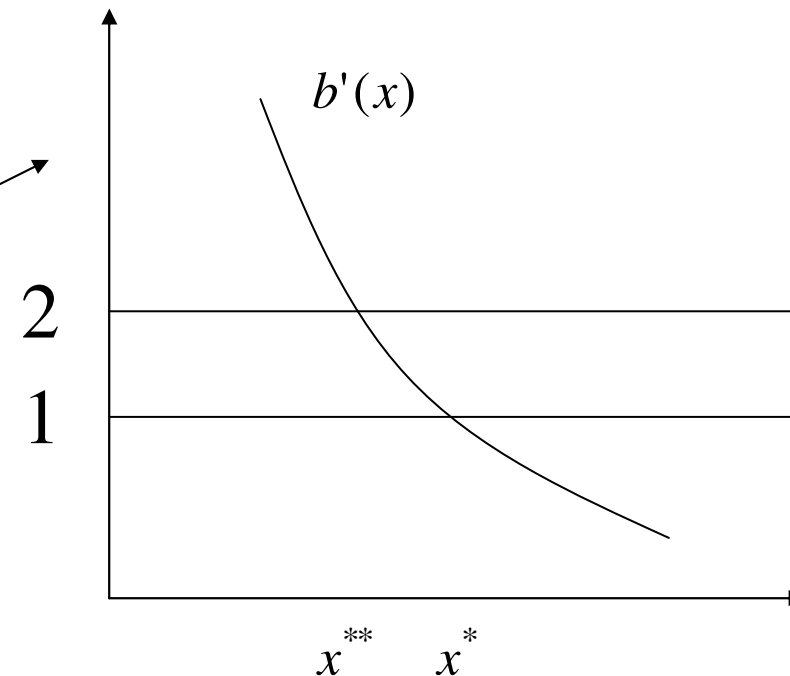
# Fusiones y adquisiciones

Por tanto los niveles de inversiones específicas son

$$y^{**} \in \arg \max \pi_v \quad b'(x) = 2$$

$$x^{**} \in \arg \max \pi_c \quad -c'(y) = 2$$

Los niveles de inversión  
específicas realmente  
obtenidos son inferiores a  
las óptimos



# Fusiones y adquisiciones

---

- La especificidad de la inversión junto a la incapacidad de escribir contratos completos lleva al problema del oportunismo o del “Hold-up”
  - La ausencia de un contrato completo hace que no sea posible escribir un precio de transferencia
  - Este precio depende de las inversiones que se realice. Al ser de carácter específico (el valor de la inversión de la otra empresa tiene un valor nulo si no se asocia con ella), y tienen incentivos para explotarla (es decir les da poder de negociación)
-

# Fusiones y adquisiciones

---

- Anticipando este comportamiento, las empresas reducen los niveles de inversión específico para no “ligarse” demasiado con la otra empresa (Un gasto de 1€ en una reducción en costes se reparte entre las dos empresas a través del proceso de negociación)
  - Dado este conflicto, una de las empresas puede tener incentivos a integrarse verticalmente para reducir unos niveles de inversión específica muy bajos
-

# Fusiones y adquisiciones

---

- No obstante, la integración vertical no va a resolver del todo los problemas de inversión específica
  - La transferencia de los derechos de propiedad genera cambios en la estructura de incentivos, lo que lleva a que la empresa que esta integrada pasa a ser un empleado (con la reducción de incentivos que ello conlleva)
  - Supongamos que GM compra a FB,  
 $\pi_c = b(x) - c(y) - x - y - w$ , donde  $w$   
es el salario que GM paga a FB
-

# Fusiones y adquisiciones

---

→ Supongamos que GM compra a FB,

$$\pi_c = b(x) - c(y) - x - y - w, \text{ donde } w$$

es el salario que GM paga a FB

→ En este caso, GM obtiene el nivel óptimo de inversiones específicas pero FB no tiene incentivos a desarrollar inversiones específicas, y de hecho serán menores que el caso que las empresas fueran independientes

---

# Fusiones y adquisiciones

---

- En general, el modelo de Grossman y Hart sugiere que los derechos de propiedad deben ir a la empresa donde las inversiones tienen un efecto mayor en la productividad. Si la productividad de FB es esencial para GM (como así se demostró), entonces FB debe integrarla verticalmente.
  - Modelo de proveedores en el sistema Anglo-Sajón versus el sistema japonés o de “Keiretsu”
-

# Fusiones y adquisiciones

---

La hipótesis de la maximización de los beneficios

- Teoría de Principal-agente
  - Adquisiciones y maximización de los beneficios
-