

Christian Durán

“COMPORTAMIENTO ESTRATÉGICO EN UNA
COMPETENCIA EN DOS ETAPAS: EL
PROBLEMA DE LAS OLEADAS DE FUSIONES ”

Quaderns de Política Econòmica.

Revista electrònica. 2^a època.

Vol. 3, Abril-Mayo 2003

Edita:



Dpto. de Economía Aplicada - Universitat de València
Av. Tarongers s/n, 46022 Valencia
FAX: 963828415 - WEB: www.uv.es/poleco

ISSN: 1579 - 8151

COMPORTAMIENTO ESTRATÉGICO EN UNA COMPETENCIA EN DOS ETAPAS: EL PROBLEMA DE LAS OLEADAS DE FUSIONES

Christian Durán

Departament d'Economia

Universitat Rovira i Virgili

Resumen: Dentro de la política de competencias un lugar especial está ocupado por las fusiones. En este trabajo se aborda este último aspecto y, en particular, se trata de iluminar ciertos aspectos relacionados con la concentración de fusiones en ciertos momentos del tiempo y en determinadas actividades económicas. El objetivo de este apartado es dibujar algunos hechos estilizados que permitan realizar una primera aproximación empírica a las oleadas de fusiones para determinar los elementos clave para un análisis posterior en el que el modelo empírico deberá deducirse del enfoque teórico. Para ello se resumen las características más importantes de las fusiones que han tenido lugar durante los últimos cien años y se propone una explicación de las diferencias observadas en la oleada actual respecto de las anteriores. Seguidamente se aporta alguna evidencia empírica que corrobora los resultados de la teoría de los juegos secuenciales aplicada a la problemática de las oleadas de fusiones.

1. Fusiones horizontales secuenciales: introducción

El modelo del comportamiento estratégico con competencia en dos etapas es uno de los modelos más utilizados para explicar las oleadas de fusiones que se producen como consecuencia de la fusión estratégica de dos empresas en un determinado sector. Este modelo propone un esquema de pautas de conducta para la elección óptima del comportamiento estratégico en diferentes situaciones de competencia¹. Este esquema de pautas de conducta permite analizar los incentivos estratégicos de las fusiones secuenciales, las cuales, cuando se producen masivamente, conforman una oleada de fusiones.

Las oleadas de fusiones representan un importante reto para los economistas. En este ámbito de investigación el número de preguntas no resueltas es todavía mayor que el número de respuestas: ¿por qué las fusiones se producen en oleadas? ¿Qué explica la concentración de las oleadas de fusiones en diferentes ramas de actividad? ¿Cómo afectan las fusiones a la rentabilidad de las empresas participantes?

¹ Para detalles adicionales, véase Tirole (1988, págs. 323 y sig.) y Shapiro (1989, pág. 389). Nilssen y Sorgard (1998) desarrollan un modelo explicativo del efecto de una fusión sobre los beneficios de las empresas que no participan en la misma.

En este trabajo se desarrollan algunos elementos que deben permitir entender mejor las fusiones. El objetivo de este apartado es dibujar algunos hechos estilizados que permitan realizar una primera aproximación empírica a las oleadas de fusiones para determinar los elementos clave para un análisis posterior en el que el modelo empírico deberá deducirse del enfoque teórico. Para ello se resumen las características más importantes de las fusiones que han tenido lugar durante los últimos cien años y se propone una explicación de las diferencias observadas en la oleada actual respecto de las anteriores. Seguidamente se aporta alguna evidencia empírica que corrobora los resultados de la teoría de los juegos secuenciales aplicada a la problemática de las oleadas de fusiones.

2. Evolución histórica desde principios del siglo XX

El número de fusiones y adquisiciones que se han producido a escala mundial triplica en el año 2000 el número de fusiones que tuvieron lugar en 1990. El volumen agregado de las transacciones incluso se ha multiplicado por 12. Aún teniendo en cuenta que muchas fusiones se han financiado a través de la vía del intercambio de acciones² y que estas transacciones estaban sobrevaloradas temporalmente a causa de la burbuja especulativa que se apoderó de los mercados de valores, puede hablarse de una importante oleada de fusiones que se inicia a mediados de los años noventa. Aparentemente esta oleada ha alcanzado en el año 2000 su nivel máximo, aunque todavía no ha finalizado completamente.

Las oleadas de fusiones no son un fenómeno nuevo a pesar de que cada oleada muestra sus propias características. La reconstrucción estadística, no obstante, es dificultosa dado que las estadísticas de fusiones se comienzan a elaborar desde hace relativamente poco. Para la Unión Europea, por ejemplo, las correspondientes series temporales se elaboran a partir de finales de los años ochenta cuando se crea el control comunitario de fusiones. Para series temporales más largas es necesario recurrir a los datos norteamericanos puesto que en los Estados Unidos el control de fusiones se implementa a partir de 1905, realizándose previamente una labor de levantamiento y tratamiento de datos que abarca las fusiones que han tenido lugar desde finales del siglo XIX³. A partir de las estadísticas norteamericanas de fusiones y teniendo en cuenta que a causa de la diferente procedencia de las fuentes se producen varios saltos en la serie, pueden identificarse en los últimos cien años cinco oleadas de fusiones:

- La primera oleada puede situarse en el periodo que abarca los años 1897 hasta 1904. Esta oleada es un reflejo de la revolución industrial en la que la máquina de vapor y la aparición de la industria pesada permitió el aprovechamiento de rendimientos crecientes de escala en las grandes empresas. Esta primera etapa conllevó la creación de grandes consorcios de

² De las fusiones supranacionales del año 1999, un 36'6% se han financiado a través del intercambio de acciones. En el año 1990 este porcentaje se situaba todavía en el 8'4% (véase UNCTAD, 2000, pág. 239).

³ Para una descripción reciente de la evolución de las fusiones en Estados Unidos véase Golbe y White (1993).

empresas que aún hoy caracterizan la “vieja” economía en Estados Unidos y en Europa. Las fusiones predominantemente horizontales de esta primera oleada finalizó con la aprobación de la *Sherman Act* y la *Clayton Act* según las cuales podía prohibirse una fusión cuando generaba una situación de un excesivo poder de mercado de las empresas fusionadas.

- La segunda oleada comienza aproximadamente en el año 1920 prolongándose hasta 1929. Puesto que el *Clayton Act* dificultaba enormemente las fusiones horizontales, dominaron en esta ocasión las fusiones verticales y de conglomerados. Como nuevos sectores en los que se producían numerosas fusiones cabe destacar el ferrocarril y el sector eléctrico en los que la existencia de una red viaria construida y una red eléctrica instalada favorecía la concentración.
- La tercera oleada de fusiones se produjo entre los años 1965 y 1975. En esta ocasión dominaban la realización de ventajas de tamaño a través de la producción industrial en masa y la diversificación de la gama de productos mediante la compra de empresas que operaban en otros mercados.
- La cuarta oleada que puede situarse entre 1984 y 1988 se manifestó en mayor medida en Europa que en Estados Unidos. En previsión de la consecución del mercado único en Europa, las empresas nacionales buscaron una manera de crecer exógenamente a través de la fusiones, convirtiéndose en empresas europeas. El motivo principal en esta oleada de fusiones fueron las “sinergias” que podían alcanzarse con la agregación de ámbitos productivos en los que se aplican tecnologías muy similares.
- La quinta oleada que se inicia en 1995 y todavía perdura está caracterizada por la globalización y la desregulación. Con el proceso de globalización crecen los mercados. También las estructuras empresariales reflejan este crecimiento. En el transcurso de la desregulación, monopolios nacionales otrora protegidos se abren a la competencia internacional y surge la posibilidad de establecerse rápidamente en esos mercados a través de la compra de los oferentes extranjeros.

Una característica adicional de esta quinta oleada de fusiones es el aumento notable de las mega-fusiones. Esto se observa especialmente en el incremento sustantivo del volumen de fusiones en comparación con el aumento del número de fusiones. También la evolución del volumen de las respectivas fusiones más importantes que han tenido lugar en cada año confirma esta tendencia.

Cuadro 1: *Deals of the Year*

Año	Comprador	Empresa adquirida	Sector	Precio Compra miles de mill.de US-\$
1990	Georgia-Pacific	Great Northern Nekoosa	Madera	3'6
1991	AT&T	NCR	Telecom.	7'4
1992	Alcaltel Alsthom	ITT Corp	Telecom.	3'6
1993	AT&T	Mc Caw Cellular Com.	Telecom.	12'6

1994	Martin Marietta	Lockheed	Armamento	10'0
1995	Disney (Walt) Co.	Capital Cities/ABC Inc	Entrete.	19'0
1996	Bell Atlantic Corp	NYNEX Corp	Telecom.	19'5
1997	WorldCom	MCI Commun.	Telecom.	41'9
1998	Exxon	Mobil	Petróleo	86'0
1999	MCI Worldcom	Sprint	Telecom.	115'0
2000	Vodafone	Mannesmann	Telecom.	186'0

Fuente: Kleinert/Klodt (2000).

Como última característica de la oleada actual se apunta el predominio de las fusiones horizontales. Un análisis del cuadro 1 muestra que las empresas que intervienen en las fusiones aducidas pertenecen a la misma rama de actividad.

Tal como demuestra este breve repaso de la historia debemos entender las fusiones como la adaptación de las estructuras de las empresas a las condiciones cambiantes que se producen en su entorno económico. Estas variaciones pueden tener causas muy diversas. En lo que sigue se analizan algunos factores que pueden haber condicionado la oleada actual.

Las fusiones no sólo se producen en *clusters* temporales y territoriales sino también en *clusters* sectoriales. Andrade, Mitchell, Stafford (2001) han estudiado en detalle las fusiones en los distintos sectores económicos, observando que la actividad de los sectores varía notablemente a lo largo del tiempo. Los cinco sectores más activos en los años setenta, ochenta y noventa se representan en el cuadro 2.

Cuadro 2: Los sectores más grandes en los Estados Unidos medidos por número de fusiones

<u>años '70</u>	<u>años '80</u>	<u>años '90</u>
Siderurgia	Petróleo y gas	Siderurgia
Inmobiliarias	Textil	Telecomunicac.
Petróleo y gas	Manufacturas	Bancos
Confeción	Sector financiero	Inmobiliarias
<u>Maquinaria</u>	<u>Alimentación</u>	<u>Hoteles</u>

Fuente: Andrade, Mitchell, Stafford, 2001, tabla 2.

Ninguno de los cinco sectores con mayor número de fusiones está representado tanto en los años ochenta como en los años noventa. Andrade, Mitchell, Stafford (2001) no pudieron constatar una correlación del rango de los sectores entre ambas décadas. La probabilidad de que un sector desarrolle una gran actividad fusionadora no depende de las fusiones llevadas a cabo en periodos anteriores. En el caso de las fusiones europeas también se constata una fuerte concentración vertical. De las cuarenta ramas productivas en Europa los cinco sectores más

activos (seguros, bancos, industria química, maquinaria y la industria automovilística) abarcan una tercera parte de las fusiones.

El hecho de que cada oleada de fusiones presente una composición sectorial propia apunta hacia shocks sectoriales como factor desencadenante de un mayor número de fusiones. Especialmente en el caso de las fusiones que se produjeron durante los años noventa esta explicación es especialmente plausible si se tiene en cuenta las importantes fusiones en las industrias desreguladas. Las desregulaciones representan sin duda un shock drástico para las empresas en estas ramas de actividad. Las condiciones de la competencia registran un notable cambio. El segundo grupo en el que se registró una elevada tendencia a las fusiones estuvo expuesta a la globalización que alteró en gran medida la competencia en los mercados afectados. Un tercer grupo de empresas tuvo que abandonar el marco protector del sistema de subvenciones como ocurrió en el caso de la industria siderúrgica europea o la industria armamentística norteamericana. Entre las industrias desreguladas destaca el transporte aéreo, ferroviario o por carretera, el sector bancario y de seguros, el sector de las telecomunicaciones y de servicios públicos (electricidad, agua, gas)⁴.

Una posible reacción frente a los shocks sectoriales es una reforzada tendencia fusionadora. Las fusiones pueden inducir la entrada o el abandono del mercado, la reestructuración de empresas o la reducción de la competencia mediante el desarrollo de posiciones de dominio de mercado. Los shocks sectoriales específicos afectan en las industrias en instantes distintos con diferentes intensidades lo que explicaría porqué la intensidad de la actividad fusionadora varían a lo largo del tiempo. También la dinámica de adaptación a las nuevas condiciones de la competencia mostrará diferencias sectoriales. Así, no sólo el shock inicial provoca la necesidad de adaptación de un competidor a las nuevas condiciones. También la fusión de un competidor puede desencadenar o acelerar la fusión de la propia empresa, produciéndose oleadas de fusiones. Además, los sectores no son independientes unos de otros. Por ejemplo, la desregulación del sector de las telecomunicaciones puede influir a través de una notoria reducción de los precios de los servicios de telefonía en las fusiones de los sectores expuestos a la globalización. Lo mismo puede decirse para la industria del transporte.

3. Fusiones en los años noventa en una consideración microeconómica

3.1 Banco de datos: DOME

En lo que sigue se analizan a nivel microeconómico algunas características de las fusiones que han tenido lugar durante los años noventa. Los casos individuales muestran importantes diferencias como consecuencia de las particularidades nacionales o sectoriales. Así, las fusiones en los sectores globalizados se

⁴ Para una sinopsis de las medidas de desregulación más importantes en las últimas décadas, véase OCDE (1997).

producen bajo condiciones muy distintas que en los sectores desregulados o en los monopolios públicos ahora privatizados. Las empresas norteamericanas o británicas las cuales utilizan las fusiones desde hace años para llevar a cabo la reestructuración empresarial parten de una base diferente que las empresas de la Europa continental que recurren a las fusiones desde hace poco. También las fusiones supranacionales muestran otras características que las nacionales.

Puede demostrarse que estas diferencias pueden derivarse del motivo de la fusión. Las fusiones que se llevan a cabo con el objetivo de aprovechar mejor el dominio del mercado tiene otras propiedades y consecuencias que, por ejemplo, las fusiones de racionalización después de una guerra de precios. También las fusiones cuyo objetivo principal es el aprovechamiento de economías de escala, distinguiéndose éstas a su vez por el ámbito en el que se localizan estos rendimientos crecientes de escala⁵. Además, puede suponerse que se observarán diferencias en las fusiones que pretenden facilitar la entrada a un determinado mercado en comparación con las fusiones de abandono del mercado especialmente cuando pretenden evitar *ex-ante* la quiebra de la empresa.

Las fusiones alteran la estructura del mercado. Esta nueva estructura no es necesariamente estable. Una fusión de dos empresas en un determinado sector puede inducir la reacción de otras empresas, provocando una secuencia de fusiones. Así, los competidores pueden considerar ventajoso fusionarse con una tercera empresa o con la empresa resultante de la primera fusión⁶.

A la vista de la elevada heterogeneidad en las oleadas de fusiones durante los años noventa intentaremos descubrir algunas regularidades y causalidades a nivel microeconómico para lo que recurrimos a la *Database on Mergers in Europe* (DOME) elaborada por el Instituto de Economía Mundial de Kiel en Alemania a la que puede accederse a través de Internet⁷. Esta base de datos recoge las participaciones de empresas en otras empresas supervisadas por la Comisión Europea. De acuerdo con el reglamento europeo de control de fusiones de diciembre de 1989, la Comisión Europea se hace cargo de la supervisión de las fusiones significativas para la Unión Europea. El reglamento determina que una fusión tiene relevancia para la Unión Europea cuando

- la facturación mundial de todas las empresas participantes es superior a 5.000 millones de Euros;
- la facturación en la Unión Europea de al menos dos de las empresas participantes es superior a 250 millones de Euros;

⁵ Por ejemplo, estos rendimientos se dan tanto en la producción como en los procesos químicos o en la organización como en la utilización no-rival de los resultados de las actividades de I+D.

⁶ En la teoría se hace referencia tanto a las oleadas de fusiones ofensivas (véase Horn/Persson, 1996) como de fusiones defensivas (véase Schenk, 1996). Como ofensivas se denominan aquellas decisiones de fusión cuyo objetivo es la maximización del beneficio, mientras que las fusiones defensivas pretenden minimizar el riesgo.

⁷ La dirección de la página web de esta base de datos es <http://www.uni-kiel.de/ifw/forschung/fo1.htm>.

Cuando las empresas participantes generan más de dos terceras partes de su facturación conjunta en un único país miembro de la Unión es la institución nacional encargada de la defensa de la competencia la que ha de autorizar dicha fusión. Puesto que la Comisión analiza las fusiones entre empresas extranjeras no pertenecientes a la Unión Europea cuando éstas pueden influir en la intensidad de la competencia en Europa puede suponerse que esta base de datos recoge prácticamente todas las fusiones importantes que se produce en el mundo.

El reglamento de control de fusiones entró en vigor el 21 de septiembre 1990. Desde entonces hasta el 31 de julio de 2001 se han registrado 1.782 fusiones que han solicitado su aprobación por la Comisión Europea. Se trata especialmente de participaciones mayoritarias, fusiones de empresas y participaciones minoritarias de una especial relevancia. Como se ha mencionado anteriormente, únicamente se tienen en cuenta las participaciones mayoritarias que se extraen de la base de datos DOME.

Esta base de datos elaborada por el Instituto de Economía Mundial contiene las fusiones que ha analizado la Dirección de la Competencia de la Comisión Europea. Actualmente contiene informaciones sobre 1.228 decisiones tomadas por la Comisión hasta el 31 de diciembre de 1999. La información abarca la fecha del anuncio de la transacción, el nombre, el país de procedencia y el sector de la empresa compradora, el sector de la unidad adquirida y de la empresa vendedora, así como el valor de la transacción (si éste se ha publicado). Además, contiene una cualificación del tipo de participación (minoritaria, mayoritaria o intercambio de acciones). Además, la base de datos contiene informaciones adicionales acerca de las participaciones mayoritarias: la rentabilidad del capital de la empresa adquiriste antes y después de la fusión con relación a la media del sector. En el caso de participaciones minoritarias no puede determinarse con seguridad la influencia de la nueva empresa participante en el nivel de beneficios.

3.2 Efectos de las fusiones

Las fusiones tienen una importante influencia en el bienestar social que se produce a través de diferentes vías por lo que tiene también diferentes efectos distributivos. El poder de mercado puede limitar la competencia, induciendo precios más alto, una producción más ineficiente, una menor oferta y una dinámica más reducida en esta rama de actividad. Si estas pérdidas de bienestar no se compensan con importantes ganancias de eficiencia por la fusión de empresas, el efecto global será probablemente negativo. No obstante, estos efectos sobre el bienestar son difíciles de estimar. En este trabajo, únicamente se recurre a la rentabilidad del capital para recoger al menos una parte de los efectos sobre el bienestar, esto es, el beneficio de la empresa.

Cuadro 3: Evolución de la rentabilidad en empresas fusionadas

	antes	después
Rentabilidad superior al promedio del sector	100	96
Rentabilidad inferior al promedio del sector	96	100

Rentabilidad en comparación con el promedio del sector		
	antes	después
Mediano (en tanto por uno)	0'10	-0'31
Media (en tanto por uno)	1'05	-0'08
Desviación estándar	8'20	10'49

Evolución de la rentabilidad en comparación con el promedio del sector

Incrementos	88
Disminuciones	108

De las 1.228 decisiones de la Comisión que conforman la muestra inicial, 625 son participaciones mayoritarias de las cuales 367 se produjeron entre 1990, cuando se implementa el control comunitario de fusiones, y 1997, el final del periodo analizado. Se elige 1997 como periodo final dado que las comparaciones de la rentabilidad del capital antes y después de la fusión se basan en promedios de tres años. Los balances más recientes disponibles hacen referencia al año 2000. Por este motivo, para poder definir un periodo post-fusión de tres años, el periodo analizado en el que se producen las fusiones finaliza en 1997.

El cuadro 3 recoge las variaciones de la rentabilidad del capital antes y después de la fusión. En aproximadamente 45% de las fusiones (88 casos) la empresa adquiriente pudo mejorar su rentabilidad, mientras que en la mayoría de empresas fusionadas disminuyó la rentabilidad en comparación con la media del sector. No obstante, estos resultados no son estadísticamente significativos.

La gran heterogeneidad de los datos empresariales dificulta la valoración de la influencia de las fusiones sobre la evolución de la rentabilidad. Por este motivo, se divide la muestra en submuestras homogéneas para obtener algunas conclusiones adicionales. En primer lugar, se distinguen según el importe del crecimiento del capital lo que representa una medida del tamaño relativo de la unidad adquirida. Esta relación se denota mediante Δ , calculándose como la tasa de crecimiento del capital utilizado entre el año antes de la fusión y el año después de la fusión.

$$\Delta = (K_{t+1} - K_{t-1}) / K_{t-1}$$

Los resultados se recogen en el cuadro 4.

Cuadro 4: Influencia del tamaño relativo de la unidad adquirida sobre la rentabilidad de las empresas fusionadas

	$\Delta < 0$	$\Delta > 0$
Número	31	164
Incrementos	20	68
Disminuciones	11	96
Relación	1'82	0'71
Media antes de la fusión	-1'40 (-0'26)	1'53 (0'18)
Media después de la fusión	0'05 (0'006)	0'43 (0'05)
Diferencia de medias	1'45 (-0'2)	-1'1 (-0'2)

Los resultados son claros: cuanto mayor es la unidad adquirida en comparación con la empresa adquirida, tanto más negativa es la evolución de la rentabilidad. Las empresas cuyo capital utilizado disminuye después de la fusión muestran el mejor resultado. En los dos años previos y posteriores de la fusión, estas empresas no sólo han adquirido otras empresas, sino que también se han desprendido de las partes no rentables del negocio. Sin embargo, los datos disponibles al nivel de empresa no permiten determinar los ámbitos concretos que dejan de ser rentables. Para ello, se precisan datos sobre las distintas líneas de producción que no están disponibles⁸.

Cuando distinguimos las fusiones por sectores se observan diferencias en la evolución de la rentabilidad (véase el cuadro 5). Los sectores desregulados que abarcan las telecomunicaciones, los transportes (incluidas las líneas aéreas) y las compañías de servicios públicos (agua, energía, gas) se registran reducciones de la rentabilidad, mientras que las fusiones de consolidación (siderurgia, industria militar, etc.) muestran una mejoría de la situación de los beneficiarios. En cambio en el grupo de las empresas financieras que también puede entenderse como sector de consolidación anotan disminuciones de la rentabilidad. Únicamente el sector del automóvil y las industrias de bienes de consumo (alimentos, textil, papel) muestran una rentabilidad superior. Los sectores de la obtención y transformación básica de las materias primas incluyen cinco fusiones de compañías petroleras y unas transacciones en la minería y en el sector maderero, respectivamente. También aquí se observa una menor rentabilidad del capital.

⁸ Ravenscraft, Scherer (1989) realizan un estudio a partir de líneas de productos.

Cuadro 5: Diferencias entre sectores

Ramas actividad	Número	Rentabilidad (Diferencia de Medias)	Valor de t
Sectores desregulados	21	-3'23	-0'34
Sectores consolidación	10	1'03	0'18
Compañías financieras	37	-3'29	-0'23
Químicas	27	-0'52	0'12
Maquinaria	18	-1'03	-0'11
Automóviles	16	2'64	0'31
Electrónica	16	-1'21	-0'12
Bienes de consumo	18	0'83	0'14
Materias primas	7	-5'12	-0'36

En resumen, la creciente papel de las fusiones que se observa desde mediados de los años noventa está inducida por la desregulación y la globalización en diferentes ramas de actividad. La coincidencia temporal de ambos aspectos y la interdependencia entre los distintos sectores desencadenó la quinta gran oleada de fusiones de la historia económica reciente. Las diferencias sectoriales no sólo se evidenciaron en la intensidad de la actividad fusionadora en las ramas particulares en la segunda mitad de los años noventa, sino que también en el efecto de las fusiones sobre la rentabilidad del capital: en el agregado, se reduce la rentabilidad del capital de la empresa compradora respecto de la media del sector. Sin embargo, estas diferencias no son estadísticamente significativas. La mayor influencia sobre el éxito de una fusión la tiene la magnitud de crecimiento del capital utilizado, es decir, el tamaño de la unidad comprada. Cuanto menor es ésta, mejor es el resultado de la fusión. En este contexto puede decirse que el resultado de fusión depende básicamente de los factores específicos de las empresas. La probabilidad de éxito en general no es aleatoria, como en las ocasiones anteriores.

4. Discusión

El ejemplo de las fusiones horizontales ha evidenciado que la sistemática de los comportamientos estratégicos no sólo es aplicable a las decisiones de inversión y la subsiguiente competencia en precios o cantidades, sino también a múltiples contextos competitivos en los que las decisiones observadas son relevantes para determinar el comportamiento futuro. Los modelos de competencia en dos etapas conforman, por tanto, un importante fundamento para el estudio de situaciones de competencia dinámica.

En esto no es relevante si la "inversión" es una variable de decisión de la empresa. En principio la "inversión" puede hacer referencia a *cualquier variable* que influya en la futura situación competitiva. Entre estas variables destacan las intervenciones del Estado como la regulación de precios, la concesión de subvenciones, la imposición de estándares de calidad, etc. El resultado de inversión subóptimas o excesivas se corresponde --entendiendo de esta manera

más amplia el concepto de "inversión"-- con la utilidad o el perjuicio que la intervención pública representa para las empresas. Finalmente, el marco analítico puede extenderse a diferentes decisiones estratégicas en la primera etapa del juego o a situaciones en las que la intervención abarca más de dos periodos. También en estos juegos más complejos está plenamente vigente la intuición del juego en dos etapas.

El análisis teórico ha demostrado que las fusiones no siempre permiten incrementar los beneficios de las empresas participantes. Esta conclusión también se observa en la realidad puesto que en la mayoría de los casos estudiados para la Unión Europea los resultados no han sido positivos. Por tanto, cabe preguntarse por qué se han llevado a cabo estas fusiones.

Para poder explicar este comportamiento aparentemente irracional sería necesario conocer el resultado contrafactual, es decir, el resultado que las empresas hubiesen alcanzado en el caso de que no se lleve a cabo la fusión. Se plantea aquí el problema conocido de la evaluación de políticas públicas: la construcción de un grupo adecuado de control en forma de empresas comparables que no se han fusionado, o en forma de simulación de la evolución del resultado de estas empresas en el caso hipotético de que no se hubiera realizado la fusión. Ambos enfoques se enfrentan a considerables problemas que se pretenden abordar en un trabajo posterior.

No deberíamos concluir este tema sin recordar que debe procederse con cautela a la hora de interpretar estos resultados: los enfoques presentados aquí para explicar la estructura de los mercados discuten muchas cuestiones relevantes sólo de una manera parcial. Así, en esta introducción no hemos podido explicar en detalle cómo evolucionan los mercados oligopolistas a lo largo del tiempo, qué empresas sobreviven en el proceso competitivo, cómo se produce la adopción de nuevas tecnologías, etc. Estas cuestiones representan, no obstante, importantes ámbitos de la investigación actual de la moderna Política Industrial.

Referencias bibliográficas

Adrade, G., Mitchell, M., Stafford, E. (2001) "New Evidence and Perspectives on Mergers", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, págs. 103 -- 120.

DOMÉ (Database On Mergers in Europe, (2002) <http://www.uni-kiel.de/ifw/forschung/fo1.htm>, Hammerman, Kleinert, Kiel.

Fudenberg, D., Tirole, J. (1984) "The Fat-Cat Effect, the Puppy-Dog Ploy, and the Lean and Hungry Look", *American Economic Review*, vol. 74, págs. 361 -- 368.

Golbe, D.L., White, L.J. (1993) "Catch the Wave: The Time Series Behaviour of Mergers", *Review of Economics and Statistics*, vol. 75, págs. 493 -- 499.

Horn, H., Persson, L. (1996) "Endogeneous Mergers in Concentrated Markets", Discussion Paper 1544, *Centre for Economic Policy Research*, London.

Kleinert, J., Klodt, H. (2000) "Megafusionen -- Trends, Ursachen und Implikationen", *Kieler Studien*, 302, Tübingen.

Nilssen, T., Sorgard, L. (1998) "Sequential Horizontal Mergers", *European Economic Review*, vol. 42, págs. 1583 -- 1702.

OCDE (1997) *The OECD Report on Regulatory Reform: Synthesis*, Paris.

Ravenscraft, D.J., Scherer, F.M. (1989) "The Profitability of Mergers", *International Journal of Industrial Organization*, 7, págs. 101 -- 116.

Schenk, H. (1996) "Bandwagon Mergers, International Competitiveness, and Government Policy", *Empirica*, 23, págs. 255 -- 278.

Shapiro, C. (1989) "Theories of Oligopoly Behaviour", en Schmalensee, R., Willig, R. (eds.): *Handbook of Industrial Organization*, vol. 1, Amsterdam, págs. 329 -- 414.

Tirole, J. (1988) *The Theory of Industrial Organization*, Cambridge (Massachusetts) [traducción al castellano: *Teoría de la Organización Industrial*, Madrid: Editorial Ariel]

UNCTAD (2000) *World Investment Report, 2000*, Nueva York.