



Universitat d'Alacant Universidad de Alicante

Esta tesis doctoral contiene un índice que enlaza a cada uno de los capítulos de la misma.

Existen asimismo botones de retorno al índice al principio y final de cada uno de los capítulos.

[Ir directamente al índice](#)

Para una correcta visualización del texto es necesaria la versión de [Adobe Acrobat Reader 7.0](#) o posteriores

Aquesta tesi doctoral conté un índex que enllaça a cadascun dels capítols. Existeixen així mateix botons de retorn a l'índex al principi i final de cadascun dels capítols .

[Anar directament a l'índex](#)

Per a una correcta visualització del text és necessària la versió d' [Adobe Acrobat Reader 7.0](#) o posteriors.



UNIVERSITAT
DE VALÈNCIA

Departament de
Comptabilitat

1123

Universitat d'Alacant

Universitat de Alicante

Informe sobre la tesis doctoral

“Fusiones empresariales : análisis económico - contable y estudio empírico”

presentada por

Dña. Ascensión Gómez Alvero

En calidad de director de la tesis expresada en la referencia, informo que el trabajo realizado, en su estado actual, reúne las condiciones suficientes para ser presentado al acto de lectura y defensa que esta previsto en la legislación actual para la obtención del grado de doctor.

La doctorando ha desarrollado un estudio que abarca tanto una vertiente teórica como otra aplicada o empírica. En la primera parte, ha realizado un estudio comparado de las distintas figuras económicas de la concentración, analizando la normativa mercantil, fiscal y contable sobre las fusiones, y profundizando en aquellas normas emitidas por los principales organismos normalizadores de la Contabilidad en materia de fusiones. A lo largo de los tres capítulos que comprenden esta parte, considero que se ha seguido convenientemente el razonamiento lógico - deductivo. se han sintetizado convenientemente los aspectos estudiados en cuadros comparativos, se han concretado las conclusiones en las reflexiones de cada capítulo y al final de todo el trabajo, y asimismo se han utilizado fuentes bibliográficas adecuadas y actuales.

En una segunda parte, que comprende el capítulo cuarto, la doctorando aborda un estudio empírico de las fusiones habidas en el sector de seguros. El sector elegido es especialmente adecuado, habida cuenta de la necesidad de las concentraciones en el mismo, todavía patente en el día de hoy, y por otra parte la disponibilidad de datos públicos y fiables que está garantizada por la Dirección General de Seguros. Se ha aplicado tanto un enfoque agregado como otro individual, con los que se ha pretendido discernir en que medida el fenómeno de la fusión ha modificado la estructura económica de estas empresas durante un periodo que comprende los tres años posteriores a la fecha de la fusión, y asimismo en que medida se ha visto alterada la posición dentro del conjunto del sector asegurador. En esta parte empírica ha sido utilizado el instrumental estadístico adecuado para este tipo de estudios.

Por todo lo expuesto reitero mi opinión favorable a la lectura y defensa de esta tesis doctoral

Vº Bº DEL TUTOR

Valencia, 26 de noviembre de 1997

Fdo.: Francisco José Más Ruiz

Dr. Vicente Serra Salvador
Director de la Tesis

UNIVERSIDAD DE ALICANTE

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Universitat d'Alacant
Universidad de Alicante

***Fusiones empresariales:
análisis económico-contable
y estudio empírico***

**TESIS DOCTORAL PRESENTADA POR:
M^a ASCENSIÓN GÓMEZ ALBERO**

**DIRIGIDA POR:
DOCTOR VICENTE SERRA SALVADOR
CATEDRÁTICO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD**

ALICANTE, 1998



ÍNDICE GENERAL

ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS	8
PRINCIPALES ABREVIATURAS UTILIZADAS	13
OBJETIVOS Y METODOLOGÍA	15
CAPÍTULO I: LAS FUSIONES EMPRESARIALES EN EL MARCO ECONÓMICO ACTUAL	19
I.1. Concentración y crecimiento empresarial	19
I.1.1. El crecimiento: objetivo empresarial	20
I.1.2. Crecimiento interno y crecimiento externo	24
I.2. El concepto de fusión. Tipología de las fusiones empresariales	29
I.2.1. Desde el punto de vista estratégico-económico.....	30
I.2.1.1. Concepto de fusión	30
I.2.1.2. Algunas clasificaciones	32
I.2.2. Desde el punto de vista legal	35
I.2.2.1. Concepto de fusión	35
I.2.2.2. Tipología de las fusiones	40
I.3. La fusión frente a otras formas de concentración de empresas	46
I.3.1. Empresas Conjuntas o <i>Joint-Ventures</i>	48
I.3.2. La Agrupación de Interés Económico	54
I.3.3. Uniones Temporales de empresas	59
I.3.4. Adquisición de una rama de actividad	64
I.3.5. Adquisición de participaciones	67
I.3.5.1. Grupos de sociedades	69
I.3.5.2. Compra de sociedad	78
I.3.5.3. El caso de empresas cotizadas: la OPA	78
I.3.6. Adquisición global de patrimonio	82
I.3.7. Venta-fusión	84
I.3.8. Análisis Comparado	87
I.4. Causas de las fusiones de empresas	89

I.4.1. Principales teorías explicativas de las fusiones	90
I.4.2. El efecto sinérgico	91
I.4.3. Causas impulsoras de las fusiones	95
I.4.3.1. Causas internas	99
I.4.3.2. Causas externas	112
I.5. Evolución de las fusiones empresariales	123
I.5.1. Perspectiva internacional	123
I.5.1.1. Principales oleadas de fusiones	123
I.5.1.2. Situación en la década de los noventa: perspectivas de futuro	130
I.5.2. Evolución en España	135
I.5.2.1. Movimiento hasta los años ochenta	135
I.5.2.2. Situación en la década de los ochenta	136
I.5.2.3. Situación en los años noventa: perspectivas de futuro	140
I.6. Algunos factores explicativos de los fracasos de las fusiones empresariales	151
I.7. Reflexiones finales	155
CAPÍTULO II: NORMATIVA ESPAÑOLA SOBRE	
 FUSIONES EMPRESARIALES	163
II.1. El Derecho de Defensa de la Competencia	163
II.1.1. Principales fuentes legales	163
II.1.2. Control de las concentraciones económicas: fusiones	166
II.2. Normativa fiscal	171
II.2.1. Regulación fiscal en el período 1981-1995	171
II.2.1.1. Período 1981-1991	171
II.2.1.2. Período 1992-1995	183
II.2.2. Regulación vigente a partir de 1996: La Ley 43/1995	184
II.2.2.1. La Ley 43/1995	184
II.2.2.2. Fusiones y otros impuestos	185
II.3. Normativa mercantil	187
II.3.1. Principales fuentes legales	187

II.3.2. Procedimiento legal de la fusión	188
II.3.2.1. Fase preparatoria	188
II.3.2.2. Fase decisoria	192
II.3.2.3. Fase ejecutoria	195
II.3.3. Impugnación de la fusión	196
II.3.4. Protección de los intereses afectados por la fusión	197
II.3.4.1. Protección a los accionistas	197
II.3.4.2. Protección a los acreedores. Derecho de oposición	197
II.4. Otra legislación sobre fusiones	200
II.5. Tipos de empresas que se pueden fusionar	201
II.6. Normativa contable	204
II.7. Reflexiones finales	205
CAPÍTULO III: ASPECTOS CONTABLES DE LAS FUSIONES	
EMPRESARIALES	207
III.1. El concepto de fusión desde el punto de vista contable	208
III.1.1. Fuentes reguladoras de referencia	209
III.1.2. La posición del IASC	221
III.1.3. La posición adoptada en Estados Unidos	225
III.1.4. La posición adoptada en el Reino Unido	231
III.1.5. La posición adoptada en España	240
III.1.6. Estudio comparado.....	247
III.2. Contabilidad de las fusiones en el ámbito internacional	255
III.2.1. En la normativa del IASC	255
III.2.1.1. El método de la compra en la NIC 22	256
III.2.1.2. El método de la unión de intereses en la NIC 22	267
III.2.2. En los pronunciamientos contables de Estados Unidos	269
III.2.2.1. El método de la compra	269
III.2.2.2. El método de la unión de intereses	274
III.2.2.3. Combinaciones fiscalmente no gravadas	276
III.2.3. En los pronunciamientos contables del Reino Unido	277

III.2.3.1. El método de la compra y el de la fusión en el SSAP 23	277
III.2.3.2. <i>Merger relief</i>	278
III.2.3.3. La actual normativa contable: FRS 6 y FRS 7	279
III.2.4. Análisis comparado	286
III.2.4.1. Comparación entre los dos métodos contables	286
III.2.4.2. Comparación entre los distintos pronunciamientos contables	289
III.3. Contabilidad de la fusión en España. Repercusiones de la regulación mercantil	296
III.3.1. Valoración de empresas fusionadas	297
III.3.1.1. Principales aspectos legales: su repercusión contable	298
III.3.1.2. El proceso de valoración de empresas	309
III.3.1.3. Criterios de valoración contables en las fusiones: supuesto de absorción de sociedad íntegramente participada.....	321
III.3.2. La relación de canje de las acciones	323
III.3.2.1. Participación de cada empresa en la sociedad resultante de la fusión	323
III.3.2.2. Determinación de los valores teóricos	324
III.3.2.3. Establecimiento del tipo de canje de las acciones	334
III.3.3. Acciones emitidas en la fusión: características	337
III.3.3.1. En la fusión por creación de nueva sociedad	338
III.3.3.2. En la fusión por absorción	341
III.3.3.3. Un propuesta de generalización	349
III.3.4. El balance de fusión	352
III.3.4.1. Principales aspectos legales del balance de fusión	352
III.3.4.2. Clases y objetivo del balance de fusión	353
III.3.4.3. La auditoría del balance de fusión	359
III.3.5. Imagen fiel y principios contables en la fusión	363

III.3.5.1. Concepto de imagen fiel y principios generales de contabilidad	363
III.3.5.2. Imagen fiel y principios generales de contabilidad en la fusión	365
III.3.5.3. Algunas propuestas para la consecución de la imagen fiel en las operaciones de fusión	367
III.3.6. Representación contable de la fusión	371
III.3.6.1. Principales posturas adoptadas	371
III.3.6.2. Etapas del reconocimiento contable	373
III.3.6.3. Contabilidad de las sociedades que se extinguen	376
III.3.6.4. Contabilidad de la sociedad absorbente	381
III.3.6.5. Contabilidad de la nueva sociedad que se crea	382
III.3.6.6. Reconocimiento contable del fondo de comercio.....	383
III.3.7. Especial referencia al supuesto de fusión-escisión	390
III.3.8. Análisis comparado con la normativa contable del IASC y de países anglosajones	392
III.4. Contabilidad de la fusión en España. Repercusiones de la regulación fiscal	399
III.4.1. Valoración fiscal de los patrimonios de las sociedades fusionadas	400
III.4.1.1. En el régimen fiscal general	401
III.4.1.2. En el régimen fiscal especial	405
III.4.1.3. Incidencias contables del efecto impositivo	409
III.4.2. Obligaciones contables	417
III.4.2.1. Obligaciones contables de la empresa resultante de la fusión	417
III.4.2.2. Obligaciones contables de los accionistas personas jurídicas	419
III.4.2.3. Sanciones por incumplimiento de obligaciones contables	419
III.4.3. Compensación de bases imponibles negativas	420
III.4.4. Tratamiento del fondo de comercio	421
III.4.5. Período impositivo <i>versus</i> ejercicio económico	426

III.5. Hacia un nuevo modelo contable de las fusiones: El Borrador de Normas de Contabilidad del ICAC	428
III.5.1. Valoración contable de las empresas fusionadas	428
III.5.1.1. Valoración contable en las “fusiones de intereses”	429
III.5.1.2. Valoración contable en las “fusiones de adquisición”	430
III.5.1.3. Valoración contable en las “fusiones impropias”	430
III.5.2. Relación canje	432
III.5.3. El balance de fusión	433
III.5.4. Imagen fiel y principios contables en las fusiones	434
III.5.5. Reconocimiento contable de la fusión	437
III.5.5.1. Contabilidad de las “fusiones de intereses”	440
III.5.5.2. Contabilidad de las “fusiones de adquisición”	445
III.5.5.3. Efectos sobre las cuentas anuales del registro contable de las “fusiones de intereses” y “fusiones de adquisición”	447
III.5.5.4. Contabilidad de las “fusiones impropias”	448
III.5.5.5. Contabilidad de la fusión-escisión	449
III.5.6. El efecto impositivo	450
III.5.7. Información en las cuentas anuales	453
III.5.7.1. De las sociedades extinguidas	453
III.5.7.2. De la sociedad resultante de la fusión	453
III.5.8. Normas contables aplicables a los socios de las sociedades fusionadas	455
III.5.8.1. Precio de adquisición de las acciones recibidas	455
III.5.8.2. Información en las cuentas anuales	456
III.5.9. Análisis comparado con la normativa del IASC y de los países anglosajones	456
III.6. Reflexiones finales	458

CAPÍTULO IV: FUSIONES DE SOCIEDADES ASEGURADORAS: UN ANÁLISIS EMPÍRICO	468
IV. 1. Rasgos característicos del sector asegurador español	469
IV.1.1. Evolución del sector asegurador en los años ochenta	472
IV.1.2. Evolución en los años noventa: perspectivas futuras	475
IV.1.2.1. Perspectivas de futuro	477
IV.2. Rasgos característicos de las fusiones en el sector asegurador español	478
IV.2.1. Evolución en los años ochenta	479
IV.2.2. Evolución en los años noventa. Perspectivas futuras	481
IV.2.2.1. Perspectivas de futuro	484
IV.3. Contabilidad de las empresas aseguradoras	485
IV.4. Evidencia empírica previa sobre fusiones	490
IV.4.1. Evidencia empírica en el ámbito anglosajón	492
IV.4.2. Evidencia empírica en España	495
IV.5. Análisis empírico	502
IV.5.1. Objetivo del análisis	502
IV.5.2. Datos y variables analizadas	502
IV.5.3. Metodología	510
IV.5.4. Análisis agregado	511
IV.5.4.1. Proceso de asimilación	512
IV.5.4.2. Análisis en relación con las sociedades no fusionadas	518
IV.5.5. Análisis individual	524
IV. 6. Reflexiones finales	531
CONCLUSIONES GENERALES	534
BIBLIOGRAFÍA	543

ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS

Páginas

CAPÍTULO I

Cuadro 1.	Diferencias entre la fusión por constitución de nueva sociedad y la fusión por absorción	43
Cuadro 2.	Comparación de la fusión por absorción y la fusión abreviada	45
Cuadro 3.	Comparación de la <i>joint-venture</i> y la fusión	53
Cuadro 4.	Comparación de la AIE y la fusión	58
Cuadro 5.	Evolución de las UTEs españolas	59
Cuadro 6.	Comparación de las UTEs y la fusión	63
Gráfico 1.	Aportación no dineraria de ramas de actividad	65
Cuadro 7.	Comparación de la adquisición de rama de actividad y la fusión	66
Gráfico 2.	Formas de adquisición de participaciones	69
Cuadro 8.	Comparación de los grupos de sociedades y la fusión	77
Cuadro 9.	Comparación de la adquisición global de patrimonio y la fusión	83
Gráfico 3.	Venta-fusión	85
Cuadro 10.	Comparación de la venta-fusión y la fusión	86
Cuadro 11.	Análisis comparado general	88
Cuadro 12.	Causas explicativas de las fusiones según diversos autores	96
Cuadro 13.	Relación entre costes fijos y clases de fusión en el ámbito de las economías de escala	101
Cuadro 14.	Causas de las fusiones	122
Gráfico 4.	Evolución de las fusiones y adquisiciones de empresas comunitarias	128
Cuadro 15.	Fusiones y adquisiciones comunitarias por sectores de actividad	129
Gráfico 5.	Valor de las fusiones y adquisiciones empresariales en Estados Unidos	131
Gráfico 6.	Número de fusiones y adquisiciones empresariales en Estados Unidos	131
Cuadro 16.	Fusiones y adquisiciones comunitarias y no comunitarias	132
Cuadro 17.	Fusiones y adquisiciones de empresas en el Reino Unido	134
Gráfico 7.	Evolución de las fusiones en España en el período 1981-1992	137
Cuadro 18.	Fusiones y adquisiciones en España según la Comisión Europea	138
Cuadro 19.	Fusiones en España clasificadas por países (período 1986-1991)	140
Gráfico 8.	Sociedades españolas disueltas por fusión en el período 90-97.....	141

Cuadro 20.	Fusiones y adquisiciones en España durante 1992/93 según su alcance geográfico	144
Gráfico 9.	Fusiones y adquisiciones españolas en 1992/93 clasificadas por sectores	145
Gráfico 10.	Acuerdos de fusión en el sector de seguros español	146
Cuadro 21.	Fusiones empresariales en la Bolsa de Barcelona en el período 89-96	147
Gráfico 11.	Tendencia de las fusiones empresariales en la Bolsa de Barcelona	148
Cuadro 22.	Factores explicativos de los fracasos de las fusiones empresariales según diversos estudios	154

CAPÍTULO II

Cuadro 23.	Reglas para el cálculo del volumen de ventas según el derecho de defensa de la competencia	167
Cuadro 24.	Las fusiones en el derecho de defensa de la competencia	170
Cuadro 25.	Expedientes de fusiones empresariales acogidos a la Ley 76/1980	173
Gráfico 12.	Evolución de los expedientes resueltos y concedidos (Ley 76/1980)	174
Cuadro 26.	Sectores solicitantes de beneficios fiscales (Ley 76/1980)	175
Gráfico 13.	Expedientes solicitantes del régimen de la Ley 76/1980 clasificados por sectores	176
Gráfico 14.	Evolución de la participación anual (%) del sector industrial (Ley 76/1980)	178
Gráfico 15.	Evolución de la participación anual (%) del sector de la banca y seguros (Ley 76/1980)	178
Gráfico 16.	Evolución de la participación anual (%) del sector constructor (Ley 76/1980)	179
Gráfico 17.	Evolución de la participación anual (%) del sector de la alimentación (Ley 76/1980)	179
Gráfico 18.	Evolución de la participación anual (%) del sector transporte (Ley 76/1980)	180
Gráfico 19.	Evolución de la participación anual (%) del sector comercial (Ley 76/1980)	180
Cuadro 27.	Beneficios fiscales concedidos por la Ley 76/1980 (período 1982-1993)	181
Gráfico 20.	Evolución de los beneficios fiscales concedidos en virtud de la Ley 76/1980	182

Cuadro 28.	Fusiones en otros tributos distintos al Impuesto de Sociedades	185
Cuadro 29.	Normativa fiscal especial sobre fusiones	186
Cuadro 30.	Contenido mínimo del proyecto de fusión	189
Cuadro 31.	Destinatarios de la información previa sobre la fusión	192
Cuadro 32.	Contenido de la información previa sobre la fusión	193
Gráfico 21.	Calendario de una fusión	199

CAPÍTULO III

Cuadro 33.	Normativa del IASC sobre combinaciones de empresas	210
Cuadro 34.	Evolución de los principales pronunciamientos contables relativos a combinaciones de empresas en Estados Unidos	212
Cuadro 35.	Evolución de los principales pronunciamientos contables relativos a combinaciones de empresas en el Reino Unido	219
Cuadro 36.	Empleo del método de la compra y de la unión de intereses en Estados Unidos	230
Cuadro 37.	Delimitación de las formas de fusión según el BNCFES	245
Cuadro 38.	Estudio comparado del concepto de combinaciones de adquisición	249
Cuadro 39.	Rasgos definidores de las uniones de intereses	250
Cuadro 40.	Estudio comparado del concepto de las combinaciones de uniones de intereses	252
Cuadro 41.	Criterios de valoración en el método de la compra según el IASC	260
Cuadro 42.	Información en estados financieros específica del método de la compra según la normativa del IASC	266
Cuadro 43.	Criterios de valoración de los activos y pasivos adquiridos en los pronunciamientos de Estados Unidos	271
Cuadro 44.	Información en los estados financieros según el método de la unión de intereses en Estados Unidos	275
Cuadro 45.	El método de la compra y el de la fusión en el SSAP 23 del Reino Unido	278
Cuadro 46.	Métodos contables empleados en las combinaciones empresariales en el Reino Unido (período: 1980-90)	280
Cuadro 47.	Criterios para determinar los valores razonables de activos y pasivos adquiridos según el FRS 7 del Reino Unido	283
Cuadro 48.	Rasgos distintivos del método de la compra y del método de la unión de la unión de intereses	287

Cuadro 49.	Comparación del método de la compra según diversos pronunciamientos	290
Cuadro 50.	Comparación del fondo de comercio en las normas del IASC y los pronunciamientos contables anglosajones	292
Cuadro 51.	Acciones propias en las fusiones empresariales (art.249 TRLSA)	308
Cuadro 52.	Fases del proceso de valoración de empresas	310
Cuadro 53.	Clasificación de los métodos de valoración de empresas según AECA	311
Cuadro 54.	Criterios particulares de valoración en los procesos de fusión	316
Cuadro 55.	Factores determinantes de las acciones a emitir	349
Cuadro 56.	Clasificación del balance de fusión	355
Cuadro 57.	Auditoría del balance de fusión: posibles opciones	360
Gráfico 22.	Proceso económico-contable de una fusión	374
Cuadro 58.	Principal normativa contable sobre el fondo de comercio	384
Cuadro 59.	Análisis comparado de la normativa contable sobre combinaciones	393
Cuadro 60.	Criterios de valoración de patrimonios en las fusiones empresariales según el régimen fiscal especial (Ley 43/1995)	408
Cuadro 61.	Incidencias contables en las fusiones derivadas del efecto impositivo	416
Cuadro 62.	Reglas de valoración en las "fusiones impropias"	431
Cuadro 63.	Valoración contable de los patrimonios de las sociedades fusionadas según BNCFES	432
Cuadro 64.	Contabilidad en las "fusiones de adquisición"	446
Cuadro 65.	Efectos impositivos según la Ley 43/1995 del Impuesto sobre Sociedades y el BNCFES	451
Cuadro 66.	Información en la memoria de la sociedad absorbente (BNCFES)	454

CAPÍTULO IV

Cuadro 67.	Fusiones en el sector asegurador en el período 1986-1991	480
Cuadro 68.	Fusiones de entidades aseguradoras en el período 1990-1996	483
Cuadro 69.	Estructura del balance de situación de las empresas aseguradoras (adaptación al Plan general de contabilidad de 1973)	486
Cuadro 70.	Estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias de empresas aseguradoras (adaptación al Plan general de contabilidad de 1973)	487
Cuadro 71.	Estudios empíricos en Estados Unidos y el Reino Unido sobre fusiones y adquisiciones a partir de datos contables	494

Cuadro 72.	Estudios empíricos sobre fusiones de empresas en el ámbito español	496
Cuadro 73.	Número de sociedades anónimas aseguradoras	503
Cuadro 74.	Sociedades de seguros fusionadas durante el ejercicio 1992	505
Cuadro 75.	Variables empleadas para cuantificar los efectos derivados de las fusiones	507
Cuadro 76.	Asimilación de los procesos de fusión de las sociedades de seguros fusionadas	514
Cuadro 77.	Algunas características de las sociedades aseguradoras fusionadas en 1992	517
Cuadro 78.	Evaluación de las sociedades aseguradoras fusionadas <i>versus</i> las sociedades no fusionadas	519
Cuadro 79.	Posición relativa de las sociedades aseguradoras fusionadas (Año 1991 y 1995)	526

PRINCIPALES ABREVIATURAS UTILIZADAS

AECA:	Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
AIA:	American Institute of Accountants.
AICPA:	American Institute of Certified Public Accountants.
AIE:	Agrupación de Interés Económico.
AIN:	AICPA Accounting Interpretations.
ARB:	Accounting Research Bulletins.
ASB:	Accounting Standards Board.
ASC:	Accounting Standards Committee.
APB:	Accounting Principles Board.
BI:	Base Imponible.
BNCFES:	Borrador de Normas de Contabilidad sobre Fusiones y Escisiones de Sociedades.
BOICAC:	Boletín Oficial del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.
BORM:	Boletín Oficial del Registro Mercantil.
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
ED:	Exposure Draft.
FASB:	Financial Accounting Standard Board.
FIN:	FASB Interpretations.
FRED:	Financial Reporting Exposure Draft.
FRS:	Financial Reporting Standard.
FTB:	FASB Technical Bulletins.
IASC:	International Accounting Standards Committee.
ICAC:	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.
ITP y AJD:	Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.
LBO:	Leverage buyouts.
MBO:	Leverage Management Buyouts.
NIC:	Norma Internacional de Contabilidad.
OCDE:	Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico.
OPAs:	Ofertas Públicas de Adquisición de valores.
PER:	Relación precio /beneficio.
RRM:	Reglamento del Registro Mercantil.
SFAS:	Statements of Financial Accounting Standards.
SSAP:	Statement of Standard Accounting Practice.

TRLSA: Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.
UTES: Uniones Temporales de Empresas.



Universitat d'Alacant
Universidad de Alicante

OBJETIVOS Y METODOLOGÍA

La creciente globalización de la economía y la ruptura de ciertas barreras a la competencia internacional, desarrollada sin duda por el continuo progreso de las vías de comunicación en cualquiera de sus expresiones y, la inserción de nuestro país en este nuevo entorno económico de la mano de las instituciones comunitarias, ha supuesto un profundo revulsivo en la concepción tradicional de la empresa española, lo que ha incidido en la adopción de ciertas decisiones empresariales que permitieran afrontar con éxito el reto del nuevo y progresivo ámbito competitivo en que se integraban.

Una de las teorías más extendidas en la doctrina, ha esgrimido que, ante los retos de una férrea competencia económica, la creación de unidades empresariales de gran tamaño suponía mayores garantías de éxito para las empresas que las llevaban a cabo; siendo precisamente las operaciones de fusión de empresas una de las manifestaciones más usuales para el logro de un rápido crecimiento externo empresarial.

La importancia progresiva en la economía internacional y, por ende, en la española de estos procedimientos de reestructuración empresarial, unido a la falta de una normativa contable específica sobre este ámbito y, el hecho de que cabía profundizar en la realización de estudios de contabilidad comparada sobre fusiones, sobre todo a la luz de los últimos pronunciamientos emitidos al respecto, nos ha impulsado a la elección de este tema de investigación.

En esta línea, el objetivo del trabajo de investigación que presentamos es analizar la situación económica y especialmente contable de las fusiones de empresas realizadas en el marco español, valorando el grado de sintonía o distanciamiento que las separa de las fusiones empresariales efectuadas en los países que cuentan con mayor experiencia en este tipo de operaciones: Estados Unidos y el Reino Unido, así como con los criterios contables internacionales previstos en el *International Accounting Standards Committee* (IASC). Una vez conocidas las principales discrepancias existentes, se abordan las implicaciones que se derivan de las mismas, lo cual puede proporcionar una información valiosa para el desarrollo de ulteriores normas contables. Si bien, somos conscientes de que las diferencias culturales y económicas existentes entre ambos contextos impiden que las experiencias y pronunciamientos contables de los países anglosajones puedan reproducirse de forma mimética en el ámbito español.

El presente estudio podría situarse, pues, en primer lugar, siguiendo a Cea (1996, 14-15 y 65), dentro del campo de la Contabilidad aplicada a la realidad económica referida a empresas, esto es, la “Contabilidad empresarial” y más concretamente dentro de la información externa a terceros. Ahora bien, especificando más sobre este amplio ámbito investigador, cabría encuadrarlo dentro de la temática de la “regulación contable” en la que se trata de analizar las consecuencias económicas derivadas de la regulación contable, aunque también participamos de la denominada investigación contable internacional y del enfoque empírico.

En efecto, asimismo hemos pretendido evaluar las fusiones de empresas desde una vertiente empírica, precisamente empleando la información contable, en un sector de actividad cual es el asegurador, cuyo análisis específico no ha sido abordado con el suficiente detalle y precisión, especialmente teniendo en cuenta los recientes fusiones acaecidas en nuestro entorno económico y, las que es de esperar se produzcan en el futuro.

La metodología empleada para la elaboración de esta investigación se ha basado por lo que respecta a la parte teórica, en el método deductivo, de modo que, partiendo de las premisas generales que proporciona el análisis de determinadas figuras económicas de la concentración empresarial y de las propias normas contables se ha descendido hasta los aspectos más concretos. En particular, en relación con los aspectos contables, hemos analizado la distinta regulación legal existente en España sobre fusiones desde el punto de vista de su influencia en el tratamiento contable de las fusiones, así como los pronunciamientos contables sobre combinaciones de empresas emitidos por el IASC y los principales organismos que desarrollan dicho tratamiento contable en Estados Unidos y el Reino Unido. Sobre este punto, hay que destacar que se ha realizado un análisis independiente y comparado de dicha normativa, habiéndose sistemático esta comparación en un buen número de cuadros incluidos en el trabajo.

En la parte empírica hemos empleado un doble enfoque:

- Un estudio de carácter agregado en el que realizamos contrastes de hipótesis mediante el test paramétrico de comparación de medias para muestras independientes: *t-student* y, el test no paramétrico de Mann-Whitney.
- Un enfoque individual, en el que se estudia la posición *ex-post* de cada una de las empresas fusionadas dentro del sector con respecto a una serie de indicadores económicos, financieros y de gestión.

Hemos estructurado el trabajo a través de cuatro capítulos. En el primero, analizamos las fusiones de empresas en el marco económico actual. Con este propósito, en primer lugar abordamos las diferentes fórmulas de concentración y crecimiento empresarial para situar las fusiones dentro de la modalidad de crecimiento externo. Asimismo, realizamos una aproximación al concepto de fusión desde la perspectiva estratégico-económico y legal, a la vez que presentamos algunas de las clasificaciones sobre fusiones más extendidas desde ambas perspectivas. A continuación, estudiamos las diferencias y similitudes de las fusiones frente a otros procedimientos de concentración empresarial previstos en el ámbito español, lo que permite enjuiciar el grado de acercamiento o separación entre las distintas fórmulas existentes. Seguidamente, abordamos las causas que provocan la realización de estas operaciones, distinguiendo entre aquéllas que vienen definidas por la propia situación de la empresa y las procedentes del entorno exterior. Posteriormente, hemos analizado la evolución que han seguido estos procesos a lo largo del tiempo, tanto en el contexto internacional como en España, efectuando un especial análisis del movimiento seguido durante las últimas dos décadas, para lo cual en el ámbito español se ha recurrido a diferentes fuentes estadísticas. Para finalizar esta primera parte, destacamos algunas de las razones aducidas para el gran número de fracasos que presentan estas operaciones empresariales.

En el segundo capítulo se analiza con detalle la normativa existente sobre fusiones en nuestro país con el propósito de ofrecer una visión integral del procedimiento legal de la fusión en cualquiera de sus vertientes. Para ello, en primer lugar estudiamos el Derecho de Defensa de la Competencia; a continuación, profundizamos en la normativa fiscal, abordando no sólo el actual tratamiento fiscal sobre fusiones, sino también la evolución que el mismo ha experimentado durante los últimos años y; seguidamente, analizamos en profundidad la principal fuente de regulación sobre fusiones, esto es, la mercantil. Llegado este punto, aludimos a otras fuentes legales, así como a los tipos de empresas que se pueden fusionar y, por último, concluimos este capítulo refiriéndonos a la normativa contable sobre fusiones.

En el tercer capítulo nos adentramos en los aspectos contables de las fusiones. Con esta finalidad, en primer término analizamos con profundidad el concepto de fusión desde el punto de vista de la normativa contable española y del IASC, así como la contenida en los principales pronunciamientos contables de Estados Unidos y el Reino Unido, realizándose un estudio comparado en el que, asimismo, se pone de relieve la evolución que tal concepto ha experimentado. Seguidamente, abordamos las principales características de la contabilidad de estos procedimientos en el ámbito internacional, centrándonos en los tres últimos contextos citados y, llevando a cabo una comparación de la misma. Posteriormente,

estudiamos el tratamiento contable de las fusiones de empresas en el marco español desde la perspectiva de las influencias derivadas de la regulación mercantil y fiscal, incluyendo, a continuación, un análisis crítico del proyecto de normativa contable sobre fusiones emitido por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC). Por último, efectuamos un estudio comparado de la regulación contable española con la normativa del IASC y de ambos países anglosajones. Sobre este capítulo, hay que puntualizar que en el mismo, se ha tenido en cuenta la normativa emitida hasta octubre de 1997, fecha en la que cerramos la elaboración de estas páginas.

En el cuarto capítulo, llevamos a cabo el trabajo empírico mencionado relativo a las entidades aseguradoras. Como primer paso, analizamos las características propias de este sector de actividad, su reciente evolución y su particularidades contables, así como las características de los procedimientos de fusión efectuados en este sector durante las últimas dos décadas. La evidencia previa sobre fusiones existentes en el ámbito internacional y en España merece un apartado propio. Llegado este punto, evaluamos los resultados de los procesos de fusión efectuados entre sociedades anónimas aseguradoras en el período 1991-1995 a través de un estudio de carácter agregado en el cual comparamos los niveles alcanzados en diversos indicadores de rentabilidad, financieros y de gestión para el grupo de empresas que se fusionaron durante el año 1992, y aquel otro grupo de empresas que nunca participaron en procedimientos empresariales de esta naturaleza. Para incluir, finalmente, un estudio de carácter individual en que se analiza las posiciones relativas que con respecto a tales indicadores, ocupan estas empresas fusionadas dentro del sector el año anterior al proceso y el último año del estudio, esto es, 1995.

Al final de cada uno de estos cuatro capítulos incorporamos un apartado en el que se incluyen las principales reflexiones relativas a cada uno de ellos, que han sido la base de las conclusiones generales alcanzadas a lo largo de esta investigación. En último término se incluye la bibliografía citada a lo largo de todo el trabajo.

CAPÍTULO I:

LAS FUSIONES EMPRESARIALES EN EL MARCO ECONÓMICO ACTUAL

I. 1. CONCENTRACIÓN Y CRECIMIENTO EMPRESARIAL

Al abordar el análisis de las fusiones y absorciones empresariales el primer rasgo que las califica, es el de tratarse de una de las posibles vías de concentración empresarial; siendo éste último, un fenómeno que ha cobrado un gran auge en nuestro país, sobre todo a partir de la década de los años ochenta. Es por ello, por lo que dedicamos estas líneas iniciales de nuestro quehacer a la concentración empresarial.

En primer lugar debemos decir que la concentración empresarial, forma parte de la concentración económica en general y puede ser entendida en dos sentidos, esto es, como proceso y como resultado de dicho proceso. En cuanto proceso, significa la reducción del número de unidades empresariales independientes que operan en el mercado, con el consiguiente aumento en la dimensión o tamaño de las empresas que permanecen en el mismo. Y como resultado de tal proceso, conlleva el incremento del nivel de monopolio empresarial por parte de la oferta (Suárez Suárez, 1993, 689-690).

Las fusiones y absorciones de empresas constituyen una de las manifestaciones en las que se puede plasmar la concentración empresarial, pero al mismo tiempo son una modalidad de crecimiento empresarial, siendo las principales formas en las que éste último puede manifestarse:

- El crecimiento interno o crecimiento empresarial en sentido estricto: resultado de la expansión natural de la empresa, sin que dicho crecimiento suponga la desaparición o la reducción del grado de autonomía decisional de ninguna de las unidades productivas existentes.
- El crecimiento empresarial externo: derivado de la participación o adquisición de empresas del mismo o diferente sector. Se incluyen aquí las fusiones y absorciones empresariales.

Dentro de esta última forma de crecimiento, como vía de concentración empresarial, consideramos que deben incluirse también la creación de grupos de sociedades y la constitución de asociaciones y agrupaciones empresariales en sus más diversas manifestaciones.

Y más concretamente dentro de este segundo ámbito de crecimiento, Tapia (1996, 334-335) señala que las Ofertas Públicas de Adquisición de valores (OPAs) también pueden considerarse fenómenos de concentración empresarial, en tanto que se configuran como un instrumento jurídico para la adquisición, bien de participaciones significativas, bien del control de sociedades anónimas cotizadas.

De lo anterior se desprende, pues, que el crecimiento empresarial en su dimensión externa constituye una manera de materializarse la concentración empresarial, y en consecuencia, la interconexión existente entre ambos fenómenos empresariales; siendo las fusiones interempresas una de las manifestaciones de dicho crecimiento externo.

1.1.1. EL CRECIMIENTO: OBJETIVO EMPRESARIAL

Al margen de su condición de forma de concentración empresarial, el concepto de crecimiento se manifiesta como uno de los objetivos de las unidades empresariales.

En efecto, en la literatura especializada son numerosas las referencias al crecimiento como objetivo empresarial. Si bien, los objetivos empresariales han sido objeto de controversia, siendo múltiples las posturas y teorías vertidas sobre el tema¹.

Los objetivos pueden considerarse herramientas de evaluación, control y coordinación, que cumplen una valiosa función en el proceso de maximización de los recursos disponibles y potenciales de la empresa, es decir, del crecimiento. Entre los objetivos a largo plazo de la empresa se pueden incluir los de crecimiento, supervivencia y estabilidad (Durán Herrera, 1977, 23 y 25).

En esta línea, la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA, 1992, 30) destaca como objetivo económico de la empresa el del crecimiento, junto a los de eficiencia, control y supervivencia.

¹ Al respecto, entre otros puede consultarse: Baumol (1959); Frisch (1963, 155-157); Cyert y March (1963, 28) y, Fama y Miller (1972).

También se halla muy extendida la consideración de que el crecimiento es uno de los objetivos de la alta dirección (o *staff*) de las empresas, debido a cuestiones de prestigio, poder e interés personal, sobre todo, si sus remuneraciones se hallan ligadas al nivel de ventas o beneficios obtenidos por la empresa. En este contexto, existen teorías que sostienen que la existencia de fusiones ineficientes se debe al problema de la agencia. Y así, Jensen (1986) considera que el interés de los directivos por crecer explica la falta de rentabilidad en muchas de las operaciones de concentración empresarial.

Ahora bien, si nos preguntamos por qué las unidades empresariales crecen, y a qué razones obedece el que unas lo hagan en mayor medida que otras, encontraremos diferentes tesis² que intentan aclarar los motivos que en ello subyace:

- Una conocida justificación, es la que explica el crecimiento basándose en las economías de escala (Robinson, 1957).
- De singular interés es la tesis del crecimiento desequilibrado desarrollada por Penrose (1962), para quien el crecimiento de la empresa se debe a desequilibrios internos.
- Otros autores como Marris (1967) se sitúan dentro de la llamada escuela del comportamiento al basar sus explicaciones en la actuación de las personas que dirigen la empresa, sea el propietario individual o el equipo de dirección.
- Algunas teorías como la "*Ley del efecto proporcional*" desarrollada por Gibrat (1931) consideran que el crecimiento de la empresa es un proceso estocástico originado por la acción de innumerables factores aleatorios.

Una vez expuestas algunas de las hipótesis que tratan de explicar el crecimiento empresarial, pasamos a delimitar este concepto. En general, el crecimiento de la empresa como tal, significa aumentos de tamaño y alteraciones en la estructura económico-financiera y organizativa de la empresa.

² Una explicación más detallada de estas tesis puede verse en Suárez Suárez (1993).

Para Bueno (1996) en el concepto de crecimiento se deben interconexionar tanto los aspectos estructurales como los de comportamiento, atendiendo a los distintos subsistemas de la empresa, esto es, técnico, humano, de dirección, cultural y de poder.

Una propuesta del concepto de crecimiento empresarial es la realizada por AECA, según la cual:

“el crecimiento de la empresa representa el desarrollo que está alcanzando la misma, manifestado tanto por el incremento de las magnitudes económicas que explican su actividad como por los cambios observados en su estructura económica y organizativa” (1992, 22).

Al respecto debemos decir que se halla ampliamente difundida la noción de que el crecimiento supone una dimensión dinámica de la empresa, mientras que el tamaño o dimensión representan una visión estática de la misma.

En relación con ésta última, no existe un consenso acerca de lo que ha venido en denominarse dimensión óptima de la empresa, existiendo diversas posturas al respecto; desde los que defienden su existencia, pasando por los que consideran que existe una dimensión mínima y otra máxima de la empresa, en cuyo intervalo cualquier dimensión es igualmente buena, hasta los que niegan la existencia de tal dimensión óptima de la empresa.

En opinión de Penrose (1962, 38-47 y 50-63) tan sólo puede hablarse de la existencia de una dimensión óptima para aquellas empresas que son incapaces de adaptar su estructura directiva a las exigencias del crecimiento de sus operaciones; hallándose la clave del éxito del crecimiento, precisamente en las disponibilidades de unos recursos humanos (directivos) altamente cualificados capaces de planificar, organizar y controlar adecuadamente dicho proceso.

Ahora bien, al margen de la cuestión anterior, sí se puede constatar un amplio conjunto de especialistas, empresarios, poderes públicos, etc., que aboga por la constitución de grandes compañías, al considerar que el crecimiento puede proporcionar a la empresa una serie de ventajas. Así, la globalización de los mercados, las grandes necesidades de inversión en programas de investigación y desarrollo, y en definitiva, la internacionalización del mundo económico, son algunas de las razones esgrimidas para apoyar la idea de la necesidad de crear grandes unidades empresariales, capaces de ser competitivas en este nuevo entorno económico.

En España fueron numerosas las opiniones lanzadas en este sentido, sobre todo con motivo del inicio del proceso de integración de la economía española en la entonces llamada Comunidad Económica Europea (CEE), hoy Unión Europea (UE).

En el polo opuesto se sitúan las llamadas políticas de defensa de la competencia, desarrolladas por algunos poderes públicos estatales, las cuales pretenden proteger la libre competencia en los mercados, en beneficio de los diferentes agentes económicos (consumidores, empresarios,..., etc.).

Una vez que tratamos de concretar cuáles son las ventajas del crecimiento en general, podemos diferenciar entre las economías derivadas de la dimensión y las relativas al propio crecimiento. Así, si comparamos una gran empresa con otra de pequeño tamaño, podemos reconocer economías de dimensión, como las que hacen referencia a la mayor especialización de la gran empresa. En contraposición, las economías relativas al crecimiento se obtienen con independencia de la dimensión de la empresa, y se puede concluir que, en cierta medida, cualquier empresa las hubiera alcanzado independientemente de su tamaño; pudiéndose considerar que las economías de crecimiento se deben a la existencia de una serie de oportunidades y no al incremento de la dimensión (Durán Herrera, 1977, 31).

En este orden de ideas, queremos destacar que pese a las ventajas que ofrece la gran empresa, no siempre se revela como la más adecuada en su entorno económico. Existen sectores en los que las pequeñas empresas son más competitivas y capaces de sobrevivir que la gran empresa, debido a la gran flexibilidad de adaptación al cambio que ofrecen. Sin contar, que en aquellos sectores liderados por grandes compañías, junto a la gran empresa también son necesarias otras pequeñas y medianas; piénsese en las empresas auxiliares, o la subcontratación empresarial que se realiza en sectores como el de la construcción.

Otro aspecto de especial relevancia relativo al crecimiento, reside en la vía de financiación adoptada para financiarlo. En efecto, una parte significativa del éxito del crecimiento radica en la forma de financiación elegida que, como es sabido, puede sustentarse en la autofinanciación o en la utilización de recursos ajenos.

Al objeto, se pueden emplear, entre otros instrumentos, las técnicas desarrolladas por el análisis financiero, como el cálculo de apalancamientos financieros, de ratios, etc. Si bien, hay que recordar que el equilibrio de la estructura financiera de la empresa exige que los incrementos adicionales de activo fijo real más el capital circulante sean financiados con recursos permanentes adicionales (pasivo exigible a largo plazo más fondos propios).

Por último, mencionar que el crecimiento debemos entenderlo desde una óptica relativa, es decir, comparando su medida con la alcanzada por otras empresas competidoras incluidas en el mismo sector de actividad.

1.1.2. CRECIMIENTO INTERNO Y CRECIMIENTO EXTERNO

Una vez que la empresa ha optado por una estrategia de crecimiento, ésta puede explicitarse mediante dos alternativas diferenciadas, a saber, el crecimiento interno y el crecimiento externo. El crecimiento interno y el externo, pueden realizarse a su vez, a través de dos modalidades distintas conocidas como expansión y diversificación (Ansoff, 1976, cap. VII). Por expansión, nos referimos al crecimiento, sea interno o externo, sustentado en los productos y mercados tradicionales de la empresa; mientras que la diversificación hace referencia al crecimiento (interno o externo), alcanzado mediante nuevos productos y/o mercados.

Centrándonos en las dos formas genéricas de efectuar el crecimiento, hemos de significar que por crecimiento interno entendemos aquél que la empresa consigue de manera autónoma o independiente, sin relacionarse con otras empresas, mientras que el crecimiento externo siempre implica una relación o vínculo con otras empresas, en cualquiera de sus manifestaciones o grados (fusiones, adquisiciones, asociaciones, etc.) y la consiguiente pérdida de cierta autonomía decisional. Podríamos decir, por tanto, que el crecimiento interno, es aquél que se realiza en solitario mientras que el externo es el que se desarrolla en compañía de otras empresas.

Asimismo, el crecimiento interno implica normalmente el incremento del nivel de inversiones, ya sea en medios productivos (activos fijos), en *marketing*, investigación y desarrollo, ...etc., lo que desemboca en la ampliación de la capacidad productiva de la empresa; mientras que el crecimiento externo, no precisa para ello necesariamente de inversiones, pues puede efectuarse mediante la entrega de acciones (como es el caso de las fusiones y absorciones) u otras operaciones de ingeniería financiera como por ejemplo, los *junk bonds*³ (bonos basura) o simplemente a través de acuerdos o pactos.

³ Instrumentos financieros utilizados para financiar normalmente absorciones o compras de empresas de carácter hostil, que se caracterizan por ser títulos que incorporan deuda con intereses muy elevados, pero que no se hallan garantizados por activos concretos sino por las acciones de la empresa adquirida.

Las modalidades mediante las que se puede instrumentar el proceso de crecimiento externo de la empresa son básicamente:

- a) *Joint-ventures* o creación de empresas de capital mixto, con la aportación de capital de las empresas intervinientes, participando conjuntamente en riesgos y resultados.
- b) Cooperaciones y asociaciones de empresas, empleando fórmulas jurídicas expresas, o bien pactos explícitos o tácitos que no significan la extinción de la personalidad jurídica de las empresas intervinientes. Entre ellas podemos citar las Agrupaciones de Interés Económico.
- c) Fusiones y absorciones empresariales, en donde se produce una alteración de la dimensión jurídica y económica de las empresas participantes.
- d) Adquisiciones de empresas o de una porción de empresa, como pueden ser activos específicos o establecimientos dependientes de una sociedad.
- e) Tomas de participación, parciales o totales, sobre el capital de otras sociedades, que conducen a la formación de grupos de sociedades y a la compra de sociedades.
- f) OPAs, como instrumento para acceder al control de otras empresas, en el caso de tratarse de sociedades cotizadas.

Ha sido precisamente el crecimiento externo, el que más ampliamente han utilizado las empresas españolas durante los últimos años, por sus singulares ventajas, entre las que destaca, la relativa al ahorro del factor tiempo. En efecto, la inminente incorporación de España a la Unión Europea (nombre que recibe la CEE a partir del 1/1/1994), hizo que este medio de crecimiento fuera especialmente apreciado. Por un lado, para las sociedades españolas suponía la forma más rápida de incrementar su dimensión y competir en el nuevo mercado europeo, valga como ejemplo, los procesos de fusiones llevados a cabo entre las principales entidades financieras españolas. Pero, por otro lado, para aquellas empresas no nacionales, que pretendían incorporarse al mercado español a la par que al europeo, esta forma de crecimiento era, sin duda, una de las más rápida y segura, por cuanto los problemas derivados de una estrategia de crecimiento externo pueden reducirse sensiblemente si se cuenta con un socio autóctono, conocedor del mercado nacional y del sector en el que ha de desenvolverse la nueva entidad empresarial.

Sin embargo, aunque el crecimiento externo ofrece valiosas ventajas para las empresas, no por ello se halla libre de aspectos negativos. Pasamos a continuación, a resumir ambos aspectos. Y así las ventajas más relevantes que ofrece el crecimiento externo serían (Menguzzato y Renau, 1995, 279-280), (AECA, 1992, 40-41), (Rojo Ramírez, 1988b, 11-12) (Martínez y García, 1992, 283):

1. Permite, con cierta celeridad, aumentar la cuota de mercado y disponer rápidamente de una mayor capacidad productiva.
2. La posible complementariedad de los nuevos recursos adquiridos con los de la actual empresa, puede generar sinergias. A estos efectos, se entiende por efecto sinergia aquel fenómeno en virtud del cual la unión de dos fuerzas produce un resultado superior a la suma de ambas (Santandreu, 1990,110).
3. Cuando no exige la integración jurídica y real de las empresas, las mencionadas economías de dimensión, pueden conseguirse con bastante eficacia, puesto que los costes de integración (económicos y humanos) se reducen.
4. Es un proceso rico en posibilidades y que presenta facilidades de financiación. Y en este sentido, destacan, por un lado, sus ventajas financieras, como son las alcanzadas gracias al intercambio de activos y pasivos financieros y la posibilidad de realizar operaciones instrumentadas a través del mercado de capitales. Y por otro lado, hay que recordar las ventajas fiscales de las que han disfrutado ciertas formas de combinación empresarial como los procesos de fusión de empresas.
5. Facilita un rendimiento más rápido que en el caso de optar por el crecimiento interno. Esta ganancia de tiempo es particularmente importante en el marco de un entorno sometido a rápidos e imprevisibles cambios.
6. En ocasiones, constituye la única forma de acceder a un determinado mercado, o de adquirir ciertos activos materiales, inmateriales o humanos, para los que a veces no existe mercado.
7. Permite aumentar la participación de la empresa en el mercado sin generar una sobrecapacidad potencial. Es este un aspecto particularmente relevante, cuando se trata de sectores económicos maduros.

En relación con las desventajas, entre ellas se pueden mencionar:

1. Es un proceso que requiere un gran esfuerzo en tareas directivas, en especial para resolver problemas de carácter jurídico-formal y otros, no menos importantes, de naturaleza psicológica y social que se producen en las fusiones y adquisiciones, tales como los acuerdos de las juntas generales de accionistas, las relaciones con los sindicatos, la compatibilidad de plantillas laborales y el posicionamiento de directivos.
2. Si la opción de crecimiento externo adoptada es por la vía de integración de empresas, se producen notables oposiciones sociales e individuales, así como ineficiencia entre los recursos humanos de las empresas participantes, debido al encuentro de culturas organizativas y de sistemas de comportamientos distintos; considerándose ésta, la cuestión más negativa de la fusión empresarial.
3. La integración de empresas puede debilitar la estrategia empresarial a corto plazo, en parte porque, muchas veces, no es más que una operación especulativa encubierta, que persigue aflorar plusvalías, sin contar con otros aspectos positivos para la estrategia de crecimiento de la empresa.
4. En cualquiera de las opciones de crecimiento externo, el control sobre el resultado de la operación es escaso, dado que, por ejemplo, si se adquiere una empresa, normalmente la sociedad adquirente recibe lo bueno y lo malo y ello puede representar costes y problemas (como una tecnología obsoleta, o un producto maduro) que pueden cuestionar el éxito del resultado final. Además, la falta de creación de riqueza puede implicar una operación especulativa que, tarde o temprano, va a generar problemas de control, en especial para la entidad controlada, al perder su identidad.
5. Otro problema esencial lo constituye la valoración de la sociedad adquirida o empresas fusionadas, siendo un asunto controvertido, pese a los avances del análisis financiero.

Frente al crecimiento externo el interno, aparte del ya comentado mayor nivel de autonomía, ofrece un control más eficiente de la empresa, aunque también supone una mayor duración del proceso y unas mayores dificultades para acceder a los recursos financieros necesarios para su financiación.

Podemos concluir diciendo que con frecuencia los dos tipos de crecimiento se unen más que se oponen y se insertan en una estrategia global de crecimiento (Morvan, 1985).

En este mismo sentido, consideramos que estas dos alternativas de crecimiento, no han de ser excluyentes, sino que ambas pueden combinarse, en atención a las ventajas que cada una presenta.

Universitat d'Alacant
Universidad de Alicante

1.2. EL CONCEPTO DE FUSIÓN. TIPOLOGÍA DE LAS FUSIONES EMPRESARIALES

Nos proponemos ofrecer una visión de las fusiones empresariales desde el punto de vista económico y legal, pues somos conscientes de que sólo considerando las distintas facetas que las configuran, podremos acercarnos a una concepción más acertada de su propia idiosincrasia. Y es precisamente esta riqueza de matices, la que hace que sean uno de los fenómenos de reestructuración empresarial más complicados y completos.

Obviamente, en función de la óptica del analista, variará el significado de la fusión. Así un economista valorará fundamentalmente su incidencia en los objetivos estratégicos de la empresa y en los resultados. Si la perspectiva que utiliza es esencialmente contable le interesarán sobre todo otras facetas, como las distintas técnicas para valorar las empresas implicadas y la forma más acorde con los objetivos de la empresa de representar contablemente la operación. Para el jurista, por su parte, predominarán otras cuestiones, como los procedimientos legales para realizarla y las repercusiones patrimoniales y fiscales que conlleva.

No queremos, sin embargo, pese a rebasar los límites de nuestro estudio, dejar de citar, otros factores relevantes, tales como los problemas relativos a las diferentes culturas empresariales de las empresas fusionadas, aspecto éste, ligado a la vertiente económica de las fusiones, en donde, a veces, colisionan distintas formas de *know-how* y de concebir la empresa.

Pero sobre todo nos parece importante hacer hincapié en lo que, para cada vez mayor número de especialistas, supone la clave del éxito de estas operaciones, esto es, la dimensión psicológica y para nosotros, también sociológica de estas operaciones. Nos referimos a las dificultades de integración que pueden surgir entre plantillas laborales, que a veces son muy distintas, máxime en un proceso en el que se pueden herir fácilmente sensibilidades y acabar con previsiones de promociones, y donde además se ponen a prueba lealtades personales. En la facilidad con que se solucionen todas estas cuestiones va a recaer, en muchas ocasiones, el éxito de la fusión. Pero además, no debemos olvidar que en algunos casos, las fusiones son un buen medio de reducir personal, con lo que en ellas también se hallan involucrados colectivos como los sindicatos y en general la comunidad en donde se insertan las empresas implicadas, con las repercusiones sociales que ello acarrea (cierre de plantas, despido de trabajadores, etc.).

A este respecto, según Drake Beam Morin, el 15 por ciento de los despidos de altos directivos realizados en España durante 1996 se debieron a operaciones de fusión (El País, Negocios, 23/3/1997, pág. 32)

Pero existen además otros colectivos afectados en las fusiones, como son los clientes de las que empresas que se fusionan, los cuales pueden no estar interesados en que dos de sus antiguos proveedores se reduzcan a uno sólo mediante la fusión, pues de ese modo aumenta su dependencia en el suministro.

Además, los proveedores de las empresas fusionadas también pueden verse afectados por la operación, de manera que la nueva empresa resultante del proceso puede lograr a través de él, mayor capacidad negociadora frente a sus suministradores, y obtener de este modo condiciones de compra más ventajosas. O en otro sentido, la fusión también puede representar para los proveedores mayores garantías de cobro.

1.2.1. DESDE EL PUNTO DE VISTA ESTRATÉGICO-ECONÓMICO

1.2.1.1. Concepto de fusión

Si nos referimos en primer término, a las fusiones desde un punto de vista estratégico, éstas pueden conceptuarse según Vázquez Ordás como:

“La unión de dos empresas que, hasta ese momento, actuaban de forma separada en función de disponibilidades estratégicas distintas. Con la fusión su actuación empresarial, en cualquier ámbito, pasará a contribuir a una línea estratégica única y común” (1992a, 2).

Desde esta óptica para nosotros el rasgo que distingue a la fusión es el que hecho de que una vez realizada, las empresas intervinientes se reducen a una sola y ésta última en cuanto que unidad empresarial, aplicará una opción estratégica en todos y cada uno de los ámbitos de la empresa (objetivos, políticas comerciales, de producción, etc.), y no en uno o varios, como ocurre en el caso de las uniones temporales de empresas, o en cualquier tipo de acuerdo o asociación empresarial, en donde la opciones estratégicas adoptadas no abarcan la totalidad de áreas de la empresa, sino sólo aquéllos sobre los que se ha sustentado el acuerdo, que puede ser simplemente el ámbito de la distribución comercial o *marketing*.

Los profesores Menguzzato y Renau (1995, 280), distinguen entre fusión y absorción:

“Con independencia de los aspectos legales, una fusión se produce cuando dos o más empresas, generalmente de un tamaño equivalente, acuerdan unirse, creando una nueva empresa a la que aportan todos sus recursos (patrimonio), disolviendo a continuación las empresas primitivas”

“La absorción se produce cuando una empresa adquiere otra empresa y normalmente la empresa adquirida desaparece”

Por tanto, la distinción entre un procedimiento y otro se halla en la voluntad y tamaño de las empresas involucradas. En la fusión existe una vocación de consenso, acuerdo que es más fácil alcanzar cuando las empresas son de tamaños semejantes, y que se plasma en el hecho de que ninguna de las empresas predominan sobre la otra u otras (se realiza entre iguales), extinguiéndose todas ellas. Características éstas, que se hallan ausentes en la absorción, donde la importancia relativa de la sociedad absorbente supera a la que es absorbida.

La fusión es considerada como la figura más plena y perfecta de concentración empresarial, en tanto que significa la extinción de uno o varias empresas para crear una nueva sociedad o aumentar el patrimonio de una sociedad preexistente. Existiendo la idea de que aquellas empresas que desaparecen en cierta medida subsisten en aquellas otras que reciben sus aportaciones. En definitiva, en la fusión, empresas que no sólo eran jurídicamente independientes, sino que también lo eran económicamente, pasan a integrarse en una unidad económica y patrimonial mayor, regidas por una misma administración y organización.

Como proceso de concentración patrimonial, la fusión se manifiesta, pues, como un fenómeno de naturaleza substancialmente económica que puede adoptar las variantes de fusión por absorción (o simplemente absorción) o de fusión por constitución de una nueva sociedad. Dicho proceso en opinión de Sánchez Oliván (1993, 3) se explicita en unos pactos a nivel de los órganos rectores de las distintas empresas interesadas, el cual conlleva a su vez, dos movimientos económicos independientes:

- a) Uno, conduce a la concentración de patrimonios a través de las aportaciones en bloque realizadas a la sociedad que se constituye o a la que absorbe.

- b) Otro, de carácter más bien financiero, se concreta en el canje de títulos de la nueva sociedad o de la sociedad absorbente por los de las empresas que se disuelven. Este movimiento aunque refleja los pactos sobre los que se ha realizado la fusión, es independiente del proceso de concentración de patrimonios.

I.2.1.2. Algunas clasificaciones

Lógicamente el número de clasificaciones que se pueden establecer es prácticamente ilimitado, pues múltiples son los criterios que se pueden emplear. Además, muchas fusiones cuentan con elementos o características que pertenecen a la vez a diferentes categorías, con lo que no existe una única clasificación que nos permita situar de forma precisa una determinada operación de fusión. No obstante, algunas de las clasificaciones que gozan de mayor aceptación son las que presentamos a continuación.

Una de las más extendidas, es la realizada atendiendo a la relación existente entre la actividad principal a la que se dedican las empresas implicadas. Y así, las fusiones se pueden clasificar en (Santandreu, 1990, 105-109) (Rivero Romero, 1995, 431-432):

1. *Fusiones de integración vertical*

Son aquéllas realizadas entre empresas que actúan en distintos procesos de la misma actividad productiva. Y por tanto, pueden basarse bien en la unión con el consumidor final (cliente) bien con el proveedor de las materias primas, o puede efectuarse también a la vez en ambos sentidos.

Mediante ellas se pretende lograr un mejor posicionamiento competitivo y asegurar de esta forma la supervivencia y rentabilidad de las empresas fusionadas. En opinión de Hopkins (1983) estas operaciones tienen un carácter defensivo, puesto que pretenden reducir los riesgos del entorno y ejercer un mayor control sobre sus actividades.

2. *Fusiones de integración horizontal*

Se producen entre empresas que actúan en el mismo sector o en actividades económicas similares, esto es, tiene por objeto la unión de compañías que realizan productos o servicios iguales o similares, y que operan en los mismos mercados.

Con este tipo de procesos se persigue un efecto de sinergia positivo, así como la ampliación de la cuota de mercado. Su principal finalidad consiste en la reducción del coste de producción, a través de economías de escala, de manera que la empresa fusionada sea más competitiva y rentable.

3. *Fusiones en conglomerado o de diversificación*

A través de estas ellas se combinan unidades económicas que producen servicios y mercancías distintos y que actúan en mercados diferentes.

Con estas fusiones se pretende diversificar riesgos y pérdidas globales ante una posible coyuntura económica adversa.

4. *Fusiones concéntricas o convergentes*

Se producen entre compañías que, aunque no pertenecen al mismo sector económico, coinciden en un mismo canal de distribución o en un mercado convergente. Su principal ventaja radica en el establecimiento de unas redes de distribución y ventas comunes a las distintas actividades, que obviamente, repercutirá en un menor coste.

Otra clasificación es la realizada por Copeland y Weston (1983), quienes distinguen entre fusiones verticales, horizontales y en conglomerado, el cual es desglosado en: extensión de producto, extensión del mercado geográfico y conglomerado puro. Para Weston *et al.* (1990, 82-88) las fusiones pueden clasificarse en horizontales, verticales y conglomerados, incluyendo dentro de éstos últimos el conglomerado financiero, el empresarial y compañías concéntricas.

Por su parte, Angenieux (1976, 14-17) presenta una tipología que engloba cuatro clases de operaciones, a saber:

1. *Fusión por absorción*

Se trata del caso de dos sociedades U y V, en donde V absorbe a la compañía U, extinguiéndose esta última. De manera que la sociedad absorbente experimenta un aumento de su patrimonio, motivado por la suma de la empresa absorbida.

2. *Fusión mediante aportación total a una nueva sociedad*

Aquí, dos empresas U y V, aportan la totalidad de su patrimonio a una nueva sociedad W que se constituye, mientras que la personalidad jurídica de las sociedades U y V desaparece.

3. *Fusión acompañada de una aportación parcial de activo (escisión parcial)*

En este caso distingue a su vez tres posibilidades o hipótesis:

- a) Hipótesis n.º 1: Sean dos sociedades U y V, la sociedad U efectúa una aportación parcial de su activo a una empresa que se crea (la W) y la sociedad V aporta todo su patrimonio a la empresa W. Por tanto, la empresa V se extingue mientras que la U conserva su personalidad jurídica.
- b) Hipótesis n.º 2: Sean las sociedades consideradas U y V, U realiza la aportación parcial de su activo no a una nueva empresa sino a la sociedad V, la cual igual que la sociedad U conserva su personalidad jurídica, si bien aumenta su patrimonio por el valor de la aportación de activos realizada por la sociedad U.
- c) Hipótesis n.º 3: Aquí las sociedades U y V realizan ambas una aportación parcial de activo a una nueva empresa que se crea, que es la sociedad W; subsistiendo las sociedades U y V con su patrimonio residual.

4. *Fusión acompañada de escisión total*

En este caso dos sociedades U y V aportan cada una de ellas todo su patrimonio (escisión total) a otras dos nuevas sociedades que se crean W y Z. Por tanto, la personalidad jurídica de U y V desaparece y se crean dos nuevas sociedades, W y Z.

Sería el caso frecuente en la práctica en el que dos sociedades deciden aportar todo su patrimonio con el fin de crear dos nuevas empresas, una de ellas dedicadas a la fabricación de determinados productos y otra a su distribución.

1.2.2. DESDE EL PUNTO DE VISTA LEGAL

1.2.2.1. Concepto de fusión

En primer lugar, conviene precisar que en un sentido jurídico estricto, la fusión como tal, constituye un procedimiento de concentración en el que sólo pueden participar empresas constituidas en forma de persona jurídica, esto es, sociedades, asociaciones, cooperativas y fundaciones (en particular, cajas de ahorros). No cabe la intervención de empresarios individuales.

Conforme a ello, la fusión desde una vertiente teórica, consiste en un procedimiento regulado por medio del cual dos o más personas jurídicas (cualquiera que sea su naturaleza), previo acuerdo adoptado por sus órganos, consiguen concentrar sus patrimonios, alcanzándose efectos excepcionales en relación al Derecho común, en concreto, la disolución sin liquidación, el traspaso en bloque de las titularidades de las sociedades disueltas y la asignación directa de acciones o participaciones a los socios de aquéllas por parte de la Sociedad resultante en el caso de que las personas jurídicas que se extingan así como la resultante tengan un sustrato societario - sea sociedad, asociación, cooperativa- (Vicent Chuliá, 1991, 832 y 834).

Centrándonos, en el concepto de fusión desde el prisma legal, hemos de significar que son importantes los esfuerzos realizados con el propósito de delimitarlo. Y en este sentido, en la doctrina podemos encontrar diversas teorías, no siempre enfrentadas sino a veces complementarias, que tratan de explicar la naturaleza jurídica de estas operaciones⁴. Tal naturaleza, sirve de preámbulo para profundizar mejor en la concepción legal del término, siendo algunas de las teorías más difundidas:

- La llamada tesis *contractualista*, postura bastante generalizada en la doctrina italiana, la cual hace hincapié en el hecho de que la fusión es sustancialmente un contrato entre sociedades. No obstante, existe cierta variedad en los planteamientos que sobre la misma se realizan.
En España entre sus defensores se encuentran Sánchez Oliván (1993, 75) y Motos (1953, 23 y ss.).

⁴ Puede consultarse para mayor detalle Sánchez Oliván (1993, 69-90); Gómez Porrúa (1991, 22-29); Motos (1953, 19 y ss.) Sequeira Martín (1993, 88-92).

- La tesis *corporativista* que es otra importante corriente de opinión de origen germánico. Ésta contempla a la fusión como un acto de naturaleza fundamentalmente corporativa (Garrigues y Uría, 1976, 734 y ss; Gómez Porrúa, 1991, 27; Vicent Chuliá, 1991, 842).

De acuerdo con ella, la operación de fusión se fundamenta esencialmente en los acuerdos sociales, es decir, tomados por los socios y que por tanto, afectan a los intereses y posición jurídica de los mismos.

- En cambio, para otros eruditos, tal es el caso de Cheminade (1970), la fusión consiste sobre todo en una *transformación de sociedades* motivada por la concentración empresarial, sosteniéndose que la pérdida de la personalidad jurídica de algunas o todas las sociedades implicadas, no afecta, sin embargo, a la existencia de las mismas;
- Por último, algunos investigadores insisten en la idea de fusión entendida básicamente, como una *modificación estatutaria*. Esta concepción ha sido desarrollada en especial por la doctrina italiana (Santagata, 1964; Tantini, 1985); si bien es rica en matices.

En esta dirección el profesor Vicent Chuliá (1995, 307) apunta que la fusión ha sido considerada como una modificación simultánea y recíproca de los estatutos de las empresas intervinientes, de tal suerte que cada una de ellas predetermina la sociedad resultante o absorbente; produciéndose una renovación del contrato social y no una disolución del vínculo contractual.

En el marco del ordenamiento jurídico español y ciñéndonos, por tanto, al ámbito de las fusiones internas, esto es, excluyendo las fusiones entre sociedades pertenecientes a distintos países (fusiones transfronterizas⁵), éstas tienen su principal fuente legal en el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante TRLSA), concretamente en los artículos 233 al 251 de la sección segunda del Capítulo VIII. Texto legal, cuyo antecedente a nivel europeo se halla en la Tercera Directiva del Derecho de Sociedades (78/855/CEE),

⁵ Al respecto puede verse Garrido Miralles (1996).

relativa a la fusión de sociedades anónimas⁶. Si bien, existen otras disposiciones legales específicas, como por ejemplo, La Ley 30/1995 (BOE 9/11/1995) de Ordenación y Supervisión de los Seguros privados, que regula la fusión de entidades aseguradoras.

Desde una concepción legal del término, son numerosas y perfectamente ilustrativas las diferentes definiciones realizadas sobre la fusión, por lo que con el ánimo de evitar ser reiterativos, valgan como muestra de ellas las siguientes:

“... estamos ante una operación jurídica afectante a dos o más sociedades, que conduce a la extinción de todas o de algunas de ellas y a la integración de sus respectivos socios y patrimonios en una sola sociedad ya preexistente o de nueva creación.” (Uría, 1995, 381).

De acuerdo con Gómez Porrúa (1991,11):

“Podemos definir la fusión diciendo que es una institución jurídica, en virtud de la cual, y mediante un procedimiento normado, de naturaleza plural, se produce la unificación de dos o más sociedades, que se extinguen sin previa liquidación, en una única sociedad, ya se trate de una sociedad preexistente que subsiste, o, en su caso, de una sociedad de nueva creación, cuyo patrimonio y cuerpo social estará formado por los patrimonios íntegros-activo y pasivo- y por los socios de todas las sociedades intervinientes, convirtiéndose la sociedad resultante en sucesora a título universal de las sociedades que se extinguen”.

El profesor Broseta Pont (1994, 342) sostiene que son dos los conceptos y procedimientos de fusión establecidos en el TRLSA:

- uno, llamado fusión propia o por creación de una nueva sociedad: en el que dos o más sociedades se disuelven para agrupar sus patrimonios y sus accionistas en una sociedad anónima nueva que, previa su constitución, agrupa a todas las disueltas (art. 233.1).
- otro, denominado fusión por absorción, en el que una sociedad anónima preexistente absorbe el patrimonio y los socios de otra u otras sociedades

⁶ Diario Oficial de las Comunidades Europeas nº L 295 de octubre de 1978.

igualmente preexistentes previo aumento de su capital y disolución de las sociedades absorbidas (art. 233.2).

En cambio, para otros autores como Sánchez Calero (1995, 584) la figura de la fusión ha de considerarse única, aún cuando existan diversas modalidades en su ejecución.

En síntesis podemos concluir que la generalidad de las investigaciones coinciden en señalar la concurrencia de una serie de requisitos o presupuestos constitutivos que definen y distinguen a la fusión en cualquiera de sus modalidades de otras figuras cercanas en sus consecuencias económicas, pero jurídicamente distintas. Tales presupuestos pueden sintetizarse en los siguientes (Broseta Pont, 1994, 343 y 343; Gómez Porrúa, 1991, 36-61; Lozano Aragüés, 1993b, 8; Rodríguez Artigas, 1994, 1; Ruiz de Velasco, 1992, 308; Sánchez Oliván, 1993, 58; Sequeira Martín, 1993, 94-108; Uría, 1995, 387 y 388; Vicent Chuliá, 1991, 834-835; 1995, 305):

1. *Disolución sin liquidación de una, de varias o de todas las sociedades que se fusionan.*

En la fusión por constitución de nueva sociedad se disuelven todas las sociedades fusionadas, mientras que en la fusión por absorción, sólo las absorbidas, conservando la sociedad absorbente su personalidad jurídica, cualquiera que sean las modificaciones estatutarias que conlleve la fusión.

Este presupuesto implica que no es indispensable que las sociedades paguen las deudas contraídas con sus acreedores ni procedan a liquidar su cuota a los socios en el supuesto de que las empresas tengan substrato societario, como son los casos contemplados en el TRLSA.

2. *Transmisión en bloque de los patrimonios de las sociedades disueltas a la nueva sociedad o a la sociedad absorbente.*

Ello significa que en la fusión se produce el traspaso conjunto de todas las titularidades, de bienes, derechos y obligaciones (es decir, del activo y pasivo) de las sociedades disueltas a la sociedad resultante de la fusión. Ahora bien, tal transmisión se caracteriza por producirse en bloque o a título universal (*in universum ius*); de tal manera que según el TRLSA ésta se alcanza cuando se cumplen los requisitos de forma y publicidad

establecidos en los arts. 244 y 245, en los que, entre otros factores, se hace depender la eficacia de la fusión de su inscripción en el correspondiente Registro Mercantil.

Este principio de sucesión universal resulta crucial, ya que de no aceptarse, la transmisión del patrimonio habría de ser dividida en diferentes negocios jurídicos (como por ejemplo la compraventa o la cesión de créditos), dificultándose así enormemente el proceso legal de las fusiones y con ello su realización práctica.

3. *Agrupación de todos los socios en la única sociedad resultante de la fusión.*

La confusión de patrimonios no es suficiente para que pueda hablarse de fusión, sino que además es necesario la unión de grupos sociales.

Este requisito supone la adquisición de la condición de socio de la nueva sociedad o de la sociedad supérstite (absorbente), por parte de los socios de las sociedades disueltas, a través del canje bajo principios de equidad, de las acciones o participaciones de las sociedades extinguidas por las de la sociedad resultante.

Sobre este punto existe discrepancia entre la regulación española y la establecida en la Tercera Directiva, debido a que en el ámbito español se especifica que la distribución de acciones o participaciones entre los socios de las sociedades disueltas se realizará de acuerdo con el criterio de proporcionalidad, exigencia que no es contemplada expresamente en la Tercera Directiva.

Por último, incluimos el concepto de fusión contemplado desde un enfoque estrictamente fiscal. Este se halla estipulado en el art. 97 de la Ley 43/1995 (BOE 28/12/1995) del Impuesto sobre Sociedades, que sigue a la Directiva 90/434/CEE de 23 de julio de 1990, relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones realizados entre sociedades de diferentes Estados Miembros⁷.

⁷ Diario Oficial de las Comunidades Europeas nº L 225 de 20 de agosto de 1990.

En él se contemplan tres posibles situaciones en las que se manifiesta o concreta la fusión empresarial, a saber:

“1. Tendrá la consideración de fusión la operación por la cual:

a) Una o varias entidades transmiten en bloque a otra entidad ya existente, como consecuencia y en el momento de su disolución sin liquidación, sus respectivos patrimonios sociales, mediante la atribución a sus socios de valores representativos del capital social de la otra entidad y, en su caso, de una contraprestación en dinero que no exceda del 10 por 100 del valor nominal o, a falta de valor nominal, de un valor equivalente al nominal de dichos valores deducidos de su contabilidad.

b) Dos o más entidades transmiten en bloque a otra nueva, como consecuencia y en el momento de su disolución sin liquidación, la totalidad de sus patrimonios sociales, mediante la atribución a sus socios de valores representativos del capital social de la nueva entidad y, en su caso, de una compensación en dinero que no exceda del 10 por 100 del valor nominal o, a falta de valor nominal, de un valor equivalente al nominal de dichos valores deducido de su contabilidad.

c) Una entidad transmite, como consecuencia y en el momento de su disolución sin liquidación, el conjunto de su patrimonio social a la entidad que es titular de la totalidad de los valores representativos de su capital social.”

Es obvio, que nos hallamos respectivamente ante supuestos análogos a los de fusión por absorción, fusión por constitución de nueva sociedad y, por último absorción de sociedad íntegramente participada previstos en el TRLSA. En efecto, entre ambos textos sólo podemos apreciar insignificantes diferencias en el estilo de redacción.

I.2.2.2. Tipología de las fusiones

En el marco legal español (art. 233 del TRLSA) se especifican claramente dos procedimientos o clases de fusiones, que la doctrina ha venido denominando como fusión por creación de una nueva sociedad y fusión por absorción (o absorción). Estos dos tipos de fusiones comparten el mismo régimen legal, en discrepancia con lo previsto en la Tercera Directiva.

La primera vía se realiza mediante la yuxtaposición de dos o más sociedades, que se extinguen sin liquidación, en una única sociedad creada con los patrimonios y socios de las extinguidas, a las que sucede a título universal en todos sus bienes, derechos y obligaciones.

La fusión por absorción, en cambio, se produce al unirse dos o más sociedades en una de ellas (la sociedad absorbente), sucesora universal de todos los bienes, derechos y obligaciones de las restantes sociedades extinguidas, de quienes recibe sus patrimonios y sus socios; procediendo la misma, en su caso, a elevar su capital social.

Entre ambos procedimientos de fusión, cabe distinguir ciertas diferencias que, sin llegar a ser esenciales responden a características propias de cada una de ellas, estos requisitos de carácter formal son (Gómez Porrúa, 1991, 20; Suárez Suárez, 1993):

a) En la fusión por constitución:

- La extinción de todas las sociedades fusionadas.
- La creación de una nueva sociedad, sucesora universal de las sociedades fusionadas.

b) En la fusión por absorción:

- La subsistencia de la sociedad absorbente.
- Modificaciones estatutarias en la sociedad absorbente y, en particular aumento del capital social.

Sobre esta última cuestión, conviene puntualizar que la Ley no establece taxativamente la obligación de ampliar capital, puesto que se dice que la sociedad absorbente ampliará:

“... en su caso, el capital en la cuantía que proceda”(art. 233.2).

Con lo que cabe entender en consonancia con el profesor Uría (1995,387) que cuando la sociedad absorbente disponga de suficientes acciones propias en su poder, no necesite realizar dicha ampliación. Claro esta, siempre que se cumplan los límites y

preceptos legales establecidos sobre la tenencia de acciones propias⁸.

Sin embargo, pensamos que esta circunstancia debe ser francamente escasa, dados los estrechos márgenes legales previstos para la posesión de acciones propias, con lo que el número de éstas últimas en poder de las empresas no puede ser elevado ni tampoco el tiempo por el que dispongan de las mismas. En consecuencia, el número de acciones a entregar a los socios de las sociedades disueltas debe ser muy reducido, caso que no debe ser el habitual.

En definitiva, cabe señalar que la fusión por constitución de nueva sociedad supone la pérdida de la personalidad jurídica de todas las sociedades que se fusionan, creándose al efecto una nueva sociedad con personalidad jurídica propia, en cuyo seno se hallan todas las sociedades extinguidas (o fusionadas).

En cambio, en la fusión por absorción, pierden su personalidad jurídica todas aquellas sociedades que son objeto de absorción, es decir, las sociedades absorbidas, mientras que la sociedad absorbente o supérstite la conserva, si bien aglutinando en su seno a las demás empresas absorbidas.

Otra de las cuestiones esgrimidas relativa a la diferenciación de ambas modalidades, incide en las ventajas que conlleva la fusión por absorción frente a la fusión por constitución, debido a que en el primer caso, el proceso de concentración se realiza en una sociedad en funcionamiento (la absorbente), que normalmente sólo debe modificar sus estatutos sociales y aumentar su capital social. Ello simplifica sensiblemente los trámites legales en contraposición a las dificultades inherentes al proceso de constitución de una nueva sociedad, necesario en la otra fórmula de combinación (a lo que hay que añadir el aumento de los costes económicos que dicho proceso acarrea).

La complicación en los trámites legales junto con su correspondiente incremento de su costo, entre otros factores, hace que la fusión por constitución de nueva sociedad sea menos empleada que la fusión por absorción.

Esta última vía es en la práctica la más utilizada. Por lo que la primera forma queda a la sazón, limitada para aquellas situaciones en que la fusión se plantea entre empresas de dimensiones e importancia similar, en donde por motivos de prestigio ninguna sociedad está

⁸ Nos referimos a la Sección Cuarta.- “De los negocios sobre las propias acciones” (arts. 74 a 89 del TRLSA).

dispuesta a ser absorbida por otra (Sánchez Oliván, 1993, 67 y 68; Vicent Chuliá, 1995, 306).

En este sentido, la profesora Cantorna Agra (1992, 222) señala que la fusión por constitución suele ser empleada entre sociedades de dimensiones análogas, mientras que la fusión por absorción se produce con mayor frecuencia cuando el tamaño de la sociedad absorbente es superior al de las absorbidas. Es más, por lo general, la sociedad absorbente como paso previo suele adquirir parte de las acciones de las sociedades absorbidas, ejerciendo un dominio total o parcial sobre éstas.

En síntesis, tales diferencias pueden quedar plasmadas tal como aparecen en el cuadro 1.

CUADRO 1

**Diferencias entre la fusión por constitución de nueva sociedad
y la fusión por absorción**

CONCEPTO	FUSIÓN POR CONSTITUCIÓN	FUSIÓN POR ABSORCIÓN
PÉRDIDA DE PERSONALIDAD JURÍDICA	Todas las sociedades	Todas las sociedades, salvo la absorbente
SOCIEDAD RESULTANTE	De nueva creación	La absorbente
TRÁMITES LEGALES	Constitución de una nueva sociedad	<ul style="list-style-type: none"> • Modificaciones estatutarias. • Ampliación de capital.

Un caso especial de fusión por absorción es el de absorción de sociedad íntegramente participada (art. 250, TRLSA), esto es, cuando todas las acciones de la sociedad absorbida son propiedad de la sociedad absorbente. Aquí el proceso legal de la fusión es abreviado sensiblemente, pues al margen de no ser necesarios los informes de los administradores de las sociedades implicadas ni de ningún experto independiente; lo que es más importante, ya no será necesario realizar el canje de acciones y en consecuencia el aumento de capital social de la sociedad absorbente, al formar parte de su patrimonio el capital de la absorbida. Por ello, a esta forma particular, también se la conoce como fusión abreviada.

Tradicionalmente, en la doctrina no ha existido consenso sobre si estas operaciones debían ser consideradas propiamente como fusiones o formaban parte de las llamadas fusiones impropias⁹.

En general, una parte de la doctrina les negaba la condición de fusión, calificándolas como fusiones impropias, basándose tal afirmación en el hecho de que no se producía en la sociedad absorbente la incorporación de nuevos socios, o en otras palabras, no se procedía a la distribución de acciones entre los socios de las sociedades disueltas (Garrigues y Uría, 1976, 737 y ss.).

No obstante, otros investigadores como De la Cámara (1978, 456) y Sánchez Oliván (1993, 6) consideran que en el concepto de fusión, la agrupación de nuevos socios en la sociedad resultante constituye sólo una consecuencia derivada de los otros dos requisitos esenciales de la fusión (disolución sin liquidación, y traspaso en bloque de patrimonios), por lo que cabría considerar como fusión al supuesto en el que la sociedad absorbente sea titular de la totalidad de las acciones de la sociedad (o sociedades) absorbidas.

Para nosotros, la aparición del TRLSA, clarifica de forma relevante esta polémica, y prueba de ello es que se incluye expresamente como fusión. Además, aún estando de acuerdo en que en la fusión debe existir la incorporación de nuevos socios, hemos de dejar patente que en el caso que nos ocupa, no se produce tal incorporación en el momento de la fusión puesto que la unión o integración de los socios ya existía con anterioridad. Pero en cualquier caso, sí se halla presente esta cualidad una vez finalizada la operación de fusión.

En el siguiente cuadro recogemos de forma sintética los rasgos que caracterizan y separan a la fusión por absorción en general, de la fusión por absorción en la que el único socio es la sociedad absorbente (o fusión abreviada), también denominada fusión impropia.

⁹ En el ámbito legal, se conocen por este nombre a aquellas operaciones de concentración que no son fusiones en sentido estricto, por adolecer de alguno de los presupuestos básicos necesarios para la existencia de la fusión, que anteriormente fueron comentados.

CUADRO 2

Comparación de la fusión por absorción y la fusión abreviada

RASGO DELIMITADOR	FUSIÓN POR ABSORCIÓN	FUSIÓN ABREVIADA
PÉRDIDA DE PERSONALIDAD JURÍDICA	Todas las sociedades, excepto la absorbente	Todas las sociedades, excepto la absorbente
SOCIEDAD RESULTANTE	La absorbente	La absorbente
TRÁMITES LEGALES	<ul style="list-style-type: none"> • Modificaciones estatutarias. • Ampliación de capital. 	<ul style="list-style-type: none"> • Modificaciones estatutarias (en su caso).
INCORPORACIÓN DE NUEVOS SOCIOS A LA SOCIEDAD ABSORBENTE	Los de las sociedades absorbidas.	No se produce

I. 3. LA FUSIÓN FRENTE A OTRAS FORMAS DE CONCENTRACIÓN DE EMPRESAS

Una vez abordado el concepto de fusión empresarial desde distintas perspectivas, estamos en condiciones de examinar cuáles son los rasgos que caracterizan y a la vez distinguen a estos procesos frente a otras modalidades de concentración empresarial (y por ende, de crecimiento externo) con consecuencias económicas análogas, pero, distintas en otros ámbitos, en especial el jurídico.

Lógicamente, son numerosas las combinaciones posibles que las unidades económicas pueden emplear a fin de conseguir unos resultados similares a los obtenidos mediante la fusión. En efecto, la variedad de vías y formas factibles son abundantes, habiendo aumentado éstas de manera apreciable, debido en parte al desarrollo de nuevos instrumentos financieros. Si bien, limitaremos nuestro objeto de análisis a aquellas concreciones más relevantes por su mayor empleo y significación, de modo que nos permita alcanzar, un panorama lo más completo posible del estado de la cuestión.

Es más, la distinción entre estas manifestaciones se puede enfocar desde diferentes ángulos, esto es, las divergencias y semejanzas pueden encontrarse en aspectos legales, económicos, fiscales y contables, y por supuesto, sociales, psicológicos y culturales. Conscientes, de que la riqueza de factores observados ofrecerá una visión más completa y real, hemos tratado de acercarnos a las diferentes figuras desde estos diferentes puntos de vista.

Como punto de partida de este análisis y, con carácter general ha de tenerse en cuenta que, como indican los profesores Quesada y Rojo (1985, 15) la fusión constituye, la forma más completa de vinculación entre empresas, tanto desde el punto de vista jurídico como económico. La diferencia fundamental de este tipo de operaciones a las que califican de combinaciones de *iure* frente a otras combinaciones de *facto* como por ejemplo, la adquisición de empresas, estriba en que las primeras se rigen por el mantenimiento de la igualdad relativa de las partes combinadas, mientras que las segundas ignoran estas cuestiones de naturaleza política.

En otro sentido, una de las variables esgrimidas como elemento definidor de las fusiones frente al resto, reside en la contraprestación percibida por los accionistas de las sociedades disueltas, quienes en pago del patrimonio aportado reciben acciones de la

sociedad resultante de la fusión y, no cualquier otra forma de pago. Si bien, a fin de ajustar la relación de canje, puede entregarse una compensación en efectivo que como máximo puede representar el 10 por ciento del valor nominal de las acciones atribuidas (art. 247.2 TRLSA).

Otros rasgos esenciales que distinguen a las fusiones frente a otras formas de concentración, son los siguientes (Santandreu Martínez, 1990, 111):

- La necesidad para realizarlas del acuerdo consensuado de los accionistas.
- La exigencia de un período relativamente largo de tiempo.
- La existencia siempre de una distribución de poder entre los "fusionantes" y los "fusionados".
- La posibilidad de que surjan pasivos contingentes.
- El nacimiento de un problema por el estilo de *management*, en conexión con el reparto del poder.
- La complejidad en el establecimiento de las proporciones de cada parte en el reparto.

Junto a estas cualidades distintivas, hay, sin duda, que agregar las características jurídicas propias de la fusión, fundamentales para llevar a buen término esta tarea delimitadora. Como ya se comentó al referirnos al concepto de la fusión desde el ámbito legal, en toda fusión cabe distinguir tres elementos:

1. Disolución sin liquidación de una, de varias o de todas las sociedades que se fusionan.
2. Transmisión universal de los patrimonios de las sociedades disueltas a la nueva sociedad o a la sociedad absorbente.
3. Incorporación de todos los socios en la sociedad resultante de la fusión.

Por último, quisiéramos poner de relieve, que a los efectos de la comparación que realizaremos entre las diferentes figuras y las fusiones, dentro de éstas últimas incluimos a las dos modalidades de fusión contempladas en nuestro ordenamiento jurídico: fusión por absorción y fusión por constitución de una nueva sociedad.

1.3.1. EMPRESAS CONJUNTAS O *JOINT-VENTURES*

Previo al análisis de los pormenores relativos a las empresas conjuntas, conviene efectuar ciertas precisiones terminológicas referidas a la expresión *joint-venture*, con la que también se designa a este tipo de operaciones. Todo ello con el fin de soslayar cierta confusión en ella latente.

Ello se debe, a que tal vocablo ha sido traducido e interpretado de diversas maneras: "acuerdos de cooperación", "empresas conjuntas", "negocios conjuntos"..., etc. Por lo tanto, como acertadamente afirman Aragón Bueno y Haro Pérez (1997, 55) el concepto de *joint-venture* abarca formas de colaboración empresarial que van desde aquéllas explicitadas a nivel puramente contractual, nos estaríamos refiriendo en este caso a las llamadas *joint-ventures contractuales* o *non-equity joint-ventures*¹⁰, hasta aquellas otras que culminan en la constitución de una nueva sociedad con capital autónomo (conocidas como *joint-venture* societaria o *equity joint-venture*). Es precisamente a esta última forma de *joint-venture*, esto es, a la creación de "empresas conjuntas", a la que dedicamos nuestra atención en las líneas que siguen.

La creación de "empresas conjuntas" o *joint-ventures*, conforman una de las manifestaciones de cooperación empresarial y, por tanto, de concentración que mayor incremento han experimentado en los últimos años, en este sentido cabe hablar de una especie de renacimiento sobre todo a partir de los años setenta (Harrigan, 1988, 143).

Schaan, J.L. (1988, 33) define esta figura, diciendo que:

"En una Joint Venture dos o más matrices participan en el capital y en la gestión de una empresa de negocios para favorecer, a través de una inversión compartida, sus respectivas metas y objetivos"

Nos encontramos, pues, ante la constitución de una empresa filial común (Sánchez Calero, 1995, 641).

Los principales estudios teóricos y empíricos sobre ellas, coinciden en señalar que el rasgo distintivo de las "empresas conjuntas" reside en la creación de una nueva entidad

¹⁰ Al respecto Menguzzato y Renau (1995, 285) señalan que se trata de aquellas alianzas llevadas a cabo mediante licencias, franquicias, subcontratación, contratos I + D, servicios..., y acuerdos de *marketing*.

con personalidad jurídica propia, aunque con intereses circunscritos a las estrategias competitivas de los socios que la constituyeron a quienes corresponde su control legal.

Asimismo, la razón que estimula la elección de crear una “empresa conjunta”, frente a otras posibilidades de organizar las actividades objeto de colaboración, es la minimización de los costes de transacción que la misma supone (Valdés LLaneza, 1996, 135).

La elección de esta vía de cooperación en lugar de otras como la creación de filiales de plena propiedad, está especialmente aconsejada cuando (García Canal, 1996, 194-195)¹¹:

- existe una falta de conocimiento del mercado que se pretende alcanzar.
- debido a factores políticos, como pueden ser la presencia de restricciones gubernamentales a la inversión de empresas foráneas, o de un elevado riesgo político.

En este sentido, ésta ha sido una fórmula considerablemente utilizada para penetrar en los mercados de las antiguas economías socialistas (Lyles y Baird, 1994)

Una muestra de joint-venture en este último contexto es la sociedad Bash-Kelme establecida en la Federación Rusa y, formada por la empresa española Kelme y el Gobierno de la República Rusa y otras entidades; mientras que otro ejemplo referido a la primera razón aducida, sería el de la sociedad San Miguel Campofrío Corporation, constituida en 1992 con una inversión total de 3.000 millones de ptas, cuyo capital corresponde el 50 por ciento respectivamente a la compañía Campofrío y a Cervezas San Miguel y, que fue designada como herramienta para reforzar la internacionalización en el mercado asiático (El País, Negocios, 26/11/1995, pág. 12).

Un factor que ha merecido especial atención por parte de diferentes investigadores, se centra en la adecuada selección de los socios dispuestos a crear la nueva *equity joint-venture*. Así, Porter y Fuller (1988, 118) indican que la empresa conjunta será más eficaz cuanto mayor similitud exista entre las estructuras y métodos de gestión de los socios participantes en el proyecto, lo cual se logra cuando participan empresas con tamaños, perspectivas de crecimiento y experiencias semejantes. En esta línea se ha señalado que una

¹¹ Un profundo estudio sobre las *joint-ventures* desde el enfoque estratégico, puede encontrarse en Lyons (1991, 130-144).

de las dificultades que inciden en el fracaso de estas operaciones, radica precisamente en la incompatibilidad entre las culturas y procedimientos de gestión de los socios participantes (Geringuer 1988; Beamish *et al.*, 1991, 88).

Adviértase que estos mismos argumentos son aplicables a las fusiones, por lo que se trata de aspectos comunes a ambos procedimientos.

Por su parte, los profesores García Falcó y Martín Machín (1992, 66) consideran que los problemas que pueden desencadenar el fracaso de las *joint-ventures* son fundamentalmente ocasionados por las leyes *anti-trust* y las legislaciones nacionales de política de la competencia, las pérdidas de autonomía y control de los socios sobre la sociedad conjunta y, por último, el menoscabo de las ventajas competitivas a causa de cambios en el entorno empresarial.

En la esfera contable, podemos encontrar una delimitación de este concepto en la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 31. "Información financiera relativa a las participaciones en negocios conjuntos" del *International Accounting Standards Committee* (IASC); en concreto, consideramos que estas operaciones formarían parte de la tercera categoría contemplada en dicha norma¹², a saber:

- Entidades controladas conjuntamente: la cual supone la creación de una sociedad por acciones, una sociedad de personas u otras entidades, en las que cada partícipe tenga su participación; existiendo un control conjunto sobre su actividad económica.

El concepto de empresa conjunta es equivalente al de empresa multigrupo, multidependiente o filial común, figura que en el ámbito de las disposiciones comunitarias sólo aparece recogida en la Séptima Directiva¹³ (art.32), a cuyo efecto se señala que los

¹² En la NIC 31 en relación al concepto de *joint-venture* se distinguen tres categorías: las operaciones controladas conjuntamente, los activos controlados conjuntamente, y por último las entidades controladas conjuntamente.

Un pormenorizado estudio sobre el proceso de promulgación de la NIC 31, puede consultarse en York y Larson (1993, 531-554).

Asimismo, una traducción de esta norma puede encontrarse en Gonzalo y Túa (1997) y, Montesinos (1992).

¹³ CONSEJO DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS. "Séptima Directiva del Consejo, de 13 de junio de 1983, basada en el artículo 54, párrafo 3, punto g) del Tratado de Roma, relativa a las cuentas consolidadas (83/349/CEE)"

estados miembros podrán autorizar o prescribir que esa otra empresa aparezca en las cuentas consolidadas empleando el método de consolidación proporcional (Montesinos Julve, 1993, 655).

En el marco de la legislación mercantil española, tal figura no se halla regulada de forma expresa, aunque dentro del Derecho contable pueden encontrarse ciertas referencias a las empresas multigrupo. Así en la introducción del Plan General de Contabilidad (PGC), se indica que:

"se entenderá por empresa multigrupo aquella que éste gestionada conjuntamente por una empresa del grupo o la entidad o persona física dominante, y uno o varios terceros ajenos al grupo de empresa." (apartado 19).

Nótese, que de acuerdo con ello, en la formación del multigrupo aparte de empresas dotadas de personalidad jurídica, también pueden intervenir personas físicas.

Por su parte, el Código de Comercio se refiere a ellas en su sección Tercera sobre "Presentación de las cuentas de los grupos de sociedades", en particular al mencionar la consolidación de los estados financieros. El concepto que de éstas se ofrece se circunscribe a aquellas sociedades gestionadas conjuntamente por una sociedad del grupo y otra u otras ajenas al mismo (art. 47.1).

En definitiva, de cuanto antecede se desprende que las empresas que intervienen en la creación de la *equity joint-venture* aportan a la nueva sociedad creada, parte de su patrimonio y, a cambio, reciben acciones representativas del capital social de ésta última, así como los beneficios que la misma genere. Hay que subrayar que, en contraposición a la fusión, no son los accionistas de las empresas que forman la *joint-venture* quienes reciben dichas acciones, sino las propias empresas. Ello conlleva que las tareas de management sean compartidas entre las empresas que la promovieron, las cuales no pierden su personalidad jurídica y sólo se desprenden de una parte de su patrimonio.

Cabe constatar, no obstante, cierta semejanza con la fusión, en concreto con la fusión con creación de nueva sociedad, puesto que también se produce la constitución de una nueva sociedad, dotada de personalidad jurídica distinta a la de las sociedades que la promovieron. Claro está, esta peculiaridad no se cumple en el caso de fusión por absorción. Además, hay que recordar que comparten las dificultades relativas al encuentro de culturas y métodos de gestión dispares, que inclusive pueden llegar a ser antagónicos. Conviene agregar que, sin embargo, la empresa conjunta puede crearse con voluntad de permanencia

en el tiempo o, también sin ella, puesto que es posible que en sus Estatutos se contemple un plazo de duración determinado.

En contraposición con las fusiones, aquí no se verifica la transmisión universal del patrimonio ni tampoco la extinción de las empresas constituyentes de la *joint-venture*, y tal como se apuntó anteriormente, a tenor de lo contenido en el PGC, en su formación además de empresas con personalidad jurídica pueden participar personas físicas.

En relación con el orden social o psicológico, en la fusión se producen reestructuraciones o alteraciones en el organigrama de personal con cambios en los puestos de mando y, frecuentemente reducciones de plantilla laboral, motivados por el solapamiento de funciones o actividades. Y así, por ejemplo, la absorción en España de Boots Pharmaceuticals por Laboratorios Knoll (ambas pertenecientes a Bash) supuso una reorganización de actividades de la que se derivó una reducción de personal y la desaparición de la producción de la empresa absorbida y, ello debido a la duplicidad que la absorción generó desde el punto de vista comercial, industrial y administrativo (El País, Negocios, 18/2/1996, pág. 9).

Estas reestructuraciones no tienen por qué producirse obligatoriamente en la creación de “empresas conjuntas” o, al menos, pueden presentar un carácter menos duro; aunque, por supuesto, pueden generar trasvases de personal.

Las similitudes y discrepancias constatadas entre ambas formas de concentración, en forma resumida, pueden observarse en el cuadro 3.

CUADRO 3

Comparación de la *joint-venture* y la fusión

CARACTERES	JOINT-VENTURE	FUSIÓN
Disolución de empresas involucradas	No	Sí
Personalidad jurídica propia	Sí	Sí
Creación de nueva empresa	Sí	Sí/No
Transmisión universal de patrimonios	No	Sí
Pérdida de autonomía en la gestión de las empresas que la forman	No	Sí
Contraprestación mediante acciones	Sí	Sí
Contraprestación a las empresas que intervienen	Sí	No
Incorporación de socios de las empresas participantes	No	Sí
Promovidas por personas jurídicas	Sí/No	Sí
Con patrimonio propio	Sí	Sí
Vocación de permanencia	Sí/No	Sí

1.3.2. LA AGRUPACIÓN DE INTERÉS ECONÓMICO

La aparición de la Agrupación de Interés Económico (en lo sucesivo AIE) debe observarse como una nueva fórmula de crecimiento externo estimulada por la Comunidad Europea con el propósito de que las empresas europeas alcanzaran tamaños más adecuados ante la gran competencia de los mercados. En este contexto, se crea el 25 de Julio de 1985 la Agrupación Europea de Interés Económico (Reglamento núm. 2137/85 del Consejo) con la intención de ser un instrumento de cooperación económica supranacional que compensara los efectos de rechazo contenidos en otras fórmulas como las adquisiciones y fusiones empresariales, de modo que las empresas europeas agruparan algunas de sus actividades, tales como las de I + D, distribución y venta o, el tratamiento de datos por ordenador (AECA, 1992, 56).

Este sería el embrión del que nacería más tarde en España la AIE, forma equiparable a nivel nacional. Esta se halla regulada por la Ley 12/1991, de 29 de Abril, de Agrupaciones de Interés Económico y, con carácter supletorio, por las normas de la sociedad colectiva. Precisamente, en el preámbulo de la Ley 12/1991 se indica que se trata de una nueva figura asociativa creada con el fin de facilitar o desarrollar la actividad económica de sus miembros, y que viene a cubrir el espacio ocupado por la antigua figura española de las Agrupaciones de Empresas, que se encontraba regulada por la Ley 18/1982¹⁴ y que desaparecen precisamente con la entrada en vigor de la Ley 12/1991. Se añade que la AIE está llamada a desempeñar una función análoga a la de su equivalente europeo, la Agrupación Europea de Interés Económico. No obstante, pese al gran paralelismo existente entre ambas normas, en el caso español, con inspiración en el Derecho alemán, se ha optado por regularla con carácter supletorio por las normas de la sociedad colectiva en aras de una mayor economía normativa y de cohesión de nuestro Derecho. En contraposición, la Agrupación Europea de Interés Económico disfruta de un régimen legal autónomo, desvinculado de otros tipos societarios, siguiendo una clara inspiración francesa.

Las principales connotaciones de la AIE, consisten en que a diferencia de otras figuras asociativas como las Uniones Temporales de Empresas, sí que posee personalidad jurídica propia y carácter mercantil (y en consecuencia, deben inscribirse en el correspondiente Registro Mercantil).

¹⁴ Ley 18/1982, de 26 de mayo, de Agrupaciones y Uniones temporales de empresas y sociedades de desarrollo regional: régimen fiscal, BOE 9 de Junio de 1982.

Ahora bien, una característica especialmente significativa de esta figura estriba en que, no posee ánimo de lucro en sí misma, pues su finalidad es facilitar el desarrollo o mejorar los resultados de las actividades de sus socios (art. 2). Por ello su objeto social se restringe sólo a una actividad económica auxiliar de la de éstos últimos¹⁵, no pudiendo poseer directa ni indirectamente participaciones en las sociedades que la integran, ni administrar o controlar de forma directa o indirecta las actividades de sus socios o terceros (art. 3).

Es más, la AIE se halla dotada de una gran flexibilidad, puesto que puede ser constituida y registrada sin que sus miembros realicen aportaciones, esto es, sin desembolso de capital, e incluso sin tener patrimonio. Siendo, sin duda, ésta una apreciable ventaja frente a los desembolsos que pueden originar otras fórmulas de crecimiento tales como la adquisición de empresas. Otra faceta atractiva que poseen, reside en que sus miembros no pierden su propia personalidad jurídica ni su capacidad de dirección o autogestión, a diferencia de la fusión.

En esta línea, Costa (1991, 4-5) considera que una manifestación del carácter personalista de esta forma asociativa reside en el hecho de que no sea imprescindible la existencia del capital o fondo patrimonial, al igual que sucede en las sociedades colectivas.

El lado negativo, por contra, consiste en la responsabilidad personal y solidaria de los socios por las deudas de la AIE, aunque sea con carácter subsidiario de ésta última (art. 5).

Por otro lado, se establece que sólo podrán crear una AIE aquellas personas físicas o jurídicas que desempeñen actividades empresariales, agrícolas o artesanales, así como por entidades no lucrativas dedicadas a la investigación y por quienes ejerzan profesiones liberales.

La administración recaerá en una o varias personas designadas en la escritura de constitución o nombradas por acuerdo de los socios (art. 12). Luego, a través de este vínculo, la gestión de la AIE está controlada por los miembros que la crearon.

En relación con los beneficios o pérdidas procedentes de la actividad de la AIE, éstos se consideran como de los socios; debiendo ser repartidos entre ellos de acuerdo con

¹⁵ Ejemplos de estas actividades económicas auxiliares pueden verse en Costa (1991, 5).

lo estipulado en los Estatutos de la AIE y, en el caso de no haberse previsto, en partes iguales (art. 21).

Su régimen fiscal, contenido inicialmente en los artículos 23 a 29 de la Ley 12/1991, ha sido modificado por la nueva Ley 43/1995 del Impuesto sobre sociedades. Este se caracteriza por la aplicación del régimen de transparencia fiscal en la tributación por el Impuesto sobre Sociedades y, la exención en el Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados de las operaciones de constitución, aportación de los socios y su reducción, disolución y liquidación, así como los contratos preparatorios y demás documentos cuya formalización constituya legalmente presupuesto necesario para la constitución.

En el aspecto contable, se establece la obligación de que sus socios residentes lleven en sus registros contables cuentas perfectamente diferenciadas para reflejar las relaciones que, como resultado de la realización del objeto de la AIE, mantengan con ella (art. 28).

Y en general, la AIE deberá cumplir las normas del Código de Comercio referidas a la contabilidad y, de acuerdo con ellas, determinar sus resultados (Amat y Moya, 1994, 199).

En síntesis, podemos decir que esta figura tendrá la obligación de elaborar sus cuentas anuales, al menos siguiendo el modelo abreviado, tal y como se contempla en la cuarta parte del PGC.

A la vista de las cualidades expuestas de la AIE, algunas de las diferencias que presenta con la fusión son que, en ésta última pueden intervenir empresas relacionadas previamente, a través de la posesión de acciones del capital de unas por otras. Estas participaciones pueden alcanzar a su totalidad, pues como hemos tenido la ocasión de comprobar, una sociedad puede absorber a otra cuyo capital le pertenece íntegramente o incluso, puede existir una participación recíproca. En cambio, la AIE tiene prohibida la participación en el capital de las empresas que la forman; extendiéndose tal impedimento, hasta la posibilidad de dirigir o controlar directa o indirectamente las actividades de sus socios o de terceros. De manera, que en esta figura queda perfectamente garantizada la independencia y autonomía en la gestión de las empresas que en ella intervienen, con lo que se alienta a la intervención de pequeñas empresas que pudieran estar temerosas de perder su soberanía en la gestión y, de esta manera pueden verse beneficiadas de una colaboración provechosa para su actividad. Es más, sobre este aspecto queremos subrayar que consideramos que la AIE es la forma asociativa que mayores garantías de independencia

ofrece a sus socios, precisamente por estas cautelas legales.

Otras divergencias entre la fusión y la AIE se materializan en el hecho de que en esta última, no se produce la disolución de ninguna de las empresas participantes, ni la transmisión universal de sus patrimonios (recuérdese que puede incluso constituirse sin existir aportaciones), ni tampoco se verifica, la incorporación directa de sus accionistas. Coinciden en que la aportación de patrimonio, si se produce, en ambos casos tiene como contrapartida la entrega de títulos de la empresa resultante del proceso. Sin embargo, en la fusión la reciben los accionistas de las sociedades participantes, mientras que, en la AIE son las propias empresas quienes las perciben y, ello en un proceso de cooperación que se desarrolla al margen de los accionistas.

Además, en la fusión sí se producen movimientos de acciones en el capital de las empresas participantes, explicitados en el canje de títulos. En cambio, la creación de la AIE no supone ninguna alteración de esta naturaleza para las empresas que en ella intervengan.

Por último, en cuanto al factor de la intención de continuidad de esta colaboración, podemos interpretar que sí existe, pero por supuesto no lo será en los mismos términos que en la fusión; pues siempre será más fácil separarse de una AIE que desandar el camino recorrido en una fusión.

En relación con el plano social o psicológico, al tratarse de una fórmula de colaboración, que desarrolla precisamente actividades complementarias a las de sus empresas miembros, no deben originarse duplicidades de actividades y funciones y, en consecuencia, consideramos que las repercusiones e incertidumbres suscitadas sobre las plantillas laborales, serán mucho más leves que en el caso de la fusión.

En resumen, estas coincidencias y discrepancias entre la AIE y la fusión, pueden verse de forma sintética en el cuadro 4.

CUADRO 4

Comparación de la AIE y la fusión

CARACTERES	AIE	FUSIÓN
Disolución de alguna empresa	No	Sí
Personalidad jurídica propia	Sí	Sí
Creación de nueva empresa	Sí	Sí/No
Transmisión universal de patrimonios	No	Sí
Pérdida de autonomía en la gestión de las empresas que participan	No	Sí
La nueva entidad cuenta con patrimonio propio	Sí/No	Sí
Incorporación de socios de las empresas que participan	No	Sí
Promovidas por personas jurídicas	Sí/No	Sí
Objeto social restringido	Sí	No
Contraprestación a empresas	Sí	No
Contraprestación mediante acciones	Sí	Sí
Vocación de permanencia	Sí	Sí

I.3.3. UNIONES TEMPORALES DE EMPRESAS

Entre las variadas expresiones de cooperación temporal, descuellan las uniones temporales de empresas (UTES), éstas han cobrado un especial auge en nuestro país y, valga como muestra la evolución experimentada en el número de las que fueron inscritas en el correspondiente registro del Ministerio de Economía y Hacienda. Véase al respecto el siguiente cuadro.

CUADRO 5

Evolución de las UTES españolas

AÑO	82/85*	86	87	88	89	90	91	92	93	94
Nº UTES	157	251	216	310	368	434	678	536	558	775

* media.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la Secretaría de Estado de Hacienda (1995, 1994).

Es sobre todo, en el sector de la construcción en donde con mayor frecuencia se emplean las UTES y, ello debido a las especiales condiciones de este tipo de actividad, donde se acometen obras por pedidos de gran volumen y con un largo período de elaboración, lo que hace que para desarrollarlas con éxito, se precise de la colaboración de varias empresas, a fin de compartir riesgos y trabajos, pues pueden ser muy variados los tipos de tareas necesarios para completar el producto final.

La regulación legal de esta figura se sustenta fundamentalmente en la Ley 18/1982, de 26 de mayo, de Régimen Fiscal de Agrupaciones y Uniones Temporales de empresas, la cual ha sido modificada en algunos pasajes por la Ley 12/1991 de Agrupaciones de Interés Económico. Conforme a su régimen jurídico, el concepto de UTE en ella contenido sería el de un sistema de colaboración entre empresarios, que pueden ser sociedades o no, por tiempo cierto, determinado o indeterminado, a fin de desarrollar o ejecutar una obra, servicio o suministro (art. 7.1 y 8.b). Cabe además extraer entre otras, las siguientes notas características:

1. Las UTES carecen de personalidad jurídica propia (art. 7.2).

2. Para su creación se realizará un contrato que se formalizará mediante escritura pública y, que no habrá que inscribir en el Registro Mercantil, sino que, voluntariamente, podrá inscribirse en uno de carácter administrativo previsto en el Ministerio de Economía y Hacienda, que permite acceder a un régimen fiscal especial, con ciertos beneficios fiscales (muy similar al de la AIE). Si bien, este régimen se ha visto en parte alterado por la Ley 43/1995 del Impuesto sobre sociedades; consistiendo esencialmente en:
 - la aplicación de transparencia fiscal en el Impuesto sobre sociedades, y
 - la exención en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados de las operaciones de constitución, ampliación, reducción, disolución y liquidación.
3. Su duración se extenderá hasta que finalice la realización de la obras o la prestación del servicio o suministro que constituya su objeto, estipulándose una duración máxima de 10 años, prorrogable excepcionalmente (art. 8.c).
4. Existirá la figura de un gerente único con poder de representación de la UTE, es decir, con capacidad para ejercitar derechos y contraer obligaciones (art. 8.d).

Éste depende del Consejo o Comité de Gerencia, máximo órgano de las UTEs, en el que cada empresa está representada por un integrante.
5. Sus miembros responden frente a terceros con carácter solidario e ilimitado por los actos y operaciones realizadas en el beneficio común (art. 8.e).
6. En los Estatutos debe establecerse las aportaciones realizadas por sus miembros al fondo operativo común (en caso de existir), y los formas de financiar o sufragar las actividades comunes (art. 8.e). Igualmente, deberá recogerse el sistema de participación de sus miembros en los resultados obtenidos por las UTEs.
7. Están obligadas a presentar la declaración y documentación contable relativa a cada ejercicio económico en la forma que reglamentariamente se señale (art. 16.2).

Sobre esta última cuestión, quisiéramos poner de relieve que, la Instrucción de 26 de junio de 1996, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, sobre legalización y depósito de cuentas de las entidades jurídicas en el Registro Mercantil, especifica que, serán objeto de depósito, las cuentas anuales de aquellas entidades que, sin tener la condición legal de empresarios están obligadas a ello en virtud de alguna disposición expresa (norma segunda). A la vez que también se exige la legalización de sus libros¹⁶.

En consecuencia, esta disposición establece la obligación de depósito así como la legalización de libros para las UTEs, pues la propia instrucción se refiere al tratamiento de aquellos supuestos peculiares en que se produce el depósito de cuentas de entidades que, en cambio, no se hallan inscritas en el propio registro, como es el caso de estas figuras.

Quizá debido en parte, a que como hemos comentado, sea el sector de la construcción en el que con mayor fuerza aflora esta forma de cooperación; por ello, al aprobarse el 27 de enero de 1993 las Normas de Adaptación del Plan General de Contabilidad a las empresas constructoras, se aprovechó la ocasión para intentar enmendar una promesa incumplida. En efecto, desde que la Ley 18/1982 estableciera la obligación de las UTEs de presentar la declaración y documentación contable correspondientes a cada ejercicio económico según posterior desarrollo reglamentario que lo regulase, la cuestión había sido abandonada.

En concreto, se dedica a las UTEs la norma de valoración 21 de la quinta parte de esta adaptación sectorial. En ella, se especifican las reglas y criterios de valoración aplicables en la contabilidad de las transacciones que las UTEs realicen, así como su integración y contabilización en las sociedades que forman parte de la misma¹⁷.

En relación con el aspecto contable, cabe añadir que con posterioridad, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, en adelante ICAC, (1993c, 58) respondería a una serie de consultas realizadas acerca de su contabilidad. En estas respuestas, se indicó que tales normas eran aplicables a las UTEs formadas en cualquier sector de actividad y no

¹⁶ Un interesante comentario sobre esta instrucción puede verse en Giménez Barriocanal (1996,91-93).

¹⁷ Sobre su tratamiento contable pueden consultarse entre otros: Quesada Sánchez y Jiménez Montañés (1996, 52-59); Esteo Sánchez (1995b, 129-150); García Martínez y Villanueva García (1995, 137-154); Gutiérrez Viguera (1993, 185-197).

exclusivamente en el de la construcción.

Por tanto, las UTEs como las fusiones son un medio de concentración empresarial, al mismo tiempo que, no obstante, no desemboca en la creación de una nueva empresa o en la formación de otra mayor, como sucede en la fusión, pues no se crea ningún tipo de sociedad provisto de personalidad jurídica propia. Al mismo tiempo que tampoco se verifica la extinción de ninguna de las empresas participantes.

En consecuencia, al no producirse la creación de sociedad alguna, no es posible una contraprestación en forma de acciones a los accionistas de las empresas participantes, ni siquiera a las propias empresas, toda vez que, tampoco existe la obligación de realizar ninguna aportación. En todo caso, las empresas se verán recompensadas por los beneficios que se derivaran de la misma.

Otro factor, que las separa es el de la voluntad de permanencia en el tiempo, pues las UTEs, como su propio nombre indica, son formas con una vida limitada al objeto que propició su formación, es decir, una determinada obra, servicio o suministro, desapareciendo a su conclusión. Por tanto, las empresas que participan en su creación no pierden la autonomía en su propia gestión; aunque, lógicamente, se verán condicionadas por la actividad desarrollada en común. Si bien, por otro lado comparten la gestión de las UTEs, puesto que los correspondientes gerentes únicos de éstas últimas, dependen del Consejo o Comité de Gerencia que se halla integrado por representantes de las diferentes empresas intervinientes.

En otro orden de ideas, hay que indicar que, pese a que pueden existir aportaciones a las UTEs, éstas son potestativas. Por lo que, si se acordaran, nos encontraríamos ante una aportación parcial de patrimonio, que podría consistir por ejemplo en un activo.

Asimismo, también conviene remarcar que, aunque gozan de ciertas ventajas fiscales, en cambio sus miembros responden frente a terceros con carácter solidario e ilimitado por los actos y operaciones realizadas por la UTE; mientras que en la fusión, sí se posibilita la limitación de la responsabilidad a las aportaciones sociales, tal es el caso en que la empresa resultante de la fusión sea una sociedad anónima o una sociedad de responsabilidad limitada.

En el ámbito social y psicológico las repercusiones que suponen las UTEs sobre los empleados de las empresas afectadas son menos severas que en la fusión, máxime cuando sólo afectan durante un período de tiempo limitado.

En síntesis, la comparación entre estas dos figuras, puede contemplarse en el cuadro 6.

CUADRO 6

Comparación de las UTEs y la fusión

CARACTERES	UTEs	FUSIÓN
Disolución de alguna empresa	No	Sí
Personalidad jurídica propia	No	Sí
Creación de nueva empresa	No	Sí/No
Transmisión universal de patrimonios	No	Sí
Con patrimonio propio	Sí/No	Sí
Pérdida de autonomía en la gestión de las empresas que la forman	No	Sí
Contraprestación mediante acciones	No	Sí
Incorporación de socios de las empresas participantes	No	Sí
Promovidas por personas jurídicas	Sí/No	Sí
Vocación de permanencia	No	Sí

I.3.4. ADQUISICIÓN DE UNA RAMA DE ACTIVIDAD

Al margen de la posible adquisición particular de un activo, una sociedad también puede desear adquirir una determinada sección de otra empresa o división técnica, formada por un conjunto de activos y pasivos relacionados y, que pueden ser tratados como una unidad, con su correspondiente conjunto de valores inmateriales relativos a su clientela, imagen o nombre social (fondo de comercio), e incluso también el personal y el conjunto de contratos y convenios sociales son transferidos al comprador (Egg, 1993, 15).

Precisamente, al hablar de adquisición de rama de actividad, nos referimos a aquella operación en la que una sociedad, sin disolverse, procede a ceder o aportar a otra, una parte de su patrimonio (o rama de actividad), recibiendo como contraprestación acciones de la sociedad beneficiaria de la aportación.

Esta figura, cabe identificarla en el marco fiscal español con la llamada aportación no dineraria de ramas de actividad (art. 97.3, Ley 43/1995) o con la aportación de activos en el ámbito comunitario¹⁸.

Si consideramos la operación desde el enfoque de la sociedad que transfiere sus activos, dado que se trata de una negociación entre empresas, la sociedad receptora de la aportación asignara acciones a la sociedad transmitente y no a sus accionistas; hallándonos en tal circunstancia en presencia de una segregación y no de una escisión de la sociedad aportante (Vicent Chuliá, 1995, 314).

En este mismo sentido se expresan Blesa *et alt.* (1996, 227), para quienes existe una diferencia esencial entre la escisión parcial y la aportación de rama de actividad, cual es que, en ésta última las acciones recibidas por la aportación quedan en poder de la sociedad aportante; mientras que en la escisión pasan a manos de los accionistas de la sociedad escindida.

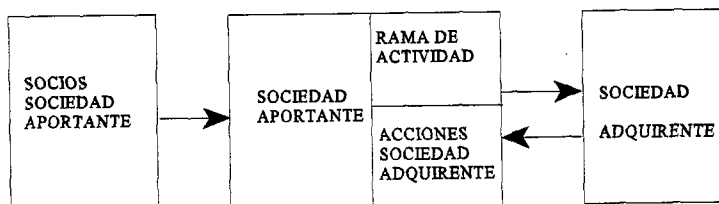
Estos mismos autores añaden que, en la aportación de rama de actividad, la sociedad aportante no experimenta una reducción de su neto patrimonial, sino que, lo único que se produce es una permuta de activos: la rama de actividad por títulos de la sociedad receptora; quedando estos valores en el activo de la sociedad aportante sin que sus socios

¹⁸ Directiva 90/434/CEE relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones realizados entre sociedades de diferentes estados miembros, de 23 de julio de 1990.

vean alterada su participación accionarial. La aportación no dineraria de ramas de actividad puede representarse tal como mostramos en el gráfico 1.

GRÁFICO 1

Aportación no dineraria de ramas de actividad



Nótese que, a través de esta operación y, a diferencia de lo que sucede en la fusión, no se obtiene el patrimonio íntegro de la empresa, sino una parte de él (o una porción de la empresa) y, precisamente sólo aquella que interesa, con la ventaja de no tener que hacerse cargo de otras secciones empresariales que pueden suponer un lastre.

En conclusión, junto a un mismo tratamiento fiscal que se hallaba estipulado en la Ley 29/1991 y que se ha visto modificado por la nueva Ley del Impuesto de Sociedades (Ley 43/1995), esta figura comparte con la fusión: la remuneración mediante acciones, la intención de su continuidad en el tiempo y, la pérdida de control sobre el patrimonio aportado por parte de la sociedad que realiza la aportación, pasando a ejercerlo la sociedad que lo recibe. En contraposición, no participa de la extinción de, al menos una de las sociedades intervinientes, ni de la transmisión universal del patrimonio pues en este caso sólo es parcial, ni tampoco se produce la incorporación de los socios de la empresa objeto de la operación, puesto que las acciones quedan en poder de la sociedad y no de sus accionistas.

En relación con la perspectiva humana y laboral, esta modalidad presenta consecuencias menos drásticas que la fusión, puesto que una parte del patrimonio no se transfiere, si bien los efectos son más duros que en las anteriores formas de colaboración analizadas.

Una exposición sintética de esta comparación puede observarse en el cuadro 7.

CUADRO 7

Comparación de la adquisición de rama de actividad y la fusión

CARACTERES	ADQUISICIÓN DE RAMA DE ACTIVIDAD	FUSIÓN
Disolución de alguna empresa	No	Sí
Creación de nueva empresa	No	Sí/No
Transmisión universal de patrimonios	No	Sí
Pérdida de autonomía en la gestión de las empresas que la forman	No	Sí
Pérdida de control sobre el patrimonio aportado	Sí	Sí
Contraprestación mediante acciones	Sí	Sí
Contraprestación a las empresas	Sí	No
Incorporación de socios de las empresas participantes	No	Sí
Promovidas por personas jurídicas	Sí	Sí
Vocación de permanencia	Sí	Sí

I.3.5. ADQUISICIÓN DE PARTICIPACIONES

Otra manifestación ampliamente utilizada de crecimiento externo así como de concentración empresarial se produce cuando una empresa procede a adquirir participaciones integrantes del capital de otra. No obstante, esta compra de títulos puede presentar diferentes posibilidades y así, puede poseer un carácter parcial o total, esto es, el número de participaciones objeto de adquisición puede representar una cantidad insignificante respecto al volumen total de capital, de modo que se trate de meras inversiones en activos financieros; o por contra, en el otro extremo estaría la situación en la que se pretende lograr el control total sobre la sociedad objeto de la operación precisamente a través de la adquisición de todos los valores que integran su capital social. Por supuesto, en la práctica encontraremos posiciones intermedias, en las que junto a la obtención de un número de acciones que puede representar o no, un porcentaje superior al 50 por ciento del capital social, puede también coexistir el control del Consejo de Administración de la sociedad, o asimismo, puede producirse el hecho de que la dirección de la empresa destinataria de la toma de participación puede estar formada por personas de confianza de la sociedad que pretende su control.

Otro criterio sustancial que permite delimitar estas adquisiciones de títulos, es el período de tiempo por el que se pretende mantener dicha participación; pues éste determina si mediante esta operación sólo se pretende obtener una rentabilidad fruto de una inversión temporal, como sucedería con las llamadas sociedades de cartera o sociedades de inversión mobiliaria o; en cambio, representa una participación con vocación de permanencia en el tiempo que no se encuentra ligada a los avatares de las cotizaciones bursátiles.

Pues bien, en este contexto cuando se produce la compra de todos los títulos y ésta adquisición presenta un carácter permanente, a esta modalidad se la conoce como compra de sociedad o, “venta de capa” en el ámbito jurídico si se considera desde el punto de vista de la empresa que vende sus títulos (Vicent Chuliá, 1991, 873).

Si la adquisición de acciones posee, en cambio, un carácter parcial y permanente, pueden distinguirse fundamentalmente tres situaciones:

- que se trate de una participación insignificante, que no conlleve ninguna influencia sobre la empresa afectada;
- que aunque no supere el 50 por ciento de los títulos, suponga un porcentaje que junto a otra serie de mecanismos o, convenios con otros accionistas,

implique una unidad de decisión por controlar la gestión o administración de la empresa; y

- el caso en que se posee más del 50 por ciento del capital social, donde según el TRLSA la sociedad posee la mayoría de votos en las Juntas generales de accionistas y de esta manera puede designar los miembros del Consejo de Administración y, en definitiva, controlar la dirección de la sociedad.

Estos dos últimos casos, que pueden desembocar en la compra de sociedad, conducen a la formación de grupos de sociedades.

Desde este enfoque, dentro de las variantes que ofrece la adquisición de participaciones, consideramos como verdaderas modalidades de crecimiento externo y de concentración empresarial y, por tanto, comparables a la fusión: a la compra de sociedades y a la formación de grupos de sociedades, sin que las restantes adquisiciones de acciones satisfagan estas cualidades.

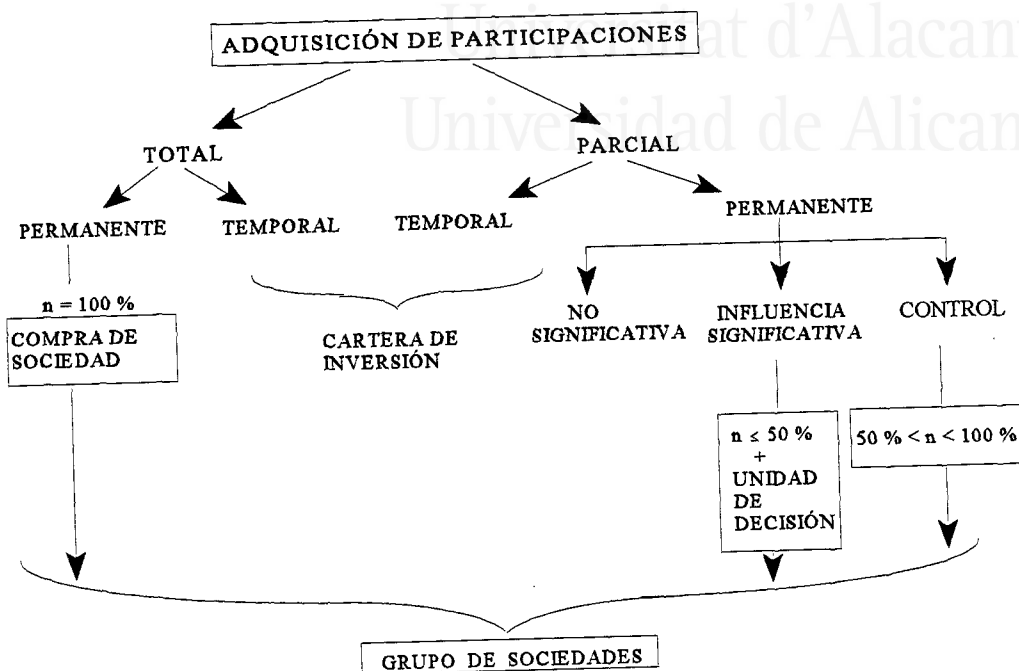
Para una mejor aclaración de los conceptos expuestos véase el gráfico 2, en el que “n” representa el número de participaciones adquiridas.

Por otro lado, conviene destacar que si la compra de valores es significativa y por tanto conlleva el control de la sociedad por parte de la sociedad adquirente o, se pretende la compra total de todos sus títulos (compra de sociedad) y, además se cumple que estas operaciones están dirigidas sobre sociedades que cotizan en bolsa, en estas situaciones obligatoriamente debe realizarse una oferta pública de adquisición de acciones (OPA); siendo éste el único instrumento legalmente válido para llevar a cabo estas tomas de participación.

Una vez contemplado el panorama global de las posibles concreciones en las que se materializa la compra de títulos, en los siguientes epígrafes pasamos a comparar las fusiones empresariales con la creación de grupos de sociedades y, la compra de sociedad; así como, aquellos casos en que éstos procesos se producen en empresas cotizadas.

GRÁFICO 2

Formas de adquisición de participaciones



1.3.5.1. Grupos de sociedades

La conceptualización de esta vía de crecimiento empresarial, no es tarea fácil, por ello en general, la doctrina, concedora de que los medios para obtener el control de unas empresas sobre otras son muchos y variados, ha empleado como vehículo delimitador del grupo de empresas, fundamentalmente tres elementos o variables; éstos son:

- el elemento financiero: basado en el número de participaciones poseídas en el capital de otras empresas;
- el elemento contractual: sustentado en la existencia de relaciones contractuales que pueden ser de tipo comercial, de suministro de tecnología e incluso de financiación y;

- el elemento personal: cuyo substrato se halla en el hecho de que exista la posibilidad de dominar el Consejo de Administración de las sociedades que se pretenden dominar, a través del control de sus miembros, y en definitiva, de las personas que integran la dirección de las empresas. Ello por su puesto, abarca posibilidades como las de designar los componentes del Consejo de Administración o de que coincidan sustancialmente las personas físicas que dirigen las distintas sociedades.

Y así, las figuras de *cartels* y *trust* cabría situarlos dentro de los grupos identificados atendiendo al elemento contractual, mientras que los *holdings* lo serían en función del elemento financiero, ya que en estos últimos, el nexo de unión que se crea, es de naturaleza esencialmente financiera, sustentado en la participación en el capital de unas empresas en el de las otras.

Mención especial, merece el *keiretsu*¹⁹ japonés, en el que se combinan a la vez los elementos financieros y contractuales. Este, consiste en un grupo de compañías federadas alrededor de un gran banco, una compañía comercial o una firma industrial; siendo un ejemplo ilustrativo de esta figura, el conocido grupo Mitsubshi. El papel del *keiretsu* en el marco económico japonés es especialmente relevante puesto que más de la mitad de todas las corporaciones que cotizan en bolsa en Japón son miembros de alguno de estos grupos industriales.

La participación en un *keiretsu* supone por lo general, la propiedad recíproca del capital social común dentro del grupo. Estas coparticipaciones accionariales son pequeñas si se observan bilateralmente, pero son importantes si consideramos el grupo como conjunto. Además, habitualmente se establecen acuerdos mutuos de no enajenar tales participaciones, que son escrupulosamente cumplidos. Unido a este accionariado cruzado, existen normalmente convenios comerciales, que se suelen acompañar también de otros acuerdos de crédito comercial recíproco (Kester, 1993, 46-51).

Junto a esta distinción de los grupos, otra de las que goza de mayor difusión es aquella que los clasifica en:

- a) Grupos de subordinación o centralizados: serían aquéllos que se rigen siguiendo el principio de subordinación a la dirección única. Y en este sentido, en ellos cabe diferenciar una sociedad dominante y una o varias

¹⁹ Un interesante estudio de los grupos *keiretsu* puede encontrarse en Santos Arrarte (1991, 46-54).

dominadas (o filiales). De forma que la autonomía jurídica de las sociedades dominadas adolece de contenido real en la práctica.

- b) Grupos de coordinación o descentralizados: los basados en el principio de coordinación de las direcciones autónomas con la dirección central, en donde la unidad de decisión se logra en virtud de la colaboración entre las distintas empresas. Por lo que la incorporación al grupo no significa la pérdida de independencia en su actuación en el mercado.

Centrando nuestra atención sobre los grupos de sociedades en el marco legal español, hay que señalar como punto de referencia, que éstos han sido tratados considerando que se hallan inspirados en el principio de subordinación (Sánchez Calero, 1995, 641).

Pero lo que más destaca de nuestro ordenamiento legal en relación con esta materia, es el hecho de que la delimitación del concepto de grupo de sociedades en nuestro Derecho no es uniforme. En efecto, como muy bien señala el profesor Álvarez Melcón (1995, 2-3) no existe una delimitación única, sino que la establecida en el Código de Comercio, no coincide con la contenida en el ámbito fiscal, ni con la contemplada en la Ley reguladora del Mercado de Valores, ni con la relativa al grupo de entidades financieras, ni tampoco a efectos de la consolidación de un grupo consolidable de entidades aseguradoras para calcular el margen de solvencia.

Desde una perspectiva fundamentalmente económica, el grupo puede ser contemplado como un conjunto de sociedades jurídicamente independientes que forman una unidad económica sometida a una dirección única a nivel estratégico (Fernández Fernández, 1993, 11).

Por su parte, los profesores Montesinos *et al.* (1990, 9) indican que un grupo de empresas está formado por una empresa dominante o matriz (también denominada tenedora cuando su dominio procede de una participación) que controla las políticas financieras y operativas de otras empresas, llamadas dependientes, filiales o subsidiarias.

Asimismo, entre otras posibles definiciones, el concepto de grupo de sociedades puede ser formulado:

"... diciendo que es el conjunto de sociedades sometidas a una misma dirección económica, la cual se instrumenta y consigue mediante una rica variedad de mecanismos contractuales o de propiedad accionarial. En ocasiones los mecanismos del control se presentan mezclados o combinados." (Broseta Pont, 1994, 389)

Para Embid Irujo (1987), dos parámetros esenciales, caracterizan al grupo de sociedades:

- a) la existencia de una relación de dependencia, bien directa o indirecta, de una o varias sociedades (las dominadas) en relación con otra (la dominante) y,
- b) el ejercicio de una dirección única, por parte de la sociedad dominante, sobre el conjunto de las demás, de manera que todas ellas actúan en el mercado siguiendo la lógica de una sola empresa, y ello sin perjuicio de la conservación de la personalidad jurídica propia de cada una de estas sociedades.

Volviendo a la regulación legal propia del grupo de sociedades en nuestro Derecho, ésta se encuentra dispersa y, conforme a la opinión de los expertos precisa una adecuada regulación. Si bien, encontramos algunas de las referencias más relevantes sobre los mismos en:

- El Código de Comercio (art. 42 a 49) al referirse a la presentación de las cuentas de los grupos de sociedades²⁰.
- El TRLSA en su artículo 87 al expresar el concepto de sociedad dominante, en relación con los negocios sobre las propias acciones en el ámbito de la sociedad anónima.
- La Ley 24/1988 del mercado de valores, en su artículo 4, posteriormente modificado en su redacción por la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras (desarrollada por el Real Decreto 1343/1992).

²⁰ Estos artículos fueron introducidos con motivo de la Ley 19/1989 y, supusieron la incorporación en nuestro Derecho de la consolidación de las cuentas anuales regulada en la Séptima Directiva.

Asimismo la Ley 2/1995 sobre sociedades de responsabilidad limitada ha introducido algunas normas sobre los grupos de sociedades, entre ellas se encuentra la nueva redacción del art. 42.6 del Código de Comercio.

La noción de grupo de sociedades contenida en estas disposiciones es la siguiente: según el artículo 4.º de la Ley 24/1988 (habida cuenta de la mencionada modificación posterior), se estimará pertenecientes a un mismo grupo:

"las entidades que constituyan una unidad de decisión porque alguna de ellas ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de las demás, o porque dicho control corresponda a una o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto".

A continuación, se añade en dicho artículo que se presupone que existe una unidad de decisión cuando:

1. al menos la mitad más uno de los consejeros de la dominada sean consejeros o altos directivos de la dominante, o de otra dominada por ésta; o
2. cuando concurra alguno de los supuestos contemplados en el apartado 1 del artículo 42 del Código de Comercio.

En este último texto legal, se indica que una sociedad mercantil está obligada a formular cuentas consolidadas cuando se encuentre, respecto a otras sociedades, en alguno de los siguiente cuatro supuestos:

- a) Que posea la mayoría de los derechos de voto.
- b) Que tenga la capacidad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del Consejo de administración.
- c) Que pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con otros socios, de la mayoría de los derechos de voto.
- d) Que haya nombrado con sus solos votos la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores.

Asimismo, el Código de Comercio, en relación con los derechos de voto aquí contemplados señala que, a los poseídos por la sociedad dominante deben añadirse aquellos otros que estuvieran en poder de otras sociedades

por ella dominadas, así como en manos de otras personas que actúen en su propio nombre, pero por cuenta de alguna de aquéllas (art. 42.2).

En definitiva, la concepción de grupo de sociedades recogida en nuestra legislación, toma como elemento identificativo del mismo, la existencia de una unidad de decisión sobre las sociedades del grupo, que puede explicitarse a través del control de la mayoría de los derechos de voto o mediante el control de la administración o gestión.

Por otro lado, hay que significar que el grupo de sociedades no posee personalidad jurídica propia distinta a la de las empresas que lo integran (Sánchez Calero, 1995, 644).

A los efectos del ámbito contable, en el marco de la incorporación a nuestro Derecho de la Séptima Directiva relativa a las cuentas consolidadas y, aparte de lo establecido en el Código de Comercio relativo a la elaboración de las cuentas de los grupos de sociedades, hemos de destacar que en tanto que grupo de sociedades, como conjunto unitario, éstos, con carácter general, tienen la obligación de presentar sus cuentas anuales consolidadas. Si bien, existen ciertas excepciones como aquéllas establecidas en atención al tamaño del grupo. Aunque, pueden presentarse de forma voluntaria por aquellos grupos no obligados legalmente.

La elaboración de tales cuentas anuales se halla establecida en el Real Decreto 1815/91, de 20 de diciembre, por el que se aprueban las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas. Además, habrá de cumplirse con los preceptos contenidos en el TRLSA relativos a las cuentas anuales (art. 171 a 174) y, en el Reglamento del Registro Mercantil sobre la presentación y depósito de las cuentas consolidadas (art. 372 a 374).

Conviene señalar que al margen de estas cuentas anuales consolidadas, las distintas empresas que componen el grupo deben elaborar sus propias cuentas anuales individuales. En este contexto, el PGC (punto 19 de su Introducción) señala que deben recogerse de manera separada las operaciones relativas a empresas del grupo, exigiéndose en las cuentas anuales la inclusión de información detallada sobre el concepto de grupo en él especificado (véase Cuarta Parte, norma 11.^a y, apartado 8.2 de la memoria); aunque el concepto que aquí se ofrece de empresa del grupo difiere del expresado en la comentada regulación mercantil.

Con relación al enfoque fiscal, hay que poner de relieve que, éste se ha visto alterado por la modificación del Impuesto sobre sociedades realizada mediante la Ley

43/1995 (art. 78 a 96). En esta norma legal, se establece la tributación de los grupos de sociedades en régimen de consolidación, de manera que aquellas empresas que hayan optado por su elección, no tributarán en régimen individual. Aquí la definición que se incluye de grupos de sociedades a efectos fiscales, varía; pues se emplea fundamentalmente, como criterio de delimitación la posesión de derechos de voto de la sociedad dominante sobre las dominadas; exigiéndose en tal caso que la sociedad dominante posea sobre la dependiente, una participación, directa o indirecta, de al menos, el 90 por 100 del capital social.

Este nuevo régimen de tributación consolidada²¹ supone ventajas sustanciales sobre el régimen general del Impuesto sobre Sociedades, como son: el diferimiento de impuestos, la mejora de la rentabilidad por la ausencia de retenciones en determinados casos o la inmediata compensación de resultados negativos y deducciones en cuota (Blesa *et al.*, 1996, 196).

Llegado este punto, pasamos a abordar la comparación entre la formación de grupos de sociedades y la realización de fusiones.

Quizá, la principal diferencia o la que con mayor facilidad se percibe, reside en el hecho de que en la fusión, al menos una de las sociedades implicadas pierde su personalidad jurídica, cuando no todas (fusión por constitución). En cambio, aquí, las sociedades conservan su propia personalidad jurídica. No obstante, ello no es óbice para que se produzca una alteración en el control y dirección de las empresas pertenecientes al grupo, puesto que, ahora, es la empresa matriz o dominante quien lo ejerce y, no las empresas dominadas. En definitiva, podemos constatar que, no se verifica una pérdida de independencia jurídica, aunque sí de autonomía económica; siendo éste último, un rasgo común con las fusiones.

En opinión de Loring Miró (1995, 321) en estas operaciones se produce, un cambio de los socios; mientras que la sociedad continúa siendo la misma.

En otro sentido, una de las peculiaridades de esta figura estriba en la posibilidad de negociación personal y directa con los diferentes accionistas para la adquisición de sus títulos, no necesitándose contar con el acuerdo de la Junta General de accionistas, tal como ocurre en la fusión. Aunque, en la práctica en las fusiones, esta decisión se acuerda

²¹ Sobre esta regulación del régimen de tributación consolidada puede verse, entre otros: Vela Ródenas (1996, 523-543) y, Lara y López (1996, 498-509); Córdor y López (1997, 15-37).

previamente entre el *staff* directivo de las empresas involucradas, para después presentarlo ante la Junta General de accionistas, quien normalmente aprueba el acuerdo. Ahora bien, cuando en la fusión todos los accionistas participan en el proceso, aquí siempre pueden existir accionistas minoritarios que no estén dispuestos a enajenar sus títulos.

Por otro lado, el grupo de sociedades carece de personalidad jurídica propia, mientras que, a diferencia, en la fusión el proceso siempre culmina en una única empresa dotada de personalidad jurídica.

En cuanto a la remuneración que reciben los accionistas, ésta puede consistir en efectivo o, cualquier otro pago en especie, incluyendo la entrega de acciones que forman parte del capital de la sociedad matriz, aunque puede considerarse el efectivo como el medio de pago más típico. Por tanto, en relación con este punto existe discrepancia con la fusión, aunque sí que coinciden en que esta remuneración es recibida directamente por los propios accionistas y, además, en el caso de que éstos recibieran como pago, acciones del capital de la sociedad dominante, también se produciría su incorporación en el grupo.

Sobre esta cuestión quisiéramos destacar que puede suceder que la sociedad adquirente no disponga de los recursos suficientes para realizar el pago o, que no lo estime conveniente para sus intereses y, decida por ello, recurrir al endeudamiento para financiarlo (al menos, en una parte). A estas operaciones que son financiadas a través de créditos a largo plazo, que se amortizan tomando también como garantía los activos y recursos que genere la empresa objeto de la adquisición, se les conoce como compras apalancadas o LBO (*leverage buyouts*)²².

Con respecto a la vertiente social, aquellas compras de participaciones que aseguren el control de la gestión de otra empresa, pueden significar reestructuraciones de plantillas y cambios en los cuadros de mandos bastante similares a los que pueden manifestarse en la fusión. Igualmente, pueden aparecer conflictos de carácter cultural cuando la empresa matriz imponga sus métodos de trabajo y gestión a las filiales.

Por último, otra de las características que también comparten con la fusión es la vocación de permanencia en el tiempo.

²² Otras modalidades consisten en que éstas compras apalancadas sean realizadas por el propio equipo directivo de la sociedad objeto de la operación. A éstas se les denomina MBO (*leverage management buyouts*). E incluso, también puede producirse la compra apalancada de la empresa por sus propios empleados (conocida como *leverage employe buyout*). Sobre esta cuestión puede verse Peel (1995, 92-101); Post (1994, 20); Mascareñas (1989, 919-948; 1996, 227-274).

Veamos, a continuación, en el cuadro 8 cómo se plasman esas diferencias y semejanzas frente a las fusiones.

CUADRO 8

Comparación de los grupos de sociedades y la fusión

CARACTERES	GRUPOS DE SOCIEDADES	FUSIÓN
Disolución de alguna empresa	No	Sí
Personalidad jurídica propia	No	Sí
Creación de nueva empresa	No	Sí/No
Transmisión universal de patrimonios	No	Sí
Pérdida de autonomía en la gestión de las empresas que la forman	Sí	Sí
Contraprestación mediante acciones	Sí/No	Sí
Contraprestación a las empresas que la forman	No	No
Incorporación de los socios de las empresas participantes	Sí/No	Sí
Promovidas por personas jurídicas	Sí/No	Sí
Vocación de permanencia	Sí	Sí

I.3.5.2. Compra de sociedad

En esta modalidad se realiza la adquisición por parte de una sociedad de todas las acciones de las que consta el capital de otra, esto es, se produce la compra de la sociedad.

Esta operación, en el plano jurídico es clasificada como una fusión impropia, en virtud de su gran afinidad con la fusión propiamente dicha. Recuérdese, que tal como se comentó al hablar del concepto de fusión, la Ley contempla expresamente la posibilidad de que la sociedad adquirente pueda decidir a continuación, absorber esta sociedad previamente adquirida.

Tal como aparece en el gráfico 2, se trataría de aquellas compras de acciones o tomas de participación que presentan un carácter total y por supuesto, permanente. Por lo que el factor que las diferencia frente a los grupos de sociedades en general reside en que ahora la participación se extiende a todas las acciones, mientras que en los primeros no se exige esta condición. En consecuencia, los puntos en común entre esta operación y las fusiones empresariales son sustancialmente las especificadas anteriormente en relación con los grupos de sociedades.

Si bien, quisiéramos remarcar que la compra de sociedad, entendida en los términos expuestos, no implica el traspaso en bloque de todo el patrimonio de la sociedad adquirida como sucede en la fusión, puesto que el mismo no se transfiere de una empresa a otra, sino que, permanece en la sociedad objeto de la compra; variando, por tanto, sólo la propiedad de dichas acciones que pasa desde los accionistas a la empresa compradora. Aunque, en la práctica, desde el punto de vista económico la sociedad adquirente puede actuar como si los dos patrimonios formaran uno solo.

I.3.5.3. El caso de las empresas cotizadas: la OPA

Hemos visto que, una empresa en lugar de recurrir a fusionarse con otras, puede elegir crecer mediante la compra de participaciones en otras empresas. En esta situación, la dirección de la empresa que es objeto de ello, puede oponerse y tomar una serie de medidas en este sentido. Pero además, en el supuesto de que la empresa objeto de la operación, cotizara en bolsa, la sociedad adquirente sólo tendría la oportunidad de adquirir diariamente un número pequeño de títulos, de modo que, el proceso se prolongaría excesivamente en el tiempo con la consiguiente perturbación sobre la cotización de las

acciones y, con el agravante de que no se tendría la seguridad de poder alcanzar la participación deseada.

En estas circunstancias, las empresas pueden realizar una oferta pública de adquisición de acciones (OPA), término que se corresponde con las *Take Over Bids* en el Derecho inglés y, las *Tender Offers* en Estados Unidos.

A través de ellas, se hace pública la decisión de adquirir acciones de una determinada sociedad durante un plazo establecido y en unas condiciones claramente especificadas, con lo que se permite de forma más ágil, a la sociedad adquirente la adquisición de participaciones parcial o total de la sociedad objeto de la operación.

Estas ofertas de adquisición pueden ser formuladas por personas físicas o jurídicas y se dirigen a los titulares de las acciones u, otros valores que incorporen la opción a la conversión o a la adquisición de éstas (Sánchez Calero, 1995, 266).

La OPA en nuestro ordenamiento jurídico se encuentra regulada fundamentalmente en los artículos 60 y 61 de la Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 y, por el Real Decreto 1.197/1991, de 26 de julio sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 2/10/1991), modificado parcialmente por el Real Decreto 437/1994, de 11 de marzo.

Su régimen legal se caracteriza en esencia, por considerar a esta figura como un mecanismo obligatorio para adquirir una participación significativa y por admitir que se formulen OPAs parciales que no abarquen la totalidad de los valores con derecho a voto actuales o potenciales. A estos efectos, se considera participación significativa en sus correspondientes casos todas aquéllas que representen porcentajes iguales o superiores al 25 por ciento y al 50 por ciento del capital de la sociedad afectada.

Paralelamente, cabe distinguir cuatro supuestos en los que la OPA es obligatoria a fin de adquirir en una sociedad la participación de capital significativa que proceda (Uría, 1995, 675), siendo éstos:

- Las operaciones de reducción de capital contempladas en el art. 3.2 del Real Decreto 1.197/1991.
- La modificación de Estatutos de una sociedad en la que exista un socio que posea más del 50 por ciento de los votos.

- La adquisición indirecta de una participación significativa en las operaciones de fusión o toma de control de otra sociedad.
- Los casos de reducción de capital mediante adquisición de acciones propias.

Esta figura, admite diferentes clasificaciones siendo una de las más extendidas aquélla que distingue entre OPA hostil y voluntaria según encuentre la oposición o no de los directivos de las empresas afectadas. En el ámbito del Derecho suele diferenciarse entre OPA obligatoria, voluntaria y competidora.

Sin ánimo de adentrarnos en detalle en esta última cuestión y, a los efectos de nuestro análisis comparativo, interesa destacar que cuando una sociedad pretenda adquirir una participación significativa en el capital de otra sociedad que cotice en Bolsa, obligatoriamente debe realizar una OPA.

En lo que se refiere a la forma de pago esta puede consistir en dinero, valores o en una combinación de ambas. Aunque, en determinados casos, como en las OPAs competidoras, se exige que sea en efectivo. Es de destacar, que en relación con el pago mediante valores, la empresa adquirente no sólo puede ofrecer valores admitidos a cotización en una bolsa de valores, sino también otros valores pendientes de emitir por la propia sociedad.

Se trata, pues, de una figura compleja puesto que, por un lado, puede ser contemplada como un instrumento que permite adquirir participaciones que conducen a la creación de grupos de sociedades o compra de empresas, esto es, como un instrumento empleado para alcanzar determinadas modalidades de crecimiento y concentración empresarial; pero por otro lado, si se observa desde el punto de vista de que sólo a través de ella es posible realizar estas modalidades cuando se trata de sociedades cotizadas, podría considerarse en sí misma como una vía de crecimiento y concentración.

En este sentido Tapia (1996, 334) señala que se trata de un fenómeno de concentración que puede ser considerado como fin o como medio. Y así, si se contempla como fin o resultado, la OPA se situaría en el Derecho de Sociedades, en concreto en el de las Sociedades Anónimas, donde ha sido calificada como “fusión impropia”; mientras que considerada como medio o instrumento cabría insertarla en el Derecho del Mercado de Valores, en particular en el Derecho bursátil.

De cuanto antecede, se deduce que el resultado obtenido mediante una OPA ofrece notables puntos de coincidencia con una fusión, puesto que, en ambos casos se produce una entrega de títulos y una unidad de gestión. No obstante, existen otras diferencias relevantes, que coinciden con las apreciadas en el caso de la formación de grupos y compra de sociedades, pues no debe olvidarse, que la OPA permite desarrollarlas en el marco de las empresas cotizadas. En efecto, la diferencia más relevante que las distingue se refiere a la intervención de un organismo público, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que se encarga de velar por el cumplimiento de la legalidad vigente. Se trata, de un mecanismo perfectamente regulado, del que se beneficia los accionistas de la sociedades objeto de la oferta, en especial, si se trata de pequeños accionistas, ya que la OPA garantiza que accedan en igualdad de trato. En cambio, si se tratara de sociedades no cotizadas y, sólo se deseara alcanzar una participación parcial, normalmente sólo intervendrían en la negociación los accionistas mayoritarios. Además, habitualmente se les ofrece una prima, situándose el precio de compra de la acción por encima de su valor de cotización.

Por tanto y, con el ánimo de evitar ser reiterativos, remitimos a los comentarios efectuados con motivo de los grupos de sociedades y la compra de empresas, incluyendo lo referente a la posibilidad de financiar estas operaciones (LBO). Un ejemplo de estas prácticas financieras se produjo en la OPA lanzada durante febrero de 1996 por el grupo británico de ocio Granada sobre el grupo Forte PLC, propietario de hoteles y restaurantes, en donde la financiación planificada residió precisamente en la venta de los establecimientos hoteleros de Forte PLC, entre los que se encontraba el hotel Ritz de Madrid (El País, Negocios, 28/1/1996, pág. 8).

I.3.6. ADQUISICIÓN GLOBAL DE PATRIMONIO

Desde la perspectiva legal, en la doctrina suele distinguirse una serie de operaciones de concentración empresarial pertenecientes al Derecho de sociedades, que aún guardando una gran semejanza con las fusiones, no cumplen todos los presupuestos jurídicos que configuran a éstas últimas, ya que no se sigue el procedimiento legal estipulado para las fusiones. No obstante, tales diferencias son prácticamente insignificantes en el campo económico. A estas operaciones, tradicionalmente se las denomina fusiones impropias, aunque no podemos decir que exista unanimidad acerca de la consideración o no como tales, de determinados supuestos. Dentro de ellas, se suele incluir a los casos ya comentados en el epígrafe precedente, en que se produce la compra de todas las acciones de otra sociedad (compra de sociedad) y, aquel otro en que se origina la toma de control sobre la sociedad sin verificarse la compra de todas las acciones. Junto a ellos se suele incluir, la adquisición global de patrimonio (o también llamada cesión global del patrimonio social si se contempla desde el punto de vista de la empresa que efectúa la cesión), así como la venta-fusión.

Pasamos, a continuación, a abordar la adquisición global de patrimonio. En ella se produce la transmisión o canje de todo el patrimonio de una sociedad a otra. En este caso, una sociedad acuerda con otra, transmitirle mediante precio todo su patrimonio (activo y pasivo), de modo que la sociedad compradora recibe toda la empresa de la vendedora, a la que entrega el precio pactado.

Esta figura, como tal, no constituye una operación societaria sino un contrato de transmisión de la empresa social, que produce sus efectos en el momento de otorgarse la escritura pública y, no en el de su inscripción en el Registro Mercantil, puesto que no es posible; siendo sus efectos los característicos de la transmisión de empresa o establecimiento: servir de título único para la transmisión de cada uno de los elementos del patrimonio, que seguirán su respectiva ley de circulación (Broseta Pont, 1994, 344).

En relación con el precio pactado, hay que indicar que éste puede consistir en dinero o en acciones del capital de la empresa adquirente, que la misma posea en autocartera o, mediante ampliación de capital (Vicent Chuliá, 1995, 314).

A ello, hay que agregar que se trata de una decisión que es competencia de la Junta general o de los socios de la sociedad, por exceder del objeto social.

Así las cosas, aunque las analogías existentes con la fusión son notorias, no se trata de una verdadera fusión. Y ello, porque no implica la disolución de la sociedad que cede su patrimonio, sino que ésta puede mantener su propia personalidad jurídica; no cumpliéndose, tampoco, la agrupación de los socios de las dos sociedades que intervienen; puesto que si, la contraprestación consiste en acciones de la sociedad receptora, éstas las recibe la empresa cedente y no directamente sus accionistas.

Además, según Sequeira Martín (1993, 109) tampoco es posible hablar de transmisión universal de patrimonio.

De acuerdo con todo ello, en el cuadro siguiente establecemos de forma resumida, la comparación de ambas figuras.

CUADRO 9

Comparación de la adquisición global de patrimonio y la fusión

CARACTERES	ADQUISICIÓN GLOBAL DE PATRIMONIO	FUSIÓN
Disolución de alguna empresa	No	Sí
Creación de nueva empresa	No	Sí/No
Transmisión universal de patrimonios	No	Sí
Pérdida de autonomía en la gestión de las empresas	Sí	Sí
Contraprestación mediante acciones	Sí/No	Sí
Contraprestación a las empresas	Sí	No
Incorporación de socios	No	Sí
Vocación de permanencia	Sí	Sí

1.3.7. VENTA-FUSIÓN

Esta modalidad supone, al igual que sucede en la venta de todo el patrimonio de una sociedad a otra, que una sociedad transmite a otra todo su patrimonio, la cual, al recibirlo, aumenta su capital según el valor de lo recibido entregando las acciones representativas de su aumento a la sociedad transmitente o aportante. Esta sociedad sustituye en su patrimonio su anterior activo empresarial por las nuevas acciones emitidas por la sociedad receptora de la empresa (Motos, 1953).

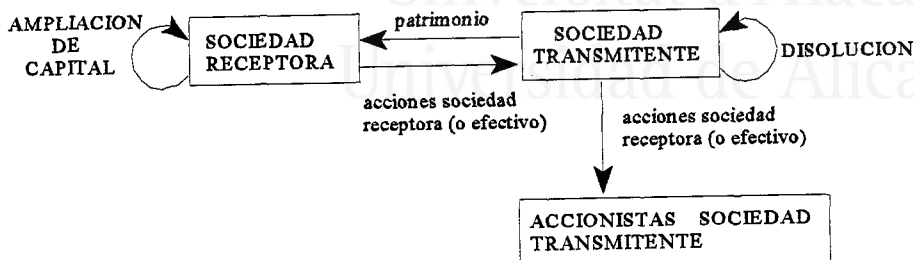
No obstante, lo que caracteriza a esta figura, es que a continuación la sociedad transmitente entrega a sus accionistas las acciones que recibe de la sociedad receptora. Claro está, previa disolución, pero sin que sea necesaria su liquidación. Ahora bien, los accionistas no están obligados a convertirse en socios de la sociedad adquirente sin su consentimiento, sino que podrán exigir el pago de la cuota de liquidación en metálico, en el supuesto de que no deseen asumir una inversión de riesgo en la otra empresa (Vicent Chuliá, 1991, 876).

De acuerdo con ello, cabe distinguir los siguientes aspectos:

- Transmisión global del patrimonio de una sociedad a otra.
- Pago por la sociedad receptora con acciones propias, con el correspondiente aumento de su capital social o, en metálico si este fuera el caso.
- Disolución sin liquidación de la sociedad transmitente, con entrega de las acciones recibidas a sus socios en concepto de cuota de liquidación, pasando con ello a integrarse en la nueva sociedad receptora.

En forma esquemática, pensamos que esta operación puede representarse como mostramos en el gráfico 3.

GRÁFICO 3 Venta-fusión



Este procedimiento presenta, pues, grandes semejanzas con la fusión, en especial con la fusión por absorción. En efecto, por un lado, como en ésta última, se produce la concentración de los dos patrimonios empresariales en una sola sociedad sin que se constituya una nueva empresa; y, por otro lado, los accionistas de la sociedad transmitente se convierten en socios de la sociedad receptora.

Pero así como en la fusión los accionistas reciben siempre como remuneración de su aportación, acciones de la sociedad resultante sin que puedan solicitar otra forma de pago, ya que, como ya hemos comentado, sólo podrán recibir una pequeña cantidad en dinero, a los efectos de ajustar la relación de canje de los títulos. En cambio, a tenor de lo expresado por los especialistas, en la venta-fusión los accionistas pueden exigir que la remuneración sea en efectivo. Ello, supone que en la fusión, una vez adoptado el acuerdo por la junta general de accionistas, ninguno de los socios puede decidir que no participará en el capital de la empresa resultante, mientras que esta posibilidad sí existe en la venta-fusión.

El empleo de esta operación y no de la fusión, según la opinión de los juristas, se explica por el deseo de eludir el rígido sistema legal previsto para esta figura, en favor de la protección de los socios y de terceros acreedores.

Quisiéramos también apuntar que, no existe unanimidad entre los expertos acerca de la existencia o no de liquidación de la empresa disuelta en el procedimiento de la venta-fusión. Y así, autores como Sequeira Martín (1993, 109-110) consideran que siempre será

necesario actuar dentro del proceso liquidatorio aunque sólo sea para entregar las acciones a los socios de la sociedad que se disuelve, extremo que es contrario a la fusión. Asimismo, duda que, a pesar de realizarse la integración de los accionistas de la sociedad que se disuelve en la que recibe su patrimonio, esta integración se realice con un resultado similar al que se hubiera alcanzado de haberse empleado un procedimiento de fusión con una apropiada relación de canje.

Obviamente, los mecanismos legales y económicos utilizados pueden complicarse y, por ejemplo, la empresa que desea adquirir el patrimonio, puede optar por crear una empresa subsidiaria que actúe como vehículo de transferencia²³.

Una comparación sintetizada de estas dos figuras puede verse en el cuadro 10.

CUADRO 10
Comparación de la venta-fusión y la fusión

CARACTERES	VENTA-FUSIÓN	FUSIÓN
Disolución de alguna empresa	Sí	Sí
Creación de nueva empresa	No	Sí/No
Transmisión universal de patrimonios	Sí	Sí
Pérdida de autonomía en la gestión de las empresas que la forman	Sí	Sí
Contraprestación mediante acciones	Sí/No	Sí
Incorporación de socios	Sí	Sí
Promovidas por personas jurídicas	Sí	Sí
Vocación de permanencia	Sí	Sí

²³ Sobre este particular veáse, Mascareñas (1996, 305-307).

1.3.8. ANÁLISIS COMPARADO

La conclusión que puede extraerse de este proceso de reflexión, indica que las figuras estudiadas, aunque presentan indudables semejanzas con la fusión no pueden ocupar su espacio en el panorama de las formas de concentración y crecimiento empresarial. El factor, que quizás mejor resume la idiosincrasia de las fusiones, se sustenta en la vocación de unidad que las preside. La naturaleza de los vínculos que se crean entre las empresas, son del mayor compromiso posible. No se trata de colaborar por un tiempo establecido como en las UTEs o, sobre unas determinadas actividades complementarias como sucede en la AIE, o de compartir los riesgos de una nueva aventura empresarial mediante la creación de una “empresa conjunta” o adquiriendo una participación significativa en el capital de otra empresa, sino que consiste en unir los destinos futuros de las empresas y, mientras su actividad exista. En cualquiera de las modalidades contempladas resulta más fácil deshacer el nexo creado entre las empresas que en la fusión.

Ahora bien, podríamos pensar que esta unión también es posible conseguirla mediante la compra de sociedades. No obstante, existe una diferencia esencial con la fusión, en la compra de empresa no siempre existe la voluntad de los accionistas de las empresas afectadas de formar esa unidad, sino que en la mayor parte de los casos los socios de las empresas adquiridas dejan de formar parte del nuevo proyecto empresarial, pues no necesariamente deben seguir siendo accionistas de la sociedad resultante. En cambio, en la fusión esa misma unión se produce tras el acuerdo soberano de la Junta General de accionistas y, asegurando a todos ellos la posibilidad de participar en ese nuevo proyecto de empresa, cosa que no sucede en la adquisición.

Por último, como epílogo en el cuadro 11 mostramos una expresión sintética del análisis comparado de las diferentes figuras estudiadas.

CUADRO 11
Análisis comparado general

CARACTERES	FUSIÓN	JOINT-VENTURE	AIE	UTES	ADQUISICIÓN RAMA ACTIVIDAD	ADQUISICIÓN PARTICIPACIONES	ADQUISICIÓN GLOBAL DE PATRIMONIO	VENTA-FUSIÓN
Disolución de alguna empresa	Sí	No	No	No	No	No	No	Sí
Personalidad jurídica propia	Sí	Sí	Sí	No	Sí	No	Sí	Sí
Transmisión universal de patrimonio	Sí	No	No	No	No	No	No	Sí
Pérdida de autonomía en la gestión	Sí	No	No	No	No	Sí	Sí	Sí
Contraprestación mediante acciones	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí/No	Sí/No	Sí/No
Contraprestación a empresas	No	Sí	Sí	No	Sí	No	Sí	Sí
Incorporación de socios	Sí	No	No	No	No	Sí/No	No	Sí
Con patrimonio propio	Sí	Sí	Sí/No	Sí/No	Sí	Sí	Sí	Sí
Creación de nueva empresa	Sí/No	Sí	Sí	No	No	No	No	No
Promovidas por personas jurídicas	Sí	Sí/No	Sí/No	Sí/No	Sí	Sí/No	Sí	Sí
Vocación de permanencia	Sí	Sí/No	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí
Objeto social restringido	No	No	Sí	No	No	No	No	No

I.4. CAUSAS DE LAS FUSIONES DE EMPRESAS

Tal y como hemos puesto de manifiesto las fusiones, aparte de procedimientos de reestructuración empresarial, constituyen una de las estrategias de crecimiento externo con que cuentan las empresas en el entorno económico actual, caracterizado por la mundialización de los mercados, una tendencia creciente hacia la liberalización y desregulación y una mayor competencia que justifica la necesidad de compartir costes y riesgos. Las fusiones, además, frente al crecimiento interno suponen un ahorro superior del factor tiempo. Pero por otro lado, son procesos de concentración empresarial que pueden desembocar en la creación de monopolios u oligopolios con las repercusiones que ello conlleva sobre la posición de la empresa en el mercado y sobre la libre competencia.

Desde otra perspectiva la fusión ha sido contemplada como un proyecto de inversión, si bien, especialmente complejo. Este proyecto, de acuerdo con la aplicación del método del valor actual neto, sólo debería llevarse a cabo cuando genere unos flujos de caja actualizados superiores a los desembolsos que origine la operación.

En esta línea, Vázquez Ordás (1992b, 50) expone que el objetivo básico de una fusión es análogo al de cualquier otro proyecto de inversión, esto es, desarrollar una ventaja competitiva sostenible que no es posible alcanzar mediante ninguna otra estrategia alternativa; o bien, obtener dicha ventaja competitiva de una forma más económica que la que ofrece el crecimiento interno o los acuerdos empresariales.

Veamos, a continuación, cuáles son las principales teorías desarrolladas, así como las causas más relevantes que originan los procesos de fusión, prestando especial atención a las particularidades que las mismas presentan en el marco español.

I.4.1. PRINCIPALES TEORÍAS EXPLICATIVAS DE LAS FUSIONES

Aunque son abundantes las investigaciones realizadas acerca de cuáles son las causas que originan las fusiones empresariales, no se puede decir que sea una cuestión en la que se haya llegado a conclusiones definitivas.

Fundamentalmente, se pueden distinguir dos grandes líneas teóricas que sustentan o resumen el desarrollo de los diferentes motivos o teorías que pueden influir en la decisión de fusionarse dos o más sociedades, siendo éstas:

1. *El enfoque de la Teoría neoclásica de maximización del valor de los accionistas:*

Según la cual las fusiones tienen como explicación última, el incremento de valor y riqueza para los accionistas de las empresas fusionadas, explicitado mediante la consecución de sinergias que se generan a través de economías de escala, transferencia de habilidades y aumento de la cuota de mercado (Cartwright y Cooper, 1996, 20).

En la base de estas explicaciones se encuentran, pues, razones de tipo técnico y organizativo; destacando dentro de esta corriente la noción de sinergia. Al respecto, Ansoff (1965) consideró que ésta constituía un importante motivo para efectuar fusiones y, que la misma podía materializarse en las distintas áreas de una empresa: gestión, *marketing*, investigación, producción o, en el área financiera.

En suma, conforme a esta línea explicativa una sociedad juzgará conveniente la fusión con otra, siempre que tal operación reporte para ella un incremento de su beneficio por acción, lo que en última instancia, redundará en la creación de valor para los accionistas.

2. *El enfoque “gerencial” basado en la Teoría de la Agencia:*

En el marco económico actual, las sociedades anónimas se caracterizan por la separación de la propiedad y la dirección, ello viene motivado por el tamaño que alcanzan, basado en grandes aportaciones de capitales, por lo que los accionistas delegan su gestión en los directivos. En este contexto,

los socios son considerados como meros aportantes de recursos, semejantes a otros acreedores (Serra *et al.*, 1996, 25 y 53).

Desde esta concepción de la empresa como un conjunto de contratos, las causas explicativas de la fusión se circunscriben, sobre todo, al ámbito de los intereses personales de los directivos de las empresas y, no ya, de los accionistas. Y así, se consideran otras motivaciones estratégicas de la fusión como, el aumento del poder de mercado, el incremento del prestigio de los directivos o, el configurarse como un medio de defensa frente a una posible OPA.

En este enfoque, por tanto, en lugar de centrarse en el análisis de las posibles sinergias que la fusión puede generar, la operación se concibe en esencia como un proceso a través del cual un grupo de directivos trata de hacerse con el control empresarial; sin que, en ocasiones, la fusión se halle fundamentada desde un punto de vista económico (Martínez y Sanchis, 1990, 125-126).

En el plano práctico, la extensa literatura empírica sobre las motivaciones y efectos de las fusiones parece dar mayor soporte a estas últimas teorías "directivistas" que a las relativas a la maximización de la riqueza de los accionistas. Aunque, hay que indicar que las fuentes de ganancia derivadas de la fusión, sólo han sido explicadas en forma vaga y global (Peel, 1990, 116).

Quisiéramos, además, poner de manifiesto que estas dos grandes vertientes explicativas incluyen un conjunto de motivos, que poseen un carácter complementario y no excluyente. Las causas que desencadenan una fusión no se presentan de manera aislada, sino que son un cúmulo de razones y circunstancias las que determinan su realización. Por ello, en buena lógica, en cualquier proceso de fusión pueden aparecer enlazadas conjuntamente causas desarrolladas por cada una de estas dos corrientes.

1.4.2. EL EFECTO SINÉRGICO

Como hemos visto, una parte de la doctrina considera que la fusión puede ser fuente de sinergias, siendo ésta la explicación básica que subyace en la decisión de llevarla a la práctica. Analicemos en qué consiste este efecto y cómo se manifiesta.

El efecto sinérgico aparece cuando la unión de dos elementos, en nuestro caso dos o más empresas, arroja un resultado distinto a la adición aritmética de éstas. En este sentido, la sinergia se puede enunciar mediante la expresión:

$$"2 + 2 \neq 4"$$

Si se cumple la igualdad no se produce tal efecto; pudiendo, por tanto, presentar la sinergia un valor nulo, negativo y, por supuesto, positivo.

Desde el punto de vista de los intereses de las empresas involucradas en una fusión, sólo será atractiva la obtención de sinergias positivas, y en este sentido, éstas últimas han sido formuladas habitualmente como el efecto:

$$"2 + 2 = 5"$$

De acuerdo con este planteamiento, la fusión deberá realizarse si genera una sinergia positiva, de modo que el resultado obtenido de la combinación empresarial sea superior a la simple adición de sus componentes.

Este elemento sinérgico puede medirse en términos de rentabilidad y de riesgo, a través de la comparación de la rentabilidad y el riesgo de las firmas fusionadas con los que se hubieran alcanzado en el supuesto de mantenerse como empresas independientes. Conforme a ello existirá (AECA, 1981, 32- 36):

1. Sinergia positiva:

Si dadas dos empresas "X" e "Y" que deciden fusionarse (bien mediante fusión por absorción, bien mediante fusión por constitución), siendo el valor resultante de la operación "Z", se cumple que:

- a) Los rendimientos de la empresa "Z" son mayores que la suma de los rendimientos de las empresas "X" e "Y", si éstas últimas hubiesen actuado en forma independiente, esto es:

$$R_x + R_y < R_z$$

Siendo R_x = rendimiento de la empresa "X".

R_y = rendimiento de la empresa "Y".

R_z = rendimiento de la empresa "Z".

- b) Y/o el riesgo de la empresa "Z" sea menor que la suma de los riesgos de las empresas "X" e "Y", en el supuesto de no haberse fusionado.

Admitiendo que el riesgo empresarial puede expresarse como la variabilidad en la obtención de una determinada rentabilidad y que dicha variabilidad puede medirse mediante las desviaciones típicas de la tasa de beneficios, hablaremos de sinergia positiva si se cumple que:

$$\sigma_{rx} + \sigma_{ry} > \sigma_{rz}$$

Donde σ_{rx} = desviación típica de la rentabilidad de la empresa "X".
 σ_{ry} = desviación típica de la rentabilidad de la empresa "Y".
 σ_{rz} = desviación típica de la rentabilidad de la empresa "Z".

2. Sinergia negativa:

Ésta se producirá en el caso contrario, cuando cambian el sentido de las desigualdades, esto es:

- a) Si $R_x + R_y > R_z$
 b) Y/o cuando $\sigma_{rx} + \sigma_{ry} < \sigma_{rz}$

3. La sinergia será nula si:

La fusión no supone modificaciones a efectos de la rentabilidad ni del riesgo, es decir, cuando:

- a) $R_x + R_y = R_z$
 b) Y/o la desviación típica de la rentabilidad de la empresa combinada es igual a la suma de las desviaciones típicas de los resultados de las empresas combinadas.

En este ámbito, la estimación de la sinergia “potencial” resultado de la fusión no constituye un problema sencillo; pues para su cálculo es preciso recurrir a un análisis multivariante que habrá de tomar en consideración las sinergias potenciales que pueden generarse en las diferentes áreas funcionales de la empresa.

En síntesis, existirá un efecto sinérgico positivo derivado de la fusión:

- cuando para un mismo nivel de riesgo la fusión incremente la rentabilidad;
- cuando manteniéndose la rentabilidad la operación signifique una disminución del riesgo y,
- por último, cuando se genere a la vez un aumento de la rentabilidad y una disminución del riesgo.

En particular, estas sinergias pueden manifestarse en el plano (Ansoff, 1965; Durán, 1977, 115-117 y 194-198; Vázquez Ordás, 1992b, 51-63; Weston *et alt.*, 1990, 194-197; Trautwein, 1990, 284):

- a) *comercial o de marketing*: mediante la utilización conjunta de canales de distribución, almacenes, publicidad, etc.
- b) *productivo (sinergias operativas)*: a través de una mejor aplicación de las capacidades productivas gracias al empleo conjunto y eficiente de instalaciones, personal técnico y administrativo, almacenes, políticas de aprovisionamiento, etc.
- c) *de la gestión*: se habla de sinergias de gestión con relación a aquéllas que se consiguen mediante un cierto grado de centralización de las funciones contables, jurídicas y administrativas en general, así como de la utilización conjunta de unos competentes equipos directivos.
- d) *financiero*: las sinergias financieras aparecerán como consecuencia de una mayor capacidad financiera, un acceso más ágil a los mercados de capitales y unos menores costes financieros. Además de reducirse las probabilidades de quiebra o suspensión de pagos.

La cuantificación de estas sinergias constituye, sin duda, una tarea ardua y, en no pocas ocasiones, un exceso de valoración de las mismas que, puede también presentarse

unido a un mal seguimiento del proceso de integración “post-fusión”, concluye en el fracaso de la concentración. Además, hay que considerar que, si durante el proceso de negociación que precede a la fusión se produce una “sobreevaluación” de alguna de las empresas participantes, por ejemplo de la absorbida, en detrimento de la absorbente, a fin de conseguir la aquiescencia de los directivos y accionistas de la empresa objeto de la operación (o empresa objetivo), existirá una prima a favor de los accionistas de la sociedad objetivo que puede mermar los posibles efectos sinérgicos derivados de la fusión.

I.4.3. CAUSAS IMPULSORAS DE LAS FUSIONES

Aunque no existe consenso acerca de cuáles son los factores que justifican la realización de fusiones, la literatura anglosajona es la que cuenta con mayor tradición y en este sentido, puede considerarse como principal punto de referencia. Una síntesis representativa de las causas aducidas por algunos de estos autores puede observarse en el cuadro 12.

CUADRO 12
Causas explicativas de las fusiones según diversos autores

Boucher (1980)	Lev (1983)	Weston, Chung y Hoag (1990)	McCann y Gilkey (1990)
<p>I. Adquirir ventajosamente una compañía infravalorada.</p> <p>II. Alcanzar un crecimiento rápido.</p> <p>III. Encontrar demanda para productos y servicios adicionales.</p> <p>IV. Evitar riesgos asociados a la expansión interna.</p> <p>V. Crecimiento de beneficios por acción.</p> <p>VI. Adquirir una posición en el mercado.</p> <p>VII. Compensar las fluctuaciones cíclicas o estacionalidad de las operaciones actuales.</p> <p>VIII. Aumentar el poder y el prestigio de los actuales propietarios o directivos.</p> <p>IX. Incrementar la utilización de los medios existentes.</p> <p>X. Conseguir directivos y personal cualificado.</p> <p>XI. Abrir nuevos mercados para los productos o servicios existentes.</p>	<p>I. Sinergia (motivos neoclásicos):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sinergia financiera a corto plazo. - Efectos sobre beneficio por acción. - Mejora de la liquidez. - Efectos fiscales. <p>II. Sinergia financiera a largo plazo:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Aumento de la capacidad de endeudamiento. - Mejora del empleo de capital. - Reducción del endeudamiento. - Estabilidad de los beneficios. <p>III. Sinergia operativa:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Economías de escala. - Limitación de la competencia. - Adquisición de tecnología y equipos directivos competentes. - Extensión de productos y mercados. - Reducción de riesgo e incertidumbre. <p>IV. Infravaloración de la empresa objetivo:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ineficiencia del mercado. - Información privilegiada. - Análisis superior. - Sustitución de directivos ineficientes. <p>V. Motivos de la gerencia:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Necesidad de poder, tamaño y crecimiento. - Compensaciones salariales. - Diversificación del riesgo de recursos humanos. 	<p>I. Teorías de Eficiencia:</p> <p>A. Eficiencia diferencial directiva.</p> <p>B. Dirección ineficiente.</p> <p>C. Sinergia operativa.</p> <p>D. Diversificación.</p> <p>E. Sinergia financiera.</p> <p>F. Estrategia por cambios en el entorno.</p> <p>G. Infravaloración.</p> <p>II. Información y "signaling".</p> <p>III. Problemas de agencia y de dirección.</p> <p>IV. La Hipótesis del flujo libre de caja.</p> <p>V. Poder de mercado.</p> <p>VI. Impuestos.</p> <p>VII. Redistribución.</p>	<p>I. Reducción de riesgos y diversificación.</p> <p>II. Reacción competitiva.</p> <p>III. Percepción de activos infratutilizados.</p> <p>IV. Previsión de sinergias en mercados, finanzas, operaciones o recursos humanos.</p> <p>V. Beneficios legales y fiscales.</p> <p>VI. Acceso a nuevas tecnologías o procesos.</p> <p>VII. Motivaciones egocéntricas o psicológicas.</p>

(Continuación del cuadro 12)

Mace y Montgomery (1990)	Post (1994)	Rees (1995)	Gaughan (1996)
<p>I. Llevar a cabo un plan de desarrollo de una compañía.</p> <p>II. La consideración del tamaño por el tamaño.</p> <p>III. Ser una adecuada inversión.</p> <p>IV. Atender las necesidades del mercado.</p> <p>V. Obtener tiempo.</p> <p>VI. Conseguir conocimientos técnicos.</p> <p>VII. Conseguir diversificación de productos.</p> <p>VIII. Llevar a cabo una integración (economías de escala).</p> <p>IX. Sucesión en la dirección de la empresa.</p> <p>X. Dirección empresarial en solitario.</p> <p>XI. Cambios industriales y tecnológicos.</p> <p>XII. Dimensiones en la dirección.</p> <p>XIII. Líneas de producción desequilibradas.</p> <p>XIV. Consideraciones financieras.</p> <p>XV. Otras razones: lograr un incremento de la capacidad crediticia, conseguir directivos, etc.</p>	<p>I. Causas financieras.</p> <p>1. Liquidez del mercado de capitales.</p> <p>2. Precios y volumen del mercado de capital.</p> <p>3. Aprovechamiento y especulación de la firma.</p> <p>II. Causas estratégicas:</p> <p>1. Crecimiento.</p> <p>2. Ciclos empresariales.</p> <p>3. Entorno económico y político.</p> <p>4. Integración en el Mercado Común Europeo.</p> <p>5. <i>Staff</i>.</p> <p>6. Razones gerenciales.</p> <p>7. Defensa contra adquisiciones.</p> <p>III. Legislación, regulación e impuestos.</p>	<p>I. Razones de sinergia.</p> <p>II. Teoría de la agencia, endeudamiento y "free cash flow".</p> <p>III. Distorsiones contables (efectos sobre los beneficios por acción).</p> <p>IV. Infravaloración de la compañía objetivo.</p> <p>V. Motivaciones de los directivos</p>	<p>I. Sinergia:</p> <p>1. Sinergia operativa.</p> <p>2. Sinergia financiera.</p> <p>II. Diversificación.</p> <p>III. Motivos económicos.</p> <p>1. Integración horizontal.</p> <p>2. Poder de mercado.</p> <p>3. Integración vertical.</p> <p>IV. La hipótesis del orgullo arrogante.</p> <p>V. Motivaciones directivas.</p> <p>VI. Motivos fiscales.</p>

En el ámbito comunitario, la Comisión de las Comunidades Europeas en sus informes anuales sobre la política de la competencia (1989, 1990b, 1991, 1992 y 1993), ha estudiado las razones más significativas de las fusiones realizadas en este marco espacial. Si bien, las conclusiones expresadas en estos informes han de ser tomados con cierta cautela, pues los datos para determinar la incidencia de cada tipo de causa son obtenidos a partir de la prensa financiera. Las causas aducidas en estos informes son: la consolidación de la posición de mercado, la expansión, la reestructuración, la complementariedad, la diversificación, razones de I +D, la cooperación, y la sinergia. A estas razones hay que añadir otras dos incluidas en el Informe correspondiente al año 1993, a saber: la integración y la racionalidad. En los diferentes informes existe, además, un porcentaje en torno al 25 por ciento de las combinaciones, cuyas causas no han sido especificadas.

Por su parte, la OCDE (1974) elaboró un informe en el que distinguía once diferentes motivaciones²⁴: el crecimiento del poder de mercado, construir un imperio, conseguir beneficios del proceso de fusión, expandir la producción sin reducir precios, adquirir capacidad de producción a precios reducidos, obtener economías de escala reales, obtener economías financieras, racionalizar la producción, el uso de recursos complementarios, reducir riesgos mediante la diversificación, reflotar una empresa en crisis y obtener ventajas fiscales.

A la hora de sistematizar las distintas causas de las fusiones conviene significar que éstas, son múltiples y, en muchas ocasiones, se encuentran entrelazadas entre sí. Es más, con frecuencia, existe un abigarramiento con lo que serían los efectos derivados de estos procesos. Pese a ello y, al margen de otras posibles clasificaciones, consideramos que es posible agruparlas en dos grandes apartados:

- a) un primer bloque, al que denominamos "*causas internas*" en el que cabría incluir aquellas razones de la fusión desarrolladas en el propio seno de las empresas, cualquiera que fuera el enfoque esgrimido, es decir, el de la maximización de la riqueza del accionista o el de la gerencia y;
- b) otro, relativo a las que calificamos como "*causas externas*", esto es, aquellos factores que vienen impulsados por el entorno económico-político y legal en el que se desenvuelve las empresas afectadas y, que, por lo tanto,

²⁴ Una interesante comparación entre las causas sugeridas por la Comisión Europea y la OCDE puede verse en Garrido Miralles (1996, 54-58).

no forman parte del ámbito interno de las distintas empresa, aunque sí influyen sobre el mismo.

I.4.3.1. Causas internas

Constituyen quizá las razones más tradicionalmente esgrimidas y también las más estudiadas. Se trata de aquellas causas que se generan en el foro interno de la empresa y, que se hallan fundamentadas por las particulares circunstancias de cada empresa, esencialmente por sus condiciones económicas, así como por los intereses de sus propietarios o gerentes. En las líneas que siguen trataremos de sintetizar las principales razones aducidas en este ámbito.

1. Economías de escala y alcance:

a) Economías de escala

En virtud de ellas el incremento de la producción por unidad de tiempo significa una reducción del coste unitario del producto, gracias al reparto de unos mismos costes fijos e indivisibles entre un mayor volumen de producción. Sus efectos generan, por tanto, ventajas competitivas derivadas de las reducciones de costes.

Las economías de escala han sido consideradas, sobre todo, causas de las fusiones horizontales, en las que una integración de los procesos productivos unida a unos mercados más amplios, puede suponer importantes ahorros en el coste unitario de los *outputs*, al eliminarse instalaciones duplicadas y, en definitiva, al permitir la obtención de economías técnicas a nivel de planta (Van Horne, 1995, 659).

Asimismo, en las fusiones verticales hacia atrás o hacia delante, esto es, con proveedores o clientes pueden producirse economías de escala (o también llamadas economías de integración vertical) derivadas de una reducción en los costes contractuales y de comunicación.

Estas fusiones verticales encuentran, su objetivo principal en la reducción de los costes de aprovisionamiento o de distribución, según se trate respectivamente de fusiones verticales hacia atrás o hacia adelante (Williamson, 1971, 112-123).

Con relación a las fusiones de tipo conglomerado, existen autores como Brealey y Myers (1988) que, sostienen que aún en el caso de que no se produzca ninguna relación entre los negocios de las empresas fusionadas, es posible obtener economías procedentes de compartir los servicios de administración, contabilidad, departamentos financieros, ejecutivos y dirección general. Por su parte, Mascareñas (1996, 5) señala que no siempre se pueden alcanzar economías de escala a través de las fusiones. En especial, en aquéllas de carácter conglomerado, ya que las mismas pueden generar un incremento del personal administrativo y una intrincada estructura que requiera servicios de gestión individualizados, no siendo posible aplicar las mismas técnicas de gestión a los diversos negocios.

Consideramos que ambas posturas son compatibles, puesto que se refieren a concepciones de conglomerados distintas. Conforme a la primera posición, se estaría pensando en un conglomerado con una gestión centralizada en el que fuera factible constituir un cualificadp *staff* directivo de cuyos conocimientos y habilidades se beneficiaran las empresas fusionadas, capaz de dirigir la globalidad del conglomerado y, del que no hubieran podido disponer actuando por separado. A diferencia, en la segunda postura esta dirección total y centralizada no es posible; y ello acarrea un aumento del personal de gestión y administrativo.

De acuerdo con lo expuesto, las economías de escala pueden explicitarse en el ámbito productivo (o de planta) y, a nivel de empresa, concretándose éstas últimas en aspectos como la administración, las compras, la distribución o el *marketing*. Una visión sintética de la relación entre el tipo de coste fijo que puede diluirse en virtud de las economías de escala y la clase de fusión, puede verse en el cuadro 13:

Ahora bien, como opina Schmalensee (1990, 56 y 59) es importante dejar claro que, en general, el tamaño sólo confiere ventajas muy limitadas. La evidencia no demuestra que las grandes empresas sean notablemente más eficientes que las pequeñas, sino que es una cuestión que depende de cada caso. Y en esta línea, considera que las fusiones únicamente dan lugar a economías sustanciales si se produce la integración de operaciones, es decir, cuando se realizan las mismas cosas de forma diferente o se producen cosas distintas de manera parecida.

A similares conclusiones llega González Nuñez (1996, 184-185) en su estudio empírico sobre economías de escala y eficiencia en empresas del Mercado Único Europeo. En él se constata la escasa importancia que tiene la escala en la formación de la eficiencia empresarial puesto que, la mayoría de sectores analizados presentan

economías de escala constantes. Por lo que tampoco parece justificarse un aumento indiscriminado del tamaño empresarial, con el propósito de alcanzar economías de escala y aumentos de la eficiencia.

CUADRO 13

Relación entre costes fijos y clases de fusión en el ámbito de las economías de escala

COSTES FIJOS	CARACTERÍSTICAS	TIPO DE FUSIÓN
De Producción.	Eliminación de actividades duplicadas.	Horizontal.
De Administración.	Comunicación y formalización de contratos.	Vertical.
De Administración.	Contabilidad, administración, departamentos financieros, ejecutivos y alta dirección.	Conglomerado.

b) Economías de alcance

Estas economías se fundan en la complementariedad de los recursos que poseen las compañías fusionadas y, que pueden manifestarse en las diversas áreas empresariales, como son la financiera, la comercial o la de producción. Para que la fusión sea viable desde esta óptica, es suficiente con que cada empresa disponga de algún recurso que necesite la otra, de manera que la unión origine una mejora en la eficiencia y las empresas posean mayor valor unidas que contempladas individualmente (Vázquez Ordás, 1992b, 52; Martínez Serrano *et al.*, 1995, 96; Weston *et al.*, 1990, 251).

2. Razones comerciales

La consecución de mayores mercados ha sido considerada como una de las causas que hace atractiva la fusión entre dos empresas. Piénsese, que mediante la fusión se puede eliminar a una empresa competidora, pasándose a controlar un segmento más amplio del

mercado y, ello sin añadir capacidad productiva.

Este aumento del poder de mercado, comporta consecuencias sobre el grado de competencia y de concentración empresarial, puesto que una mayor cuota de mercado puede significar una reducción de costes o un incremento de los precios, esto es, la obtención de unos beneficios extraordinarios que podrían proceder, en el caso más extremo, de la formación de un monopolio.

No obstante, es frecuente el deseo de crecer para aumentar la capacidad de negociación frente a proveedores y clientes, máxime cuando las condiciones de compra o de venta, no dependen tanto de la calidad en sí misma de los productos como de la posición negociadora de las distintas empresas.

A pesar de que también puede incrementarse el poder de mercado en la fusión vertical y en la de tipo conglomerado, los Estados han mostrado especial cuidado cuando se trata de fusiones horizontales y, a tal fin, han desarrollado legislaciones en materia de concentración empresarial, instrumentado políticas de defensa de la libre competencia para proteger a los consumidores y evitar estas prácticas monopolísticas²⁵. Si bien, no debe olvidarse que este poder de mercado igualmente puede ejercerse sobre los proveedores a efectos de conseguir mejores condiciones de compra.

La necesidad de alcanzar una proyección exterior porque el mercado interior se ha quedado "pequeño" puede ser uno de los estímulos que propicien la fusión de empresas. Como ejemplo se puede citar el sector del caucho español, el cual desde 1990 ha sido objeto de una política de adquisiciones y fusiones por multinacionales extranjeras. Y así, el grupo británico BTR, que cuenta con más de mil empresas repartidas por 40 países, inició su interés por este mercado español con la compra de la empresa riojana Permolca, fundada en 1965 y dedicada a la fabricación de juntas de estanqueidad para paneles móviles de automóvil. A ello siguió la adquisición de otras sociedades radicadas en España, pasando en 1995 a fusionar las firmas dedicadas a la fabricación de juntas de estanqueidad en torno a Permolca, con tres plantas productivas en los polígonos industriales de Cantabria, Logroño y Cornellá de Llobregat (Barcelona). Durante 1995 el volumen de ventas de BTR Sealing Systems Group-Permolca, fue de 10.600 millones de pesetas, correspondiendo el 35 % de esta facturación a las exportaciones (El País, Negocios, 24/11/1996, pág. 11).

²⁵ Al respecto, en el capítulo II de este trabajo se ofrece un análisis sobre la regulación existente en España.

Por otro lado, como sucede en el caso de las antiguas economías capitalistas, a veces, la fusión constituye un buen medio de alcanzar un mercado al que no se puede acceder sin el concurso de empresas autóctonas.

En otras ocasiones, la fusión es un medio que permite penetrar en un mercado no accesible, porque requiere por ejemplo una autorización o concesión administrativa que no es posible conseguir porque se encuentra en manos de otra empresa, de manera que la fusión con ésta constituye una vía de lograr este objetivo.

Asimismo, el acortamiento de la vida de los productos o el tratarse de empresas situadas en sectores "maduros" pueden incidir en la decisión de fusionarse con otras empresas que aporten productos o servicios de reciente aparición y con un mercado con perspectivas de crecimiento.

3. Razones financieras

Se ha estudiado que determinadas fusiones encuentran una motivación en mecanismos de índole financiera, entre otros, los debidos a los efectos ocasionados sobre los beneficios por acción. En concreto, cuando en la fusión de empresas cotizadas la sociedad absorbente poseía una relación PER (precio/beneficio) por acción mayor que la que correspondía a la empresa absorbida, la percepción que los inversores tenían de la operación ante unas expectativas de mayor eficiencia generada por la fusión, concluía en un aumento de la demanda de estos títulos y, por tanto, de su valor de cotización, con el consiguiente beneficio para sus accionistas, en especial, para los de las empresas absorbidas²⁶.

En líneas generales, el candidato óptimo para la fusión, deberá tener una tasa de crecimiento mayor, y una relación PER menor que el de la compañía absorbente, aunque si poseyera una razón PER mayor, ello no sería óbice para ser una adecuada operación siempre que su potencial de crecimiento fuera mayor que el de la empresa absorbente (Pisón *et al.*, 1990, 95).

Otras argumentaciones de carácter financiero sostienen que la fusión permite

²⁶ Un ejemplo ilustrativo de estos efectos sobre los beneficios por acción puede consultarse, entre otros, en: Rees (1995, 267); Van Horne (1995, 653-658).

acceder a la empresa resultante de la fusión a nuevas y mejores fuentes de financiación así como incrementar su capacidad de endeudamiento y, ello en función de su aumento de tamaño y de contar con mayores activos. En efecto, la empresa resultante puede obtener créditos financieros en condiciones más favorables y, asimismo, con mayor facilidad, lo que le permite afrontar proyectos de inversión que de actuar en solitario no hubiera podido acometer. Es más, tras la fusión puede estar en condiciones de realizar emisiones de deuda, tales como empréstitos de obligaciones, aunque ello pueden conseguirlo, sin fusionarse, empresas de gran tamaño. Si bien, sí constituye otra posibilidad de financiación para el caso de fusiones de pequeñas o medianas empresas. Además, la fusión al posibilitar que estas emisiones sean de un mayor volumen, proporciona una minoración de los costes por diluirse los gastos de emisión entre un mayor número de títulos.

Otra posible explicación reside en que, mediante la fusión se crea un mercado financiero interior que permite una apreciable vía de financiación interna, pues es posible extraer recursos financieros de aquellas actividades con excedentes para financiar otras deficitarias o para iniciar otras nuevas, impulsándose unos negocios gracias a la financiación procedente de otros.

Desde otra perspectiva, se ha considerado que a través de la fusión unas empresas garantizan la deuda de las otras, de manera que se reduce el riesgo de quiebra y ello en último término, redundando para la empresa resultante de la fusión en la posibilidad de aumentar su capacidad de endeudamiento y de obtener en el futuro fuentes de financiación a un menor coste.

Ahora bien, hay que advertir, que la primera consecuencia de esta mayor garantía de la deuda repercute en primer lugar sobre los acreedores de la sociedad fusionada y no sobre sus accionistas, ya que la operación supone un incremento de las garantías de cobro de sus créditos.

Por último, cabe citar como causa la existencia de empresas con grandes posibilidades de crecimiento que no son capaces de financiar íntegramente, por lo que deciden fusionarse con otras sociedades que dispongan de recursos financieros suficientes o de una capacidad de financiación infratutilizada.

4. *Motivaciones de la gerencia*

Estas causas encuentran su raíz en la *teoría de la agencia*²⁷ y, por tanto, en una concepción de la gran empresa capitalista en la que existe una clara separación entre propiedad y dirección.

La tendencia de las empresas a recompensar a los directivos por medio de promociones más que por gratificaciones anuales basadas en los resultados, crea una inclinación cultural hacia el crecimiento, ya que, además, éste último aumenta la importancia social, el prestigio y el poder político de los ejecutivos (Jensen, 1990, 81-82).

La idea sustancial que preside estas motivaciones puede resumirse diciendo que las fusiones se realizan si satisfacen la utilidad de la gerencia de las empresas fusionadas. Esta incrementará su poder conforme aumente el de la empresa en el mercado. Por ello a este enfoque se le conoce como la "*teoría de creación de un imperio*" (Trautwein, 1990, 287).

A tenor de ello, la fusión contribuiría a aumentar el poder y prestigio de los directivos de las empresas y, además puede significar un aumento de sus emolumentos económicos, sobre todo, si dependen de la cuota de mercado de la empresa. Por otro lado, debe añadirse que la fusión constituye un procedimiento que ofrece posibilidades de ascenso para los mandos intermedios, en especial cuando la empresa no ofrece posibilidades para alcanzar nuevos puestos de responsabilidad.

Desde otra óptica, la absorción de una empresa puede mostrarse para los directivos de la sociedad absorbente como un medio de conservar su *estatus* económico o de poder y, en última instancia, su puesto de trabajo. Sobre todo, si se tiene en cuenta que su empresa también podría ser objeto de una adquisición u OPA hostil y, peligrar seriamente su futuro laboral.

En opinión de René Abate, coordinador para Europa del Boston Consulting Group, la supervivencia y el desarrollo de las empresas dependen más de la voluntad de sus *dirigentes* que de la coyuntura económica. Su planteamiento le lleva a asegurar que aquella empresa que no crece, que no busca sus oportunidades, pierde su independencia y acaba siendo comprada o absorbida por un tercero (El País, Negocios, n.º 578, 1996, pág. 34).

²⁷ Sobre esta teoría se pueden consultar entre otros: Jensen y Meckling (1976, 305-360); Fama (1980, 288-307); Fama y Jensen (1983, 301-325).

Todas estas razones expuestas, parecen bastante coherentes si consideramos que en la fusión la Junta general de accionistas adopta la decisión una vez que han concluido las negociaciones entre los equipos directivos de las sociedades participantes y éstos han llegado a un acuerdo previo. Efectivamente, pese a la existencia de ciertos mecanismos legales de protección a los accionistas, tales como la emisión de informes sobre el proyecto de fusión por expertos independientes, puede decirse que la fusión ya es cosa hecha cuando la operación es comunicada a los accionistas y, por tanto, antes de proceder a su votación.

Al hilo de estos razonamientos, otros autores como Cartwright y Cooper (1996, 21-22) o, McCann y Gilkey (1990, 30-31) inciden en las motivaciones psicológicas de la fusión, y consideran que entre otras motivaciones de las fusiones, pueden encontrarse la avaricia y el egoísmo por el ejercicio del poder, así como el impacto de las fuerzas emocionales y psicológicas que actúan sobre el equipo que dirige la fusión.

Un enfoque peculiar lo constituye la denominada "*teoría del mercado de control corporativo*", desarrollada por Manne (1965, 110-119), quien considera que a través de los procesos de fusión, es posible eliminar de la dirección de las empresas a aquellos equipos directivos no competentes. Esta teoría sostiene que las empresas con direcciones ineficientes serán objeto de absorción por otras empresas que lo detecten y, en consecuencia, serán sustituidas por nuevos equipos de gestión más competitivos.

Otra línea explicativa es la "*hipótesis del orgullo arrogante*" introducida por Roll (1994, 57-58) la cual sostiene que los responsables de la adopción de las decisiones sobre fusiones empresariales suelen mantener una valoración excesiva de las empresas objetivos, en ocasiones, por encima de los valores de mercado. Sin embargo, a veces, aun no existiendo ganancias derivadas de la fusión, éstas se llevan a efecto. La explicación de estas fusiones puede deberse al orgullo arrogante de los directivos que les hace considerar que su valoración es más acertada que la que proporciona el propio mercado. Esta teoría, como señala el propio autor, no pretende por sí sola explicar el fenómeno de las fusiones, sino que trata de aportar otra posible explicación.

En resumen, siguiendo a Sudarsanam (1995, 16) los directivos pueden desear la realización de fusiones por las siguientes razones:

- a) Conseguir el aumento del tamaño de la empresa, ya que su remuneración, posición y poder son función del tamaño de la firma (síndrome del imperio empresarial).

- b) Desplegar sus talentos y habilidades directivas (el motivo de la autosatisfacción).
- c) Diversificar riesgos y minimizar los costes de quiebra (motivo de la seguridad en el trabajo).
- d) Evitar la adquisición de la empresa (motivo de la seguridad en el trabajo).

5. Razones tecnológicas

Este factor cobra especial relevancia en aquellos sectores en los que se precisan grandes inversiones en I + D, tales como el farmacéutico. En este marco, la fusión facilita la consecución de mayores recursos económicos necesarios para la investigación, así como, equipos investigadores más cualificados.

Asimismo, en algunas actividades económicas se hace necesaria una sofisticada tecnología, que puede ser muy costosa, ya no sólo en el ámbito crematístico sino también en el tiempo, por lo que una buena solución puede ser llegar a un acuerdo de fusión. Otras veces, se requiere una patente que posee otra empresa y ésta se logra fusionándose con ella. O también, puede suceder que una pequeña compañía haya logrado desarrollar una innovación tecnológica cuya aplicación de cara al mercado no puede sufragar, de modo que una fusión con una empresa mayor puede ser ventajosa para ambas.

Por otro lado, a través de la fusión se pueden obtener factores de índole cualitativa tales como el *know-how*, que resultan de muy difícil consecución y transmisión por otros procedimientos, pues exigen un entorno humano de confianza.

Desde otro enfoque, en palabras del profesor Vives (1990, 40):

“Las fusiones pueden mejorar la eficiencia económica en el proceso de innovación al ayudar a mitigar el problema de apropiabilidad de sus resultados, evitar la duplicación del esfuerzo en I+D, aprovechar las complementariedades y experiencias distintas de grupos de investigación de orígenes diversos, realizar economías de escala en laboratorios y en la instalación de equipos, y diversificar el riesgo más efectivamente”.

En resumen, de acuerdo con Mace y Montgomery (1990, 29-31) mediante la fusión es posible acceder a unos conocimientos técnicos y/o experiencia que, de otra forma, resultarían inaccesibles.

6. La diversificación

La hipótesis de la "*diversificación defensiva*" fue introducida por Weston y Mansinghka (1971, 928), quienes tras el análisis de la historia de las empresas conglomeradas consideraron que la diversificación defensiva podía eludir:

- el estancamiento en las ventas y beneficios
- una adversa evolución del crecimiento
- unos desfavorables recursos competitivos
- la obsolescencia tecnológica, y
- el crecimiento incierto asociado con determinadas industrias.

En relación con las fusiones esta causa ha sido esgrimida al considerarse que la unión con empresas cuya actividad se desarrolla en otros mercados y productos, repercute en la estabilidad del beneficio y en la reducción del riesgo y, en última instancia, en la disminución de la probabilidad de insolvencia y quiebra de la empresa fusionada. Y ello en virtud de la reducción del riesgo asociado a las variaciones de la demanda, las cuales no son uniformes para las diversas actividades económicas.

Esta argumento, no obstante, ha sido objeto de controversias. Entre las objeciones planteadas (McCann y Gilkey, 1990, 25-26; Suárez Suárez, 1993) se encuentran las derivadas de la "*teoría de selección de carteras y la del mercado eficiente*"; según éstas, la diversificación conseguida mediante fusiones no proporciona ninguna riqueza adicional para los accionistas, pues ellos mismos pueden obtener una diversificación mejor de su cartera a través de la adquisición de acciones de diferentes empresas no relacionadas. Ahora bien, ello no es óbice para que existan ciertas excepciones y que sea razonable diversificar la cartera de negocios con el propósito de estabilizar los flujos de caja y eludir una dependencia excesiva de un número reducido de productos.

Pese a estas críticas ha sido considerada como una de las razones determinantes de la oleada de fusiones y adquisiciones vivida en la década de los ochenta. Al respecto, una de las ventajas que se señalan, aunque con cierta prudencia, consiste en que los accionistas por sí solos pueden diversificar y reducir el riesgo de sus carteras, pero ello no diversifica el riesgo de los trabajadores y directivos. Por tanto, la diversificación vía fusiones puede ser una adecuada forma de asegurar la continuidad de los puestos de trabajos, aunque se encuentre condicionada a las posibles limitaciones de las capacidades directivas y, a los inconvenientes de introducirse en un nuevo sector (Weston *et alt.*, 1990, 195-196; Ballarín *et alt.*, 1994, 42-43).

En sus investigaciones, Mace y Montgomery (1990, 33-34) llegaron a la conclusión de que era factible asumir el riesgo de introducirse en una nueva actividad, si la sociedad absorbente reunía las siguientes características:

- a) La existencia de un ánimo emprendedor y amante del riesgo.
- b) Una dirección competente que logre que se trabaje bien en el campo del nuevo producto.
- c) Una dirección capaz de adaptarse a nuevos negocios en nuevas industrias, o en otro caso, que emplee gerentes de otras compañías con acreditada experiencia.
- d) El reconocimiento de la necesidad de penetrar en distintos sectores.
- e) La voluntad de incluir en la dirección de la empresa resultante los altos directivos de la empresa absorbida.

Por su parte, Eric Olsen, responsable mundial de la gestión de valor y vicepresidente en Chicago del Boston Consulting Group (El País Negocios, n.º 578, 1996, pág. 34) indica que:

"Existe la creencia de que la empresa especializada crea más valor al accionista, pero no es así. Muchas empresas diversificadas que iban bien, al especializarse, han perdido valor".

7. *Infravaloración*

Otro de los motivos aducidos para fusionarse o absorber una empresa reside en que la misma se halla infravalorada por el mercado, constituyendo una operación con ventajas para la sociedad absorbente, pues por ejemplo puede obtener unos activos en buen funcionamiento a un bajo precio o, de la fusión de ambas puede resultar una empresa que funcione más eficientemente. Esta fue, en concreto, la primera causa en orden de importancia que identificó Boucher (1983) en su estudio para la Federal Trade Commission

A estos efectos, uno de los instrumentos empleados para evaluar si una empresa es un adecuado candidato para la fusión es el ratio "q" de Tobin, el cual mide la relación entre el valor de mercado de la empresa y el valor de reposición de sus activos de manera que, si este coeficiente alcanza valores inferiores a la unidad, puede ser interesante la operación.

Esta línea explicativa presupone, por tanto, que el mercado es ineficiente, que la

sociedad absorbente dispone de una información privilegiada o de unas técnicas de análisis superiores o, por último, que la empresa objetivo no es capaz de desarrollar todas sus potencialidades debido a una mala gestión (Rees, 1995, 268; Lev, 1983, 10).

No obstante, una parte de la doctrina considera que estas absorciones de compañías subvaloradas no proporcionan en realidad ganancias eficientes, debido a que su origen se encuentra en las transferencias de patrimonio resultante de ofertas que no indican el verdadero valor de la empresa objetivo (Pisón, 1990, 18).

A la sazón, en ocasiones, estas empresas infravaloradas objeto de absorción, son con posterioridad fragmentadas en diferentes líneas de actividad para luego ser todas o algunas de ellas enajenadas por separado, una vez sometidas a un proceso de reestructuración (Martínez y Sanchis, 1990, 127).

En definitiva, la fusión se explicaría debido a que en la empresa objetivo existe un potencial de creación de riqueza que es posible desplegar mediante una buena gestión, o bien, se trataría de una atractiva inversión de la que se pueden obtener buenos resultados tras sanear (o “reflotar”) la empresa en crisis y proceder a su venta total o parcial.

8. *Empleo de fondos excedentes*

Esta causa de las fusiones indica que las mismas se realizan porque constituyen el mejor medio de empleo del exceso de recursos generados por las empresas, en detrimento de otras posibilidades de inversión interna cuyo coste de capital supere al rendimiento esperado de ellas. Y, lógicamente, no interese a las empresas emplear esos recursos en la recompra de acciones propias, ni tampoco entregarlos en forma de dividendos a los accionistas (Pisón *et al.*, 1990, 88; Santandreu, 1990, 14).

Quisiéramos destacar que esta línea explicativa en una primera visión, parece responder, sobre todo, a las modalidades de concentración empresarial realizadas a través de compras de participaciones accionariales, pues como tuvimos ocasión de comentar, en general, la contraprestación se realiza en forma de tesorería; mientras que, las fusiones, consideradas desde el punto de vista legal, no conllevan *a priori* la salida de grandes recursos, ya que la operación se basa en el intercambio de acciones. Ahora bien, en nuestra opinión, esta causa puede ser aplicable a las fusiones, sobre todo, si consideramos que toda fusión en mayor o menor medida acarrea ciertas inversiones o desembolsos imprescindibles, un ejemplo de ello sería el cambio del logotipo y denominación social y, en general, de

cuanta publicidad se refiera a las empresas absorbidas o, a todas las sociedades, si se emplea la modalidad de fusión por constitución. Argumentos de este tipo pueden emplearse a fin de que este exceso de recursos no se distribuya entre los accionistas y se utilicen en el éxito de la fusión.

Según la “*teoría del exceso de recursos generados*” (“*free cash flow theory*”) de Jensen (1994, 21-22), dicho exceso de recursos puede conceptuarse como aquellos fondos que superan el volumen de recursos necesarios para financiar todos aquellos proyectos de inversión de la empresa con un valor neto positivo. Este enfoque sostiene que los directivos preferirán no devolver estos recursos a los accionistas en forma de dividendos, sino que, los mismos permanezcan en la empresa, ya que de este modo no disminuye el volumen de recursos que controlan, con lo que aumenta su poder, a la vez que reducen su dependencia del exterior. De acuerdo con este planteamiento, los directivos propondrán la realización de fusiones y el no reparto de estos excedentes. Se trata, por tanto, de una argumentación que entronca con los modelos de agencia.

9. *Razones Personales*

Este tipo de motivaciones puede aparecer, en especial, en empresas de tamaño mediano o pequeño y, en muchas ocasiones de carácter familiar. Uno de las posibles interpretaciones señala que, los propietarios pueden desear la fusión con otras empresas más grandes y que coticen en Bolsa, pues así recibirán títulos de una sociedad cotizada y de esta manera pueden deshacerse cuando lo necesiten de una parte de su inversión, y en última instancia, lograr una mayor liquidez y diversificación de sus carteras (Van Horne, 1995, 661-662).

Esta explicación entronca con una evolución del significado de la empresa desde sus propietarios y fundadores, incluyendo una primera generación, para quienes la empresa se configura como su forma de vida; hasta llegar a posteriores generaciones, en las que esta identificación con la empresa se va diluyendo, pasando a considerarla como una mera fuente de dividendos que deja de interesar cuando éstos se ven mermados.

Otro motivo para fusionarse puede ser la ausencia de un relevo generacional en la alta dirección de la empresa, junto al deseo de mantener un vínculo accionarial con la sociedad. En el ámbito español, un exponente sería la fusión entre los despachos de abogados J&A Garrigues y Andersen ALT, entre cuyos motivos la prensa especializada cita la falta de continuidad familiar de la primera firma (El País, nº 581, 15/12/ 1996, 10).

En esta línea argumentativa, Mace y Montgomery (1990, 50-52 y 55-59) apuntan también como otras posibles razones, por un lado la constatación por parte del propietario principal y único directivo de que las dimensiones de la empresa superan sus capacidades de dirección y, que además no cuenta con un personal capacitado para delegar en él funciones. Y, por otro lado, el caso en que existen grandes e indisolubles disensiones entre la alta gestión de pequeñas y medianas empresas.

10. *El acceso a un personal especialmente cualificado*

También se ha considerado que mediante la fusión es posible obtener un valioso capital humano, conocer el sector y conseguir una técnica especializada (directivos, investigadores, etc.). Esta razón, aparece, sobre todo si se desea acceder a un nuevo mercado o sector y, no se cuenta con el personal adecuado, en particular, tratándose de un mercado extranjero y que apenas se conoce.

No obstante, creemos que éste debe constituir un motivo poco habitual, pues cabe la opción de negociar directamente con el personal en cuestión. Aunque, si interesa contar con los servicios de un número notable de empleados de una determinada empresa, quizá, la fusión puede ser una adecuada vía, pero sin omitir otra serie de consideraciones acerca de la empresa objetivo.

1.4.3.2. **Causas externas**

Existen algunas teorías explicativas de las fusiones como la de las *perturbaciones* (Gort, 1969, 624-642; Mueller, 1989, 1-10) que sostiene que éstas se producen en oleadas debido a la influencia de las perturbaciones económicas. Al margen de estas explicaciones, es posible detectar una serie de factores externos que inciden en la realización de fusiones y, que se encuentran supeditados por el marco político y legal. Entre ellos, podemos citar:

1. *Las políticas gubernamentales de Defensa de la Competencia (o Leyes anti-trust en Estados Unidos)*

Tal y como hemos puesto de manifiesto, las fusiones pueden suponer sustanciales ganancias, como son las procedentes de la realización de economías de escala y alcance, o del rápido aumento de tamaño, que en último término, redundan en una mayor eficiencia

empresarial. Con esta base, se ha argumentado que el incremento de la dimensión vía fusiones, desde la óptica de los intereses generales de las naciones, constituye un mecanismo adecuado para enfrentarse a los retos de la competitividad de los mercados nacionales e internacionales. Precisamente, esta ha sido la postura adoptada por algunos gobiernos como el francés o el español.

El hecho de que las grandes empresas españolas fueran menores que las europeas, hizo pensar que este reducido tamaño significaría competir en inferiores condiciones de cara al mercado europeo. Por ello, durante los últimos años, desde los poderes públicos se ha alentado el incremento de la dimensión de la empresa española mediante procesos de fusiones en sectores como el bancario, el siderúrgico o, el eléctrico.

Ahora bien, la competitividad no puede reducirse a la consideración de un sólo factor cual es el tamaño, sino que admite otros mecanismos para su consecución, entre los que pueden considerarse como requisitos necesarios la capacidad de innovación y de gestión empresarial. Las empresas de gran tamaño no son ineludiblemente más eficaces, rentables e innovadoras que las pequeñas. El gran tamaño, pues, según la estrategia concreta adoptada y las peculiaridades del sector de actividad, puede constituir o no un medio para lograr una adecuada posición competitiva. En este sentido, la conveniencia de las fusiones exige un detallado análisis para cada sector, en el que se estudien sus especiales condiciones tecnológicas, de demanda, organizativas y de gestión (Vives, 1990, 18-19).

Por otro lado, las fusiones pueden crear un particular poder de mercado que incida en la determinación de los precios de los productos y de los volúmenes de producción, lo cual puede afectar negativamente a los consumidores, al propiciarse la formación de monopolios o grandes oligopolios. Y así, las fusiones de carácter horizontal con empresas de la competencia, redundan en una disminución de la rivalidad en el sector. En atención a esta perspectiva, las fusiones han sido contempladas por ciertos Estados como procedimientos perjudiciales para la libre competencia, situándose en este sentido las políticas *anti-trust* de Estados Unidos o las Leyes que desarrollan las políticas de defensa de la competencia, que son su equivalente en el ámbito comunitario.

Al respecto, la posición expresada por las Naciones Unidas (1993, 3-4) es la de considerar que no es posible generalizar sobre los efectos de las fusiones, en especial en los mercados de países en vías de desarrollo. En efecto, las fusiones entre empresas locales pueden tener importantes repercusiones sobre los mercados, ya que por lo general éstos están muy concentrados; pues la baja demanda permite sobrevivir a un número relativamente pequeño de empresas. Aunque, una mayor concentración del mercado no

significa forzosamente que disminuya la competencia o la eficiencia. En definitiva, las fusiones entre empresas locales pueden aumentar la competitividad frente a competidores extranjeros, pero no necesariamente. Además, hay que tener en cuenta que, la exposición prematura a la competencia extranjera puede, si daña a las industrias nacientes, conducir a la sustitución de oligopolios locales por oligopolios extranjeros.

Estas posturas antagónicas adoptadas por los Gobiernos, cuyos polos son la obtención de una eficiencia superior y el aumento del poder de mercado, no sólo varían de un país a otro, sino que además dentro de un mismo marco espacial cambian con el transcurso del tiempo. Y así, en Estados Unidos, precursor de este tipo de medidas, inicialmente existía un control más riguroso de las concentraciones empresariales que el que existe en la actualidad, debido en parte a la aparición del fabuloso competidor asiático.

Durante la última década cabe constatar que la posición adoptada en la CEE es más estricta que la seguida en Estados Unidos. La explicación se debe a la consideración europea de que una férrea política de defensa de la competencia, entre la que se incluyen trabas a las fusiones, es el mejor sistema para mejorar la competitividad de las empresas. Si bien, como también apuntan los profesores Ballarín *et al.* (1994, 177 y 183), quizá, además exista el deseo de evitar la formación de "gigantes" industriales que, en épocas de crisis, puedan exigir el amparo de los poderes públicos. En opinión de estos autores, la discrepancia más relevante entre la regulación norteamericana y la europea estriba en que la última, no contempla explícitamente entre los criterios evaluativos de los efectos de la fusión, los aspectos referidos a la eficiencia, esto es, las posibles economías y reducciones de costes para la empresa fusionada.

Por lo que se refiere a España hay que señalar que, al margen de tratarse de un país caracterizado por el "minifundismo" empresarial²⁸ e históricamente muy intervenido, existe una falta de tradición en esta clase de políticas, hallándose establecida la regulación legal relativa a la defensa de la competencia en un doble ámbito normativo:

- a) *El comunitario*, contenido fundamentalmente en el *Reglamento n.º 4.064/1989 del Consejo, de 21 de diciembre de 1989 sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas* (Diario Oficial de las

²⁸ En España de un total de 1.600.000 empresas registradas, 1.300.000 (el 80 %) son de carácter familiar, representando el 65 % del empleo y del PIB. Pese a ello, la mitad desaparecen antes de los 5 años, y sólo el 66 % pasa a una segunda generación y muy pocas llegan a la cuarta (Expansión, 22/2/1994).

Comunidades Europeas n.º L 395 del 30/12/1989), encargado de regular las operaciones de concentración empresarial cuando afectan al espacio comunitario. El procedimiento a seguir con una duración máxima de cinco meses se reguló inicialmente en el Reglamento 2.367/90 de la Comisión Europea, de 25 de julio de 1990, pues como indica Celli (1995, 10) ha sido sustituido por el Reglamento 3384/94 (Diario Oficial de las Comunidades Europeas L 377/1 de 30 de Diciembre de 1994).

A estos efectos, será obligatoria la autorización de la Comisión Europea cuando las empresas que se fusionan posean un volumen de negocios a escala mundial de más de 5.000 millones de Ecus; o, en el ámbito de la Unión Europea de al menos 250 millones de Ecus. Si bien, este Reglamento no es de aplicación si cada una de las empresas intervinientes realiza más de dos tercios de su volumen de negocios comunitario en uno sólo de los Estados miembros.

b) La Ley española 16/1989 de defensa de la competencia de 17 de julio de 1989 (BOE 18/7/1989), inspirada en el Derecho comunitario. Esta prevé la notificación obligatoria²⁹ de las fusiones cuando se produzcan una de las dos siguientes circunstancias:

- una cuota de mercado superior a un 25 % o,
- un volumen de facturación en el último ejercicio contable de 20.000 millones de pesetas.

En última instancia, ante esta doble alternativa en la concepción de las fusiones y sus efectos sobre la economía en general, el papel adoptado por las autoridades públicas puede incidir en la realización de fusiones, puesto que una política de defensa de la competencia secundada de una forma rígida y escrupulosa puede reducir y obstaculizar sensiblemente la realización de estas operaciones. Máxime, si se establecen mecanismos largos y tediosos en los que, además, no se cuenta con la seguridad a priori de conseguir la autorización pertinente. No obstante, no parece que ésta haya sido la vía seguida en el caso español, donde se ha tomado partido por la bondad de estos procedimientos de concentración frente a sus posibles consecuencias sobre la competencia y los consumidores.

²⁹ No obstante, la notificación puede ser voluntaria al Ministerio de Economía y Hacienda, de acuerdo con lo establecido en la Ley 16/1989 y el R.D. 1080/1992, de 11 de septiembre (BOE 27/10/1992), que regula entre otros aspectos, el contenido de esta notificación voluntaria.

3. Razones fiscales y contables

El factor fiscal ha sido considerado habitualmente como una de las motivaciones que pueden influir en la decisión de llevar a cabo fusiones. La legislación fiscal marcada por los diferentes Gobiernos, y en este aspecto desde un ámbito externo a la propia empresa, ha evolucionado en la medida que también lo hacía el marco legal de las fusiones, en especial el relativo a las políticas de la competencia. Pues no en vano, el instrumento fiscal puede ser utilizado como acicate u obstáculo frente a estas operaciones. Pero, quizás, sean los aspectos contables con los que se verifica una mayor interrelación. Efectivamente, consideramos que la estrecha conexión entre ambos y, su particular presentación conjunta, determina en numerosas ocasiones su configuración como causa de fusiones y; aunque no constituya un enfoque expositivo tradicional, creemos que sí responde a una visión real de la cuestión, tal como tendremos ocasión de comprobar en las siguientes líneas. Veamos cuál es la situación española sobre esta cuestión.

En general, la fusión con otra empresa se explica porque esta operación supone ciertas ventajas fiscales, debido a que, por ejemplo, la empresa objetivo presenta bases imponibles negativas que pueden ser aprovechadas.

Asimismo, la exención fiscal de las plusvalías reconocidas en el proceso de fusión puede constituir un aliciente para fusionarse, como sucedía a las sociedades españolas acogidas a los beneficios fiscales contemplados en la antigua Ley 76/1980, de 26 de diciembre, sobre régimen fiscal de las fusiones de empresas (BOE 10/1/1981). En efecto, el reconocimiento de estas plusvalías puede generar consecuencias positivas para las empresas, entre ellas se pueden señalar, en primer lugar, un aumento del valor teórico de las acciones derivado de la aparición de reservas de revalorización y, sus correspondientes repercusiones sobre el precio de mercado de las acciones. En segundo lugar, significa una mejora del acceso a la financiación externa, al aumentar su patrimonio y, por tanto, su garantía frente a terceros. Asimismo, se consigue una mayor autofinanciación de mantenimiento para las empresas, ya que los fondos de amortización se incrementan al dotarse sobre valores revalorizados.

En este contexto legal, los profesores Sierra y Monterrey (1991, 934) indicaban que en España podían apreciarse importantes razones fiscales, al margen de las de carácter puramente estratégico, para realizar fusiones, precisamente sustentadas en la afloración de plusvalías latentes consecuencia del retraso en la actualización de balances.

Esta exención del gravamen impositivo de las plusvalías reconocidas con motivo de la fusión, tuvo un gran influjo sobre el número de fusiones realizadas en el sector financiero español durante los años 1986 a 1992. A este factor explicativo hay que añadir otros dos: la regulación del coeficiente de solvencia (relación entre recursos propios y resto de pasivos) y razones contables. Con respecto al primero, dicha regulación supuso un aumento de los recursos propios exigidos a las entidades financieras, provocando en éstas el deseo de incrementar rápidamente sus niveles de recursos propios. Con relación al segundo factor, la aplicación del principio contable del precio de adquisición y la falta de leyes de actualización de balances, en contraste con las fuertes revalorizaciones de activos acaecidas en el período 1985-1989, propiciaron el interés de las entidades financieras en aflorar esas importantes reservas ocultas mediante procesos de fusión (Ballarín *et al.*, 1994, 149-150).

En otro sentido, conviene remarcar que en la fusión se realizan nuevas valoraciones de los patrimonios aportados, por lo que suelen aparecer revalorizaciones de activos; las cuales, si se trataba de fusiones acogidas a los beneficios fiscales de la Ley 76/1980, significaban mayores bases a efectos del cálculo de las posteriores dotaciones a amortizaciones fiscalmente deducibles (Pisón *et al.*, 1990, 90).

La aprobación del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, de Actualización de Balances (BOE 8/6/1996) ha venido a cubrir una importante laguna, puesto que la última actualización autorizada a escala nacional, data de 1983³⁰. Esta norma permite la actualización de los balances cerrados con posterioridad al 9 de junio de 1996 a aquellas empresas que voluntariamente lo deseen; aunque con un coste fijo del 3 por 100 calculado sobre el saldo acreedor de la cuenta de reserva de revalorización. Ahora bien, como indican Sánchez y Vidal (1996, 666) los efectos de la actualización sobre la cuenta de pérdidas y ganancias no se pondrán de manifiesto hasta el ejercicio siguiente al de la actualización, cuando el aumento de las dotaciones a las amortizaciones anuales signifique una reducción de los beneficios anuales. Por otro lado, a los efectos del cálculo de los nuevos valores contables de los inmovilizados materiales, se indica (art. 5.6) que no se tendrán en cuenta las revalorizaciones realizadas con motivo de fusiones acogidas a la Ley 76/1980.

El actual panorama fiscal en España en materia de fusiones ha variado sensiblemente en los últimos años, pues ya la Ley 29/1991, de 16 de diciembre, de adecuación de

³⁰ Si bien, en el País Vasco, se permitió a las empresas radicadas en aquel territorio la actualización de balances cerrados a 31 de diciembre de 1990.

determinados conceptos impositivos a las Directivas y Reglamentos de las Comunidades Europeas (BOE 17/12/1991), introducía una neutralidad fiscal que buscaba ni entorpecer ni alentar la realización de estos procesos, en concordancia con lo estipulado en la Directiva 90/434/CEE de 23 de julio de 1990, relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de acciones realizados entre sociedades de diferentes Estados miembros (Diario Oficial de las Comunidades Europeas n.º L 225, de 20 de Agosto de 1990), de suerte que ya no existían estímulos fiscales tan interesantes para las fusiones.

Ahora bien, hay que advertir que la Ley 76/1980 sólo ofrecía notables ventajas para aquellas fusiones que obtenían tales beneficios, mientras que el resto debía soportar unos altos costes fiscales, que constituían un verdadero impedimento para llevarlas a la práctica. Esta desigualdad de tratamiento desapareció con la Ley 19/1991 y ha sido confirmada por la nueva Ley del Impuesto sobre Sociedades 43/1995, la cual sigue manteniendo esta neutralidad fiscal. Aunque, ésta última no debe ser interpretada como una exoneración del impuesto, sino como un diferimiento del mismo.

En la Ley 43/1995 cabe distinguir una doble vía referida al tratamiento fiscal de las fusiones, una que puede calificarse como general³¹ y, otra de carácter especial, especificada en el capítulo VIII relativo al *régimen especial de las fusiones, escisiones, adquisiciones de activos y canje de valores*. Este último, incorpora, con algunas variaciones, el contenido del Título I de la Ley 29 /1991. Dicho régimen especial es voluntario, de manera que, aquellas sociedades que opten por su empleo sólo deberán efectuar, con anterioridad a la inscripción de su escritura de fusión, la correspondiente comunicación al Ministerio de Economía y Hacienda.

Este régimen especial³² supone, no obstante, la introducción de algunas novedades y, entre sus rasgos más sobresalientes pueden citarse:

- El reconocimiento de la existencia de un fondo de comercio amortizable fiscalmente, derivado de la anulación de la participación de la sociedad absorbente o de nueva constitución en la transmitente (sociedad extinguida o absorbida).

³¹ Acerca de las características de este régimen general puede verse González García (1996, 68).

³² Un estudio más detallado del nuevo régimen fiscal aplicable a las fusiones puede verse en el capítulo II.

- En virtud de la neutralidad fiscal, aquellas sociedades que se extinguen en la fusión, si así lo deciden, no integrarán en su base imponible las plusvalías que se pongan de manifiesto en el procedimiento. Mientras que las sociedades resultantes de la fusión valorarán los patrimonios recibidos con los mismos valores que aparecían en las sociedades transmisoras, conservándose estos valores a efectos de los cálculos de amortizaciones, provisiones y enajenaciones futuras.
- La posibilidad de compensar por la nueva sociedad (o la absorbente) las bases imponibles negativas pendientes de compensación en la entidad transmitente, cuando ésta última no haya dotado provisión contable de la pérdida; introduciéndose también, algunas limitaciones derivadas de la participación en el capital de la sociedad transmitente (art. 104.3, Ley 43/1995).
Esta es una novedad relevante con respecto a la Ley 29/1991, que no admitía la compensación de dichas bases imponibles. Además, por otro lado, con la introducción de esta nueva ley se amplía el plazo de compensación desde cinco hasta siete años (art. 23).

Se puede constatar, pues, la existencia de una notable interrelación entre los aspectos fiscales y contables, en la que cabe distinguir una variada casuística. Al respecto, coincidimos con la opinión expresada por González García (1996, 67-71), quien considera que tal como está prevista la Ley, no es posible proporcionar una regla fija que permita determinar el tratamiento contable más conveniente para las diferentes empresas, de cara a conseguir las máximas economías fiscales, ya que en función de cada caso particular será interesante o no contabilizar las plusvalías tácitas en los respectivos balances de situación; dependiendo entre otros factores del capital a emitir o de los posibles créditos fiscales.

Con relación a otros tributos, e inspirado en esa neutralidad fiscal, hay que señalar la exoneración de las operaciones de fusión del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, así como la ausencia de sujeción al Impuesto sobre el Valor Añadido.

Por lo que se refiere a razones de índole estrictamente contable, especialistas como Post (1994, 81-82) han señalado que en el Reino Unido ciertos cambios en los procedimientos contables han influido en la realización de fusiones, cual fue el caso de la valoración de la imagen de marca y su consideración como fondo de comercio.

En última instancia, creemos que la regulación fiscal actual permite el aprovechamiento de ciertas economías o ventajas, que aunque por sí solas no puedan explicar la realización de fusiones, sí que pueden ser consideradas como razones que pueden animar o coadyuvar a su realización. Puesto que, como ya dijimos, la decisión de fusionarse no es tomada en función de una sola causa, sino que normalmente son varias las que participan.

2. *Los procesos de desregulación de sectores económicos.*

Europa se halla inmersa en un proceso de desregulación; sectores como el financiero, la energía, las telecomunicaciones o el transporte se liberalizan y ofrecen oportunidades a nuevos competidores. Además, muchos de estos negocios hasta hace poco tiempo monopolios y de titularidad pública están siendo objeto de privatizaciones. Segmentar estos sectores puede suponer una ventaja para el consumidor y para aquellas empresas que desean aprovechar las oportunidades de negocios más dinámicos y rentables. Ser más rápido que la competencia puede ser un instrumento adecuado de cara a la desregulación y adaptación de las grandes empresas europeas.

Esta mayor competencia que genera la desregulación, ha provocado, entre otras, fusiones en la industria de telecomunicaciones europea (Naciones Unidas, 1993, 52).

Al producirse la liberalización de un sector económico, las empresas tienden, pues, a fusionarse para poder competir con mayores garantías en el nuevo mercado no intervenido que se genera. Y así en Estados Unidos, con la liberalización del sector aéreo, se prevé una etapa de importantes concentraciones empresariales³³.

En España junto a procesos de desregulación como el de la distribución de carburantes o el de la navegación aérea se han realizado privatizaciones de empresas estatales. Si bien, éstas sólo han supuesto la venta de porcentajes de capital no mayoritarios, asegurándose el Estado la continuidad en el control de estas empresas. A título de ejemplos se pueden citar las privatizaciones de Argentaria o Telefónica. Lo que configura un proceso de desregulación *suis generis* a medio plazo. Por ello y en la medida en que este proceso se ha ralentizado, no consideramos que su influencia sobre la

³³ Algunos ejemplos de desregulación en Estados Unidos y el Reino Unido pueden consultarse en Post (1994, 145-147).

realización de fusiones haya sido tan determinante como en otros países comunitarios o en Estados Unidos. Además, dado que las privatizaciones presentan un carácter parcial, no es posible la absorción de estas empresas, sino únicamente la adquisición de participaciones accionariales.

3. *El ingreso en la Comunidad Económica Europea*

La incorporación a un área económica, en el caso de España, a la Comunidad Económica Europea, puede considerarse un estímulo importante para el aumento de fusiones. Y así, muchas empresas españolas se prepararon para este reto mediante la fusión con otras empresas de su sector. Además, otras sociedades extranjeras vieron la oportunidad de introducirse en el nuevo espacio económico europeo a través de la fusión o absorción de empresas españolas.

Post (1994, 201) resume como elementos principales de esta causa:

- La apertura de fronteras y mercados protegidos.
- El hecho de que las empresas son forzadas a salir al mercado internacional.
- La desregulación de los mercados financieros.
- La necesidad de invertir de las empresas extranjeras para evitar ser bloqueadas fuera del mercado comunitario.

4. *El desarrollo de nuevos instrumentos financieros y de los mercados de capitales*

Otro de los factores externos a las propias empresas que pueden estimular las fusiones, la constituye el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, aunque éstos tienen mayores incidencias en otros procedimientos cercanos a la fusión como son las compras de empresas o la formación de grupos de sociedades.

Al respecto, conviene manifestar que los intermediarios financieros han cobrado un papel relevante al potenciar y buscar la realización de fusiones, así como a las mayores facilidades de financiación que ofrecen a través de instrumentos tales como los denominados "bonos basura" (Martínez y Sanchis, 1990, 127).

Los préstamos bancarios y los "bonos basura" de elevado riesgo y alto rendimiento, así como las ampliaciones de capital han impulsado la última oleada de absorciones en Estados Unidos (Jensen, 1990, 82).

Una exposición sintética de las diversas causas internas y externas expuestas puede contemplarse en el cuadro 14.

CUADRO 14

Causas de las fusiones

CAUSAS INTERNAS	CAUSAS EXTERNAS
<ol style="list-style-type: none"> 1. Economías de escala y alcance. 2. Razones comerciales. 3. Causas financieras. 4. Motivaciones de la gerencia. 5. Causas tecnológicas. 6. Diversificación. 7. Infravaloración. 8. Empleo de fondos excedentes. 9. Razones personales. 10. El acceso a personal especialmente cualificado. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Políticas gubernamentales de defensa de la competencia. 2. Razones fiscales y contables. 3. La desregulación de sectores económicos. 4. El ingreso en la Comunidad Económica Europea. 5. El desarrollo de nuevos instrumentos financieros y de los mercados de capitales.

I.5. EVOLUCIÓN DE LAS FUSIONES EMPRESARIALES

En las líneas que siguen, procedemos a analizar cuál ha sido el desarrollo de las fusiones empresariales a lo largo del tiempo y, en especial, durante los últimos años. Pretendemos, pues, obtener una visión panorámica de estas operaciones en distintas áreas geográficas y, de manera particular, en España, en donde la ostensible ausencia de bases estadísticas referidas a estos procedimientos ha dificultado sobremanera su estudio. Se trata, en definitiva, de ofrecer una perspectiva histórica de las fusiones, que en última instancia, sirva de base para clarificar su posible evolución futura.

I.5.1. PERSPECTIVA INTERNACIONAL

Al examinar la evolución de las fusiones durante el último siglo, se constata, en primer lugar, que estos procedimientos de reestructuración empresarial, han sido empleados con mayor intensidad en determinadas etapas. A éstas últimas se les ha denominado oleadas (u olas) de fusiones. Estas fases, en general, se han desarrollado inicialmente en Estados Unidos para, a continuación, en mayor o menor medida y, con características específicas, extenderse al resto de países desarrollados.

I.5.1.1. Principales oleadas de fusiones

De acuerdo con las investigaciones realizadas (McCann y Gilkey, 1990, 15-24; Gaughan, 1994, 1-3 y 1996, 18-53; Post³⁴, 1994, 13-28; Scherer y Ross, 1990; Martínez y Sanchís, 1990, 126-127) cabe distinguir cuatro grandes oleadas de fusiones:

1. La Primera Oleada

Se inició en Estados Unidos a finales del siglo XIX y principios del XX, pudiéndose situar en torno al período comprendido entre 1887-1902/4. En este marco temporal se produce la creación de los grandes mercados nacionales y las empresas contemplan las

³⁴ Según Post es posible distinguir, además otra oleada de fusiones desde 1940 a 1947, relacionada con el crecimiento económico consecuencia de la 2.ª Guerra Mundial y la post-guerra, en donde destacó el equipamiento eléctrico como una de las industrias en las que proliferaron estas operaciones.

fusiones como procedimientos rápidos para incrementar su capacidad productiva, al tiempo que les permiten conseguir una reducción de la competencia.

En opinión de Chandler (1988, 437-438) casi todas las empresas norteamericanas que crecieron vía fusiones en este período siguieron un proceso similar, que consistía inicialmente en la formación de *cartels* integrados por múltiples empresas manufactureras que, ante las dificultades legales de hacer cumplir sus propios acuerdos, dieron paso a procesos de fusión.

Dos elementos esenciales propiciaron esta actividad de fusiones en los años ochenta del siglo pasado, a saber: por un lado, el funcionamiento de las redes de ferrocarriles y de telégrafos (más tarde, el teléfono) al contribuir a reducir las barreras del transporte y al permitir una dirección centralizada de unidades dispersas geográficamente; por otro lado, el hecho de que estas fusiones horizontales no infringieran ninguna de las leyes federales, puesto que la *Ley Sherman* se aprobó en 1890.

Precisamente, en esta década asistimos a fusiones en el sector petrolífero que concluyen en la formación de firmas tan importantes como la *Standard Oil*.

Durante el período 1890-1904 en Estados Unidos se produjo un gran incremento en la actividad de fusiones, uno de los motivos inductores fue el desarrollo de un mercado de valores industriales del que se nutrieron estas nuevas empresas y, en este sentido, fueron los financieros y especuladores quienes participaron más activamente.

Esta primera oleada de fusiones en Estados Unidos, se caracterizó por tratarse principalmente de fusiones horizontales, desarrolladas en un marco de cambios en la estructura económica y en las tecnologías de producción, que supusieron una reducción de costes y que, en muchas ocasiones concluyeron en la formación de monopolios u oligopolios.

Con respecto a Europa, no existe unanimidad en los estudios realizados. Y así, autores como Scherer y Ross (1990) consideran que Europa también participó de esta fase de gran actividad; aunque en menor escala que en Estados Unidos, concretamente en el Reino Unido en sectores como el textil. En cambio, Cartwright y Cooper (1996, 13) en su análisis sobre el Reino Unido, sostienen que la primera oleada de fusiones tuvo lugar en los años veinte, coincidiendo con la segunda oleada de fusiones vivida en Estados Unidos.

2. La Segunda Oleada

Esta segunda etapa de concentración tuvo lugar sobre los años veinte³⁵. Pero a diferencia de la anterior, tuvo mayor relevancia en Europa que en Estados Unidos, destacando dentro del contexto europeo el Reino Unido, en donde se crearon algunas de sus actuales empresas líderes tanto en el ámbito nacional como el internacional.

Esta intensa actividad se distinguió por presentar un carácter vertical y, así autores como Gaughan (1994,2) indican que aproximadamente el 70 por ciento del total de operaciones presentaron dicho carácter. La actividad se realizó, en especial, en empresas del sector público y bancarias, aunque otros sectores significativos fueron los del petróleo, minería o el vidrio.

Las razones esgrimidas para llevar a cabo las fusiones en el contexto norteamericano, se sustentaron sobre todo en el deseo de reducir costes y evitar el descenso de los beneficios, acompañadas, además por una intensa actividad bursátil. El colapso del Mercado de Valores en octubre de 1929 significó, pues, la ruptura de esta tendencia.

En el Reino Unido, entre las causas que impulsaron esta reestructuración empresarial, pueden señalarse la obtención de economías de escala como consecuencia de la producción en masa, el desarrollo de nuevas industrias, el gradual aumento de los gastos de I+D y la necesidad de comercializar los productos a escala nacional.

3. La tercera oleada

La tercera ola se desarrolló en la segunda mitad de la década de los años sesenta y principios de los setenta, afectando a sectores como el petróleo, carbón o, productos papeleros.

En Estados Unidos destacaron las fusiones de tipo conglomerado, creándose sobre todo conglomerados de extensión de productos. En efecto, la restrictiva legislación *antitrust* desarrollada a mediados de siglo, obstaculizó la realización de fusiones horizontales y verticales, de ahí esta nueva tendencia. Otros factores que influyeron, fueron el auge de la teoría de la diversificación, así como la obtención de beneficios vía fusiones

³⁵ Algunos autores como Gaughan sitúan su comienzo alrededor de 1916 y otros como Post a partir de 1919.

a través de prácticas financieras como las derivadas de los efectos de la fusión sobre los beneficios por acción.

En Europa, la ausencia de una legislación que dificultara estos procedimientos de concentración, unida a la convicción de que era necesario incrementar el tamaño de la empresa europea frente a la estadounidense, propició una intensa ola de fusiones, fundamentalmente, de carácter horizontal. Por lo que el tipo de fusión adoptado varió en el marco europeo y el norteamericano.

Esta actividad europea fue con frecuencia impulsada desde las administraciones públicas, valga de ejemplo, la creación por el gobierno del Reino Unido de la *Industrial Reorganization Corporation*, con el fin de promover fusiones que aumentaran la competitividad internacional de las compañías británicas. Ello, redundó en último término en un incremento significativo del nivel de concentración empresarial de los mercados europeos, mientras que en Estados Unidos el grado de concentración del mercado apenas aumentó; si bien, se verificó un incremento generalizado de la concentración en el conjunto de la economía (Vives, 1990, 15).

4. La Cuarta Oleada

Este último ciclo se inició en Estados Unidos en los años ochenta y afectó igualmente con gran intensidad a los países desarrollados europeos. En el ámbito asiático sobresalió Japón, cuyo volumen de operaciones experimentó un incremento relativamente pequeño, pero continuado.

Las fusiones en esta etapa se distinguieron por alcanzar a menudo un importe elevado y, por presentar un carácter transfronterizo. Asimismo, predominaron las fusiones de tipo horizontal. Las fusiones de carácter conglomerado realizadas en la década de los sesenta fueron prácticamente abandonadas, produciéndose un proceso generalizado de ventas en estos conglomerados. Este fenómeno se debió en parte a la incapacidad de la dirección para gestionar adecuadamente negocios dispares y, al gran endeudamiento contraído con motivo de las fusiones que obligó a muchas compañías a desprenderse de parte de sus activos o secciones empresariales.

Además, surgió una nueva concepción de la fusión en la que ya no se pretendía una continuidad en el tiempo de la compañía combinada, es decir, la fusión se convirtió en una actividad o negocio en sí mismo. Sólo era un medio para deshacerse de los fragmentos en que habían sido segmentadas las empresas absorbidas, pues se partía del convencimiento

de que el valor de las partes era superior al del conjunto, en oposición a las premisas de sinergias positivas tan en boga en etapas anteriores.

Pero quizás la idiosincracia de esta etapa residió en el activo papel que cobraron los intermediarios financieros, así como en el empleo de nuevas técnicas de adquisición. En este sentido, dichos intermediarios no sólo promovieron estos procedimientos, sino que facilitaron sensiblemente su financiación al aparecer la compras apalancadas (LBO) y el empleo masivo de los “bonos basura”, especialmente en Estados Unidos. Hay que añadir además, la aparición de nuevas modalidades de compras como las realizadas por los directivos (MBO) o empleados (*leverage employe buyout*) y, la profusa utilización de OPAs de carácter hostil, que desdibujaron el mapa tradicional de estas actividades, en las que las grandes empresas solían ser precursoras, pero no objetivos. Este cambio de panorama, estimuló sin duda la realización de fusiones de carácter defensivo con el propósito de evitar ser objeto de opas hostiles, tal fue el caso por ejemplo del sector financiero.

Esta nueva fase expansiva de fusiones afectó a sectores como el del petróleo, gas, equipamientos electrónicos, transporte y, más recientemente el de la alimentación, el cemento, el aéreo o el bancario. La liberalización de sectores económicos supuso una apertura a la competencia que desencadenó nuevos procesos de fusión. Por otro lado, el acceso a nuevas tecnologías y la globalización de la competencia también se consideraron factores relevantes en esta ola.

En el marco norteamericano, este ciclo se extendió aproximadamente hasta 1989, puesto que el *crash* de la bolsa sufrido en 1987 y el relativo colapso del mercado de los “bonos basura” así como el fracaso de la *Drexel Burnham Lambert* (impulsora de esta forma de financiación) supusieron un freno en esta intensa actividad. En efecto, durante este decenio se calcula que se efectuaron operaciones por valor de más de 1,3 billones de dólares.

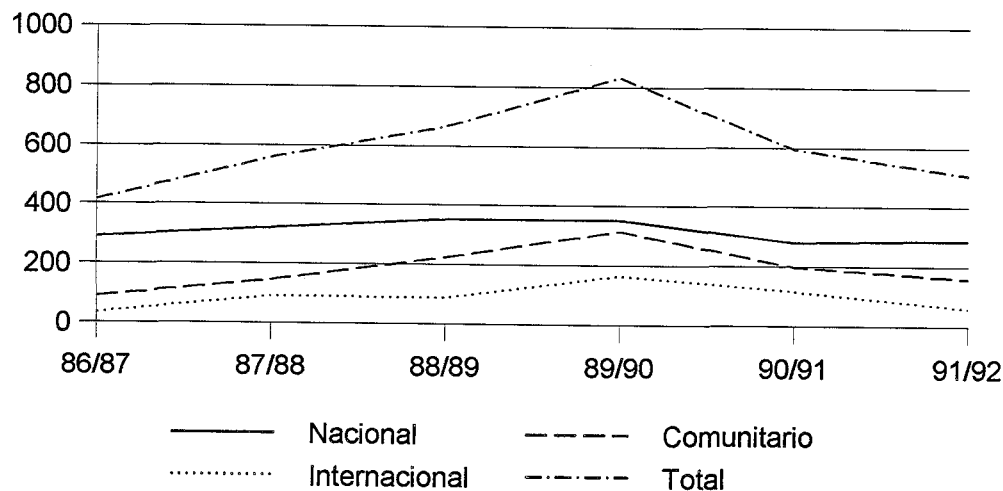
En el contexto europeo, destacó de nuevo la actividad desarrollada en el Reino Unido, donde en el período 1985-1988 se triplicaron el número de operaciones alcanzando un valor de 57.000 millones de ecus, aunque puede decirse que participó prácticamente la totalidad de países comunitarios, entre los que, asimismo, destacó Francia, la cual septuplicó su número de fusiones y adquisiciones, con un valor de 26.500 millones de ecus (Naciones Unidas, 1993, 11).

Una ilustración de esta actividad puede observarse en el gráfico 4 en el que se presenta la evolución seguida en el número de fusiones y adquisiciones de participaciones mayoritarias en la Comunidad en el período 1986-1992, teniendo en cuenta que los datos anuales incluyen aquellas fusiones y adquisiciones efectuadas en un período de doce meses que finaliza el 1 de junio de cada año. Tales operaciones han sido clasificadas en las tres siguientes categorías:

- *Nacional*: donde se recogen las fusiones y adquisiciones realizadas entre empresas del mismo Estado miembro.
- *Comunitaria*: se trata de operaciones entre empresas de diferentes Estados miembros.
- *Internacional*: aquéllas efectuadas entre empresas de Estados miembros y terceros países con efectos comunitarios.

GRÁFICO 4

Evolución de las fusiones y adquisiciones de empresas comunitarias



Nacional	290	321	352	353	280	288
Comunitario	90	146	225	315	198	159
Internacional	35	91	89	165	118	60
Total	415	558	666	833	596	507

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Comisión de las Comunidades Europeas (1988, 1989, 1990b, 1991, 1992, 1993).

Si bien, hay que subrayar que esta información estadística (recogida en la base DOME) ha sido elaborada por la Dirección General IV de la Comisión de las Comunidades Europeas a partir de las publicaciones aparecidas en la prensa especializada y sólo se refiere a aquellas operaciones en las que participan al menos una de las 1.000 empresas más importantes de la Comunidad clasificadas en función de su volumen de negocios. No obstante, aun considerando estas limitaciones, sí es posible constatar la existencia de esta cuarta oleada en Europa, cuyo punto máximo se situó en el período 1989/90. Además también se puede apreciar la mayor importancia de las operaciones nacionales en detrimento de las comunitarias, junto al progresivo aumento de las fusiones y adquisiciones internacionales.

Esta etapa de concentración afectó a todos los sectores productivos tal como puede comprobarse en el cuadro 15, aunque el mayor número de operaciones tuvieron lugar en el sector industrial con casi el 73 por ciento del total de procedimientos realizados en el período, seguido de lejos por la banca.

CUADRO 15

Fusiones y adquisiciones comunitarias por sectores de actividad

SECTOR	86/87	87/88	88/89	89/90	90/91	91/92	TOTAL
Industria	303	383	492	622	455	342	2.598 (72,7)
Distribución	49	57	58	52	38	36	290 (8,1)
Banca	35	78	83	113	75	97	481 (13,4)
Seguros	28	40	33	46	28	31	206 (5,8)
Total	415	558	666	833	596	507	3575 (100)*

* Las cantidades entre paréntesis expresan los porcentajes que representan cada sector sobre el total.
Fuente: Elaboración propia a partir de la Comisión de las Comunidades Europeas (1988,1989,1990b, 1991, 1992,1993).

Entre los motivos que impulsaron esta ola en los países comunitarios sobresale la creación del Mercado Único, como elemento explicativo de esta aceleración en el volumen

de fusiones, aunque también hay que incluir una mejora en el acceso a la financiación.

Autores como McCann y Gilkey (1990,12-13) opinan, sin embargo, que en esencia las razones que intervinieron en las distintas oleadas, son comunes a todas ellas, de manera que las causas que hacían atractiva una fusión a comienzos de siglo pueden encontrarse en fusiones que se realizan en la actualidad. En esta línea, consideran que las cuatro oleadas pueden explicarse por la coincidencia de cuatro condiciones, de cuya actuación conjunta en un momento dado, depende el nivel y tipo de actividad desarrollada, siendo éstas: 1) oportunidad suficiente, 2) capacidad financiera, 3) capacidad de gestión y, 4) motivación apremiante a nivel de empresa y de sector, tal vez, incluso a nivel de economía general.

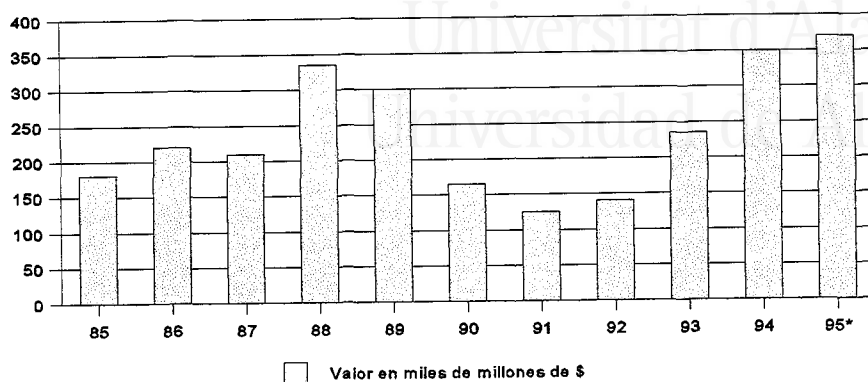
I.5.1.2. Situación en la década de los noventa: perspectivas de futuro

Con respecto a Estados Unidos³⁶, conviene poner de relieve que a comienzos de los años noventa se registró un descenso en la realización de fusiones y adquisiciones. Sin embargo, los últimos datos disponibles parecen corroborar una tendencia alcista en el valor y número de operaciones, iniciada a partir de 1993 y, que ha cobrado un importante crecimiento durante 1994 y 1995, a tal efecto pueden observarse los gráficos 5 y 6, en los que se exponen respectivamente, la evolución experimentada en el valor de estas operaciones de concentración y el número de procedimientos celebrados. El auge de estos procedimientos es de tal magnitud, que incluso se han superado los niveles más altos conseguidos a finales de la década de los ochenta. Entre los factores que pueden explicar esta tendencia se encuentran, por un lado, la existencia de bajos tipos de interés, que han abaratado la financiación de muchos de estos procesos, y por otro lado, a su vez, la posibilidad de financiarlos mediante ampliaciones de capital o canje de acciones. Al efecto, conviene mencionar que los procedimientos de financiación del tipo de LBO, tan utilizados en la década de los ochenta han sido muy poco empleados durante los años noventa, surgiendo otras formas como las llamadas “acumulaciones apalancadas” (*leveraged buildups*).

³⁶ Un detallado estudio sobre la evolución de las fusiones en Estados Unidos puede consultarse en Gaughan 1996 (18-53).

GRÁFICO 5

Valor de las fusiones y adquisiciones empresariales en Estados Unidos

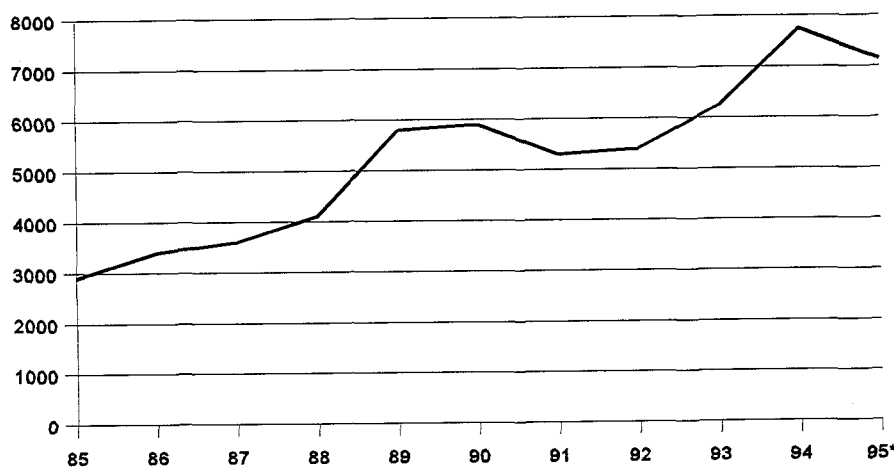


* incluye hasta noviembre de 1995.

Fuente: *The Economist*, 11/11/1995. Una traducción puede verse en Mascareñas (1996, 31-35).

GRÁFICO 6

Número de fusiones y adquisiciones empresariales en Estados Unidos



* Incluye hasta noviembre de 1995.

Fuente: Adaptado de *The Economist*, 11/11/1995.

En el marco europeo, a comienzos de los años noventa se inicia un moderado descenso en relación con los últimos años de la década precedente que, en términos generales se ha mantenido hasta 1993, tal como puede observarse en la información suministrada en el cuadro 16, en el que aparecen el número de fusiones y adquisiciones mayoritarias en el ámbito comunitario y extracomunitario, expresado en períodos anuales que finalizan el 31 de mayo de cada año. Este retroceso en el volumen de operaciones ha tenido especial incidencia durante el período 92/93 en lo que se refiere a procedimientos nacionales, es decir, aquéllos llevados a cabo entre compañías pertenecientes a un mismo país comunitario con un decremento en torno al 19 por ciento con respecto al período anterior. En las operaciones comunitarias (celebradas entre empresas que pertenecen a distintos países comunitarios) se puede observar un descenso constante en los primeros años noventa. En cambio, las operaciones internacionales, esto es, las fusiones y adquisiciones efectuadas entre empresas comunitarias y otras empresas pertenecientes a terceros países, apenas han sufrido un leve descenso, mientras que las operaciones no comunitarias (realizadas entre empresas que no pertenecen a ninguno de los países comunitarios) han seguido, en líneas generales, una trayectoria ascendente. Estos datos parecen indicar que la contracción en el volumen de combinaciones ha sido más significativa en Europa que en los restantes países desarrollados.

CUADRO 16

Fusiones y adquisiciones comunitarias y no comunitarias

ÁMBITO	NACIONAL	COMUNITARIO	INTERNACIONAL	NO COMUNITARIO	TOTAL
1987/88	2.110	252	659	114	3.135
1988/89	3.187	761	1.106	310	5.364
1989/90	3.853	1.122	1.423	356	6.754
1990/91	3.638	947	1.279	376	6.240
1991/92	3.720	760	1.102	326	5.908
1992/93	3.004	634	1.193	381	5.212
TOTAL	19.512 (59,8)*	4.476 (13,7)	6.762 (20,8)	1.863 (5,7)	32.613 (100)

* Las cantidades entre paréntesis indican los porcentajes que representan sobre el total.

Fuente: elaboración propia a partir de AMDATA.

Como, puede observarse, las operaciones nacionales representan casi el 60 por ciento del total, seguidas de las internacionales con casi el 21 por ciento, mientras que las comunitarias ocupan el tercer lugar con alrededor del 13 por ciento, por último, las operaciones no comunitarias representan en torno al 6 por ciento. Nótese, que de acuerdo con la base estadística AMDATA, elaborada por Acquisitions Monthly and Computasoft Ltd. (que es la utilizada por la Comisión a partir del período 1992/93) las operaciones internacionales superan a las comunitarias, a diferencia de lo indicado según la base DOME, elaborada por la Comisión, tal como aparece en el gráfico 4, aunque el período contemplado en ambas bases no coincide completamente.

La explicación de esta diferencia, puede hallarse en la mayor cobertura de la base AMDATA sobre DOME pues incluye un número mayor de operaciones, y especialmente, en que la primera ofrece información mucho más detallada sobre la nacionalidad de las empresas intervinientes que la ofrecida por la base DOME, lo que permite una clasificación más exhaustiva de las diversas operaciones. Estas razones, pensamos permiten considerar más acertadas las conclusiones obtenidas a partir de las base estadística AMDATA.

En el gráfico 7 ofrecemos una representación gráfica de las tendencias seguidas en los diferentes tipos de operaciones indicadas.

Esta tendencia descendente en Europa a principios de la década de los noventa, también tuvo lugar en el Reino Unido. Al respecto, véase el cuadro 17, en donde puede comprobarse como desde 1990 hasta 1992 se experimentó un continuado descenso en la actividad de fusiones y adquisiciones de compañías industriales y comerciales, existiendo en 1992 el nivel más bajo de actividad si se contempla la evolución seguida desde 1984. No obstante, a partir de 1993 existe un cambio de tendencia, tal como sucedió en Estados Unidos, que es confirmada durante 1994. Aunque, hay que poner de relieve que aquí, las variaciones son pequeñas y los niveles alcanzados apenas representan un tercio de los que existieron en el Reino Unido a finales de los años ochenta. Estas variaciones se encuentran, pues, muy alejadas de los grandes crecimientos vividos durante estos años en Estados Unidos.

Ahora bien, si consideramos la evolución de las fusiones a lo largo del último siglo, en la que Estados Unidos ha sido el país iniciador de las distintas oleadas, siendo luego secundadas por el resto de países desarrollados, cabría considerar la posibilidad de que, de nuevo, este proceso se repita y que, en consecuencia, en Europa se aproxime un período de numerosas fusiones empresariales.

CUADRO 17

Fusiones y adquisiciones de empresas en el Reino Unido

PERÍODO	Nº COMPAÑÍAS ADQUIRIDAS	VALOR EN £m
1984	568	5.474
1985	474	7.090
1986	842	15.367
1987	1.528	16.539
1988	1.499	22.839
1989	1.337	27.250
1990	779	8.329
1991	506	10.434
1992	432	5.941
1993	526	7.063
1994*	521	6.481
TOTAL	9.012	132.807

Se incluye hasta el tercer trimestre de 1994.

Fuente: Central Statistical Office: London. Adaptado de Cartwright y Cooper (1996, 14).

Es más, aunque existen elementos negativos que inciden en la realización de fusiones como las derivadas del encuentro de culturas empresariales y la experiencia de anteriores fracasos en este tipo de operaciones, gran parte de los factores explicativos de la oledada vivida en Europa en la década de los ochenta, se hallan también presentes en los años noventa. Y así, sigue existiendo para algunas empresas el aliciente de un amplio Mercado Único, ratificado a través del Tratado de Maastrich y el ingreso a la Unión Europea en 1995 de países tan relevantes como Austria, Finlandia y Suecia.

A estas razones cabría agregar (Cartwright y Cooper, 1996, 18-20):

- *La existencia de más compañías dispuestas a ser absorbidas*, debido a la falta de una sucesión familiar en algunas empresas y, a los cambios sociales, políticos y económicos acaecidos en Europa del Este.

- *La relajación de las regulaciones*, y en general, las actitudes de las políticas gubernamentales frente a estos procesos de concentración, reduciendo al mínimo sus intervenciones.
- *La necesidad de reducir parte del riesgo*: aquellas compañías situadas en industrias intensivas en capital y en sectores en los que el coste de los nuevos productos desarrollados es alto, encuentran interesante combinarse con otras empresas, como respuesta a la necesidad de reducir una parte del riesgo y el esfuerzo en tecnología.

Por otro lado, el empleo de las instituciones financieras de criterios más exigentes para la concesión de créditos destinados a financiar estos procedimientos, supondrá que las nuevas fusiones tendrán un carácter más racional y menos especulativo (Garrido Miralles, 1996, 106).

Por último, conviene indicar que parece previsible que las empresas de países en vías de desarrollo participen más activamente en este tipo de concentraciones. Entre los motivos que pueden contribuir a ello, se encuentran los procesos de privatización y liberalización acometidos en estos países y el deseo de intervenir en mercados internacionales (Naciones Unidas, 1993, 20).

En definitiva, consideramos que en el plano internacional existe un clima favorable para la realización de fusiones y que es previsible en el futuro una etapa de gran actividad.

I.5.2. EVOLUCIÓN EN ESPAÑA

I.5.2.1. Movimiento hasta los años ochenta

El análisis de la evolución de las fusiones en el ámbito español, entraña una especial dificultad por la ausencia de bases estadísticas específicas. Por lo que, las investigaciones acerca de la posible incidencia de las mencionadas oleadas de fusiones en España, se hace especialmente difícil.

No obstante, pueden encontrarse algunas referencias y, en esta línea, Post (1994,13) señala que durante la segunda oleada se produjeron fusiones en el sector cementero español.

En cuanto, a la primera oleada el considerable retraso sufrido en la industrialización española, hace suponer que tal etapa no se desarrolló.

Durante la década de los años sesenta, las empresas españolas participaron de la tercera ola de fusiones destacando las de tipo horizontal, aunque el número de fusiones efectuadas no fue muy elevado (Durán, 1977, 98). En efecto, a pesar de los estímulos fiscales y financieros habilitados por los poderes públicos para mitigar la atomización de la empresa española frente a la europea y norteamericana, estas medidas no lograron su propósito (Martínez y Sanchis, 1990, 131).

1.5.2.2. Situación en la década de los ochenta

Con respecto a la cuarta oleada de fusiones, los datos parecen confirmar que España participó en ella plenamente. La inminente incorporación al Mercado Único Europeo y, la necesidad de crecer rápidamente para alcanzar el tamaño medio de la empresa europea, estimularon las fusiones de las empresas españolas.

Asimismo, el favorable tratamiento fiscal proporcionado a las fusiones acogidas a los beneficios fiscales previstos en la ley 76/1980 favoreció la realización de fusiones.

Los estudios efectuados sobre esta etapa son escasos, pues las bases estadísticas de carácter internacional existentes no ofrecen datos detallados y completos sobre estas operaciones de reestructuración en España. Las fuentes disponibles al efecto son fundamentalmente: DOME, AMDATA y KPMG. La primera, elaborada por la Comisión incluye información desde 1971 a 1992, pero sólo referida a aquellas fusiones celebradas entre las 1.000 mayores empresas europeas, con lo que una parte importante de fusiones de empresas españolas, debido a su pequeño tamaño, no se hallan recogidas. En relación, a AMDATA hay que decir que, si bien, incluye información sobre fusiones desde 1984, sólo a partir de 1991 comenzó a registrar fusiones realizadas entre pequeñas empresas así como información relativa a España. Por último, KPMG (confeccionada por la empresa del mismo nombre) únicamente divulga datos a nivel agregado. Estas tres bases de datos son elaboradas esencialmente a partir de las informaciones suministradas por la prensa económica. En el ámbito nacional, sólo a efectos fiscales se registraban las fusiones acogidas a los beneficios fiscales de la antigua Ley 76/1980³⁷, mientras que el resto de

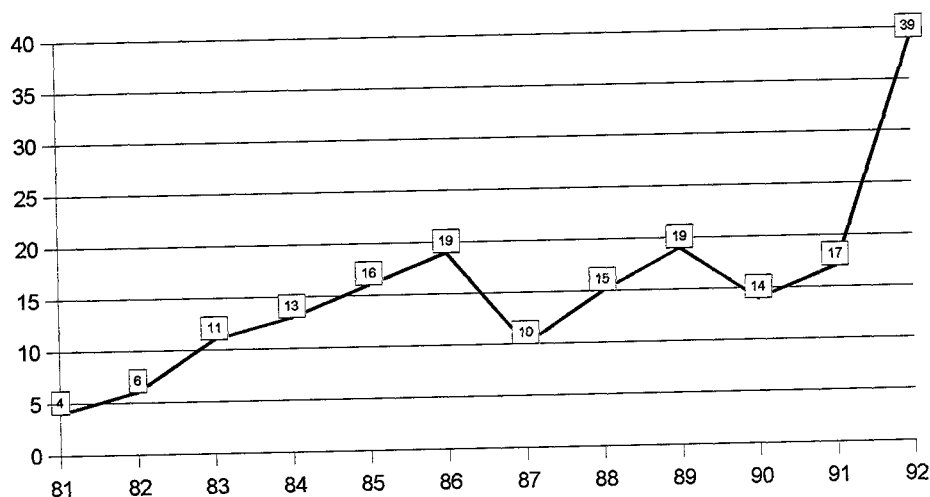
³⁷ Para un mayor detalle, véase el capítulo II.

operaciones realizadas al margen de tal legislación no aparecían recogidas.

Durante los años ochenta tuvo lugar un moderado aumento en el número de fusiones, que alcanzó cierto relieve a partir de 1983, aunque esta tónica de crecimiento se vio quebrada en 1987 y 1990 en donde se produjo un ligero descenso, tal como puede apreciarse en el gráfico 7 (cuyos datos han sido obtenidos a partir de la prensa especializada, concretamente del diario Cinco Días).

GRÁFICO 7

Evolución de las fusiones en España en el período 1981-1992



Fuente: elaboración propia a partir de Fernández y García (1995, 222).

Ahora bien, conviene subrayar que el crecimiento experimentado por las fusiones fue mucho menor que el de otros procedimientos de concentración empresarial como las OPAs y, especialmente, las adquisiciones de participaciones, que constituyeron la forma de reestructuración empresarial preferida por las empresas españolas y que experimentó mayor incremento (Fernández y García, 1995, 222 ; Martínez *et al.*, 1995, 102).

Esta opción por las adquisiciones frente a las fusiones, creemos puede deberse en parte, a que las primeras quizás sean instrumentos de concentración más ágiles, puesto que no requieren el acuerdo de la Junta general de accionistas ni de la alta dirección de la

empresa objetivo, como sucede en las fusiones, en donde con frecuencia, son necesarios arduos procesos negociadores. En cambio, las adquisiciones ofrecen la posibilidad de negociar directamente con los accionistas y, ni siquiera, con todos, pues en muchas ocasiones, no es necesario adquirir un porcentaje muy elevado de acciones para hacerse con el control de una empresa. Por otro lado, en las adquisiciones desde el comienzo está claros los papeles de cada una de las empresas involucradas, la adquirente y adquirida, residiendo el poder de decisión en la primera, por lo que no resultan tan esenciales las fórmulas de consenso, tan necesarias en los procesos de fusión, sobre todo si se trata de empresas de tamaños similares.

Por su parte, los estudios realizados por la Comisión en sus Informes sobre Política de la Competencia, confirman esta misma evolución de las fusiones durante la segunda mitad de la década de los ochenta. Aunque, hay que recordar las características de la base estadística empleada, así como advertir que no se trata de datos exclusivamente referidos a procedimientos de fusión, sino que se incluyen los relativos a fusiones y adquisiciones de participaciones mayoritarias. Conforme a éstos, durante la última parte de la década de los ochenta se produjo un incremento que tuvo su punto máximo en el período 89/90 (Véase al respecto el cuadro 18).

CUADRO 18

Fusiones y adquisiciones en España según la Comisión Europea

PERÍODO	86/87	87/88	88/89	89/90	90/91	91/92	92/93*	TOTAL
Número	20	27	65	74	36	18	238	478
%	4,2	5,6	13,6	15,5	7,5	3,8	49,8	100

* Durante este período la Comisión dejó de elaborar la base DOME y pasó a utilizar AMDATA.

Fuente: elaboración propia partiendo de la Comisión de las Comunidades Europeas (1993,1994).

Ahora bien, durante este período el movimiento de fusiones se realizó principalmente entre sociedades españolas, mientras que fue muy limitado el volumen de procedimientos celebrados entre compañías españolas y de otros países comunitarios, así como aquellas fusiones efectuadas entre empresas españolas y de terceros países. Al efecto, puede consultarse el cuadro 19, en el que se expone un estudio más pormenorizado sobre la distribución del número de fusiones en sus dos modalidades legales (fusión por

constitución de nueva sociedad y por absorción) durante el período 1986-1991. Nótese que de un total de 236 fusiones realizadas, de ellas el 86,4 por ciento (204 fusiones) correspondieron a operaciones nacionales, es decir, celebradas exclusivamente entre empresas españolas. Sin embargo, sólo 17 procedimientos, esto es, el 7,2 por ciento presentaron un carácter comunitario por participar junto a empresas españolas otras empresas comunitarias. Y por último, las fusiones internacionales, celebradas entre empresas españolas y otras no pertenecientes al ámbito comunitario, representaron en torno al 6,4 por ciento del total.

Ello corrobora un especial énfasis en el empleo de las fusiones por las empresas autóctonas, que las utilizaron como medio de incrementar su tamaño y competir en el nuevo marco europeo, mientras que la participación de capital exterior sólo se produjo en una parte muy pequeña del volumen global de fusiones, que representa sólo alrededor de un 13,6 por ciento del total. Además, no existen grandes diferencias en cuanto a la procedencia comunitaria o no de las empresas, puesto que las operaciones de índole comunitarias coinciden prácticamente con las internacionales.

Con relación al ámbito comunitario destaca a gran distancia sobre las demás, Francia, que participó en cerca del 65 por ciento de las operaciones comunitarias, ocupando el Reino Unido y Alemania el segundo puesto.

En el contexto extracomunitario, Estados Unidos es el país de procedencia de la mayor parte de compañías no comunitarias que se fusionaron con empresas españolas, con un porcentaje en torno al 33 por ciento.

Esta escasa participación foránea, pone de relieve que las empresas extranjeras no optaron en estos años por el empleo masivo de fusiones como vía de incorporación al mercado español y comunitario, debido a los obstáculos adicionales que encuentran las fusiones transfronterizas al tener que conjugar marcos jurídicos, sociales y culturales diferentes.

Entre los motivos que en esta etapa impulsaron a las sociedades españolas a fusionarse, sobresalieron sin duda la creación del Mercado Único Europeo, al generar un marco de mayor competencia y las perspectivas de un mercado más amplio

Dentro de los diferentes sectores económicos, el mayor volumen de fusiones tuvo lugar en el sector servicios, destacando por su número las realizadas por las empresas financieras y aseguradoras (Martínez *et al.*, 1995, 106-107).

CUADRO 19

Fusiones en España clasificadas por países (período 1986-1991)

AMBITO	NACIONAL		COMUNITARIO(1)		EXTRA-COMUNITARIO (2)		TOTAL	
	nº	%	nº	%	nº	%	nº	%
España	204	100					204	86,4
Francia			11	64,7			11	4,7
Reino Unido			2	11,75			2	0,85
Alemania			2	11,75			2	0,85
Italia			1	5,9			1	0,42
Resto UE			1	5,9			1	0,42
Estados Unidos					5	33,3	5	2,11
Japón					2	13,3	2	0,85
Otros(2)					8	53,4	8	3,4
TOTAL	204	100	17	100	15	100	236	100

(1) No se incluye a España.

(2) Fusiones realizadas entre empresas españolas y empresas de países no comunitarios.

Fuente: elaboración propia a partir de Martínez *et al.* (1995, 104).

I.5.2.3. Situación en los años noventa: perspectivas de futuro

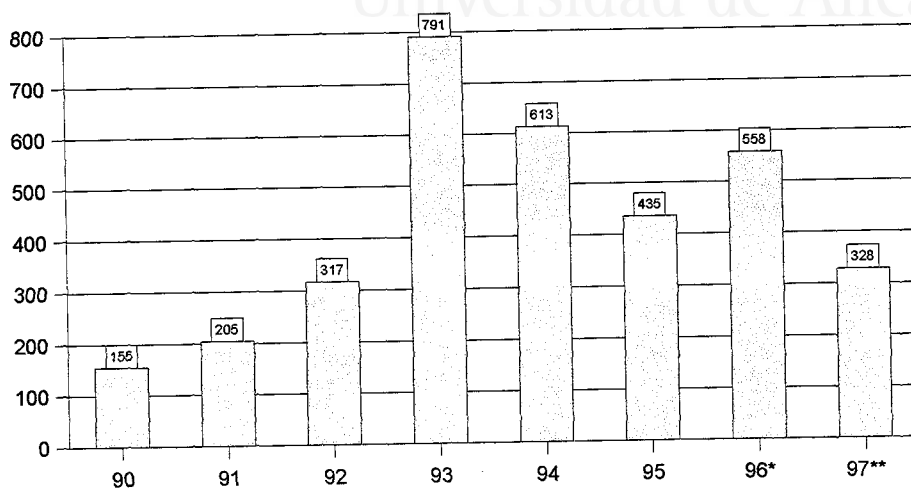
Las investigaciones efectuadas sobre esta etapa más reciente son escasas, quisiéramos por ello, aportar una visión lo más completa posible sobre la situación actual de las fusiones en España, así como su previsible evolución futura.

Un primer acercamiento sobre la actuación de las sociedades españolas ante esta estrategia de reestructuración empresarial, puede observarse en el gráfico 8, donde se recoge la evolución seguida en el volumen de sociedades mercantiles españolas disueltas debido a procesos de fusión. Obviamente, tal magnitud reflejará el número de sociedades que se disuelven, bien por ser absorbidas por otras sociedades, bien por disolverse para constituir una nueva sociedad y, aunque no exprese el número de fusiones efectuadas en cada período, cuanto menos nos proporcionará una visión de la envergadura o dimensión que alcanza esta actividad, en función de una parte relevante de empresas implicadas en los procesos de fusión, con la ventaja de que se trata de datos de carácter nacional y que no

proceden sólo de la prensa especializada o se hallan registrados atendiendo al tamaño de las sociedades participantes, como sucede en otras bases estadísticas.

GRÁFICO 8

Sociedades españolas disueltas por fusión en el período 90-97



* Datos provisionales. ** Incluye información provisional hasta el primer semestre de 1997.

Fuente: elaboración propia a partir del Instituto Nacional de Estadística (1992a, 1992b, 1993, 1995a, 1995b, 1996a, 1996b, 1997).

Durante los primeros años de la década de los noventa, el número de sociedades disueltas por participar en procesos de fusión fue escaso en comparación al resto del período analizado. En 1990, se partió del nivel más bajo, al que sigue una moderada tendencia ascendente hasta 1992. El punto álgido se alcanza durante 1993, multiplicándose el número de disoluciones por 1,5 con respecto al período anterior. A partir de 1993 se inicia una tendencia descendente, con unas variaciones porcentuales en torno al 22 por ciento en 1994 y del 29 por ciento en 1995. No obstante, en 1996 se produce un cambio de tendencia, superándose los nivel del año 1995 y, asimismo, los datos disponibles hasta el mes de julio de 1997, apuntan en la misma dirección. Ahora bien, hay que significar que, pese a experimentar un movimiento de bajada durante 1994 y 1995, en tales años se alcanzaron niveles superiores a los del comienzo de la década.

Asimismo, conforme a los datos suministrados por la Comisión de las Comunidades Europeas (véase el cuadro 18), en los primeros años de la década de los noventa, las fusiones y adquisiciones españolas experimentaron un retroceso importante con respecto a la tendencia creciente seguida en la segunda mitad de los años ochenta. En cambio, durante el período 92/93 se produjo un notable incremento en el número de operaciones que, sin embargo, hay que tomar con ciertas cautelas, puesto que una parte de tal variación se debe a que en este período la Comisión, dejó de emplear la base estadística DOME y pasó a utilizar AMDATA, la cual registra un volumen de operaciones superior. En este sentido, consideramos que el estudio de la evolución seguida ha de tener presente esta limitación, representando sólo una tendencia orientativa.

Desde el punto de vista de la posición de las empresas españolas como precursoras u objetivos de estos procesos de concentración frente a empresas foráneas, sean comunitarias o internacionales, cabe poner de manifiesto que las sociedades españolas han actuado principalmente como empresas objetivos, es decir, han sido objeto de procesos de fusión. En particular, en el período 1992 /93 tal como aparece en el cuadro 20, España actuó como país de destino en 135 operaciones de fusión y adquisición mayoritaria (77 en el ámbito comunitario y 58 en el internacional), mientras que sólo en 14 operaciones actuaron como empresas precursoras de estos procedimientos, lo que confirma que España ha sido en este período un país de destino y no de origen de fusiones y adquisiciones.

Centrando nuestra atención en aquellas operaciones comunitarias en las que sociedades españolas han actuado como empresas objetivo, hemos de significar que, al igual que sucedía en los años ochenta, Francia ocupa la primera posición seguida por el Reino Unido y a cierta distancia por Alemania, Países Bajos e Italia, dentro de los países de procedencia de las empresas que actuaron como precursoras de estos procesos.

Asimismo, en el ámbito internacional es Estados Unidos el país que ocupa el primer puesto, y en segundo lugar con casi la mitad de operaciones se sitúa Escandinavia, apareciendo a continuación los países no comunitarios pertenecientes a la Europa Occidental.

En suma, son empresas de Francia y, a continuación, de Estados Unidos, las que han participado en el mayor número de fusiones y adquisiciones de participaciones mayoritarias realizadas con compañías españolas.

Por lo que se refiere, a las fusiones y adquisiciones de empresas comunitarias e internacionales por sociedades españolas, hay que destacar que, al margen de su escasa

importancia, es Portugal el principal país objeto de las operaciones españolas, seguido de Francia y Alemania. En el marco internacional, Estados Unidos y América Latina ocupan la primera posición.

En síntesis, a tenor de lo expuesto, las relaciones con empresas comunitarias se han establecido con compañías de aquellos países más cercanos geográficamente, esto es, Francia como país de origen de operaciones y Portugal como país de destino. Mientras que en el ámbito internacional ha sido con empresas estadounidenses con las que se han llevado a cabo mayor volumen de operaciones.

CUADRO 20

**Fusiones y adquisiciones en España durante 1992/93
según su alcance geográfico***

ÁMBITO	NACIONAL	COMUNITARIO		INTERNACIONAL		TOTAL
		ORIGEN	DESTINO	ORIGEN	DESTINO	
ESPAÑA	89	—	—	—	—	89
ALEMANIA	—	2	8	—	—	10
BÉLGICA	—	—	3	—	—	3
DINAMARCA	—	—	2	—	—	2
FRANCIA	—	2	28	—	—	30
IRLANDA	—	—	1	—	—	1
ITALIA	—	—	8	—	—	8
LUXEMBURGO	—	—	2	—	—	2
PAÍSES BAJOS	—	—	7	—	—	7
PORTUGAL	—	4	1	—	—	5
REINO UNIDO	—	1	17	—	—	18
ÁFRICA	—	—	—	1	2	3
AMÉRICA LATINA	—	—	—	2	5	7
EE.UU.	—	—	—	2	20	22
ESCANDINAVIA	—	—	—	—	12	12
EUROPA OCCID.	—	—	—	—	10	10
LEJANO ORIENTE	—	—	—	—	3	3
ORIENTE MEDIO	—	—	—	—	1	1
OTROS	—	—	—	—	5	5
TOTAL	89	9	77	5	58	238

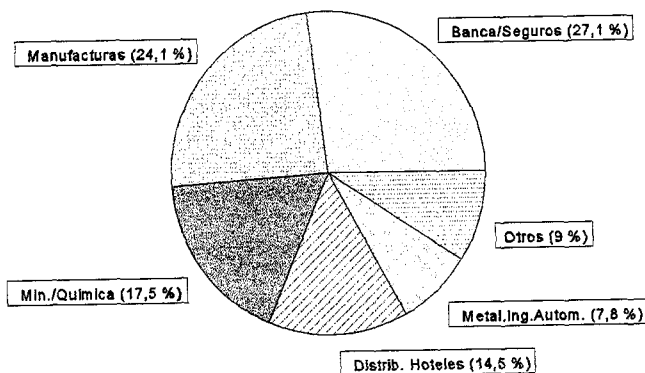
* Las fusiones y adquisiciones mayoritarias han sido clasificadas en nacionales, comunitarias e internacionales siguiendo los mismos criterios establecidos en el gráfico 3.

Fuente: elaboración propia a partir de la Comisión de las Comunidades Europeas (1994).

Por otro lado, la distribución de fusiones y adquisiciones por sectores de actividad para el período 1992/93, considerando sólo las operaciones nacionales y comunitarias, pone de manifiesto que en el sector de la Banca y Seguros español se llevó a cabo el mayor número de operaciones, con aproximadamente el 27 por ciento del total. Seguidamente, se situaron las Manufacturas con un porcentaje también muy importante (en torno al 24 por ciento) y, en tercer lugar, la Minería y la Química, mientras que el cuarto puesto lo ocupó la distribución y la hostelería. Una visión sintética puede verse en el gráfico 9.

GRÁFICO 9

Fusiones y adquisiciones españolas en 1992/93 clasificadas por sectores



Fuente: elaboración propia a partir de la Comisión de las Comunidades Europeas (1994).

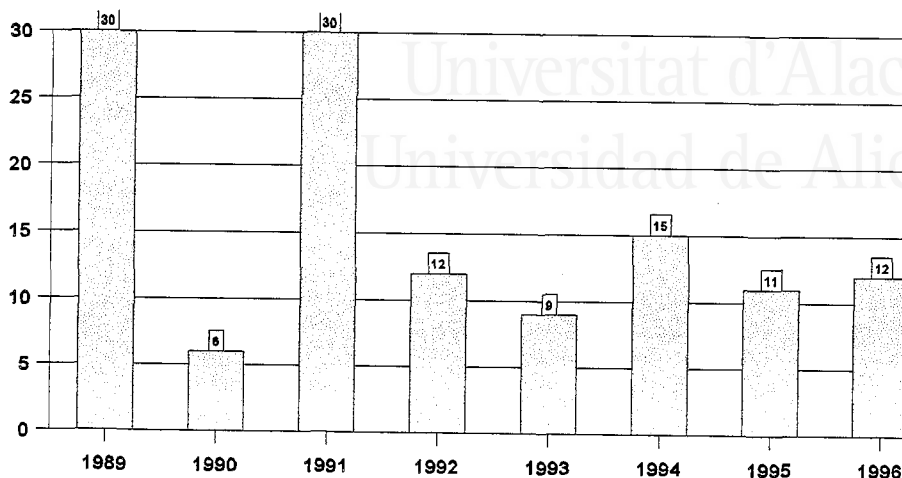
Por tanto, los avances en la constitución del Mercado Único Europeo han afectado de forma importante a las actividades manufactureras y, especialmente de servicios, destacando dentro de estos últimos, la banca y seguros, donde se han producido el mayor número de operaciones.

Centrándonos en la actividad aseguradora³⁸ y, exclusivamente en procedimientos de fusión hemos procedido a estudiar la evolución seguida en el número de acuerdos de fusión realizados o en proceso de realización. A tal efecto puede observarse el gráfico 10.

³⁸ Un análisis más profundo de las fusiones en el sector asegurador español puede hallarse en el último capítulo de este trabajo.

GRÁFICO 10

Acuerdos de fusión en el sector de seguros español



Fuente: elaboración propia en base a los datos de la Dirección General de Seguros (1990,1991, 1992,1993,1994,1995a,1996, 1997a, 1997b, 1997c).

Conforme a los datos obtenidos, en 1990 se produjo un descenso acusado en el número de acuerdos de fusión, mientras que durante 1991 se experimentó un aumento de signo contrario hasta alcanzar los mismos niveles de 1989. A partir de ese punto máximo, el número de procedimientos sufrió un descenso, que le llevó a su cota mínima en 1993, fecha de efectiva incorporación de España a la CEE, hoy UE, mientras que en el ejercicio 1994 se produjo una elevación, y en los dos últimos años una tendencia casi constante.

La visión de un Mercado Financiero Único en un marco de paulatina desregulación de la actividad financiera europea, unida a las expectativas del mercado asegurador español, poco desarrollado y con grandes posibilidades de crecimiento, han propiciado que las sociedades aseguradoras españolas hayan sido objeto de procesos de fusión y adquisición por parte de compañías europeas de seguros, sobre todo francesas, inglesas, alemanas y suizas, con el propósito de incrementar sus mercados siguiendo frecuentemente una línea estratégica oligopolística (Picazo Tadeo, 1995a).

Veamos, cuál ha sido la evolución de las operaciones de fusión en un marco delimitado como es el de la Bolsa de Barcelona. A tal fin, hemos registrado el número de tales procedimientos que tuvieron lugar en el período 1989 a 1996 en los que participó, por

tanto, al menos una sociedad cotizada en dicha Bolsa. En el cuadro 21 se recogen los datos obtenidos a partir de los "Informes Anuales" de 1989 a 1996, distinguiendo según la modalidad legal empleada: absorción y fusión por constitución de nueva sociedad.

CUADRO 21

Fusiones empresariales en la Bolsa de Barcelona en el período 89-96

MODALIDAD	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	TOTAL
FUSIÓN POR CONSTITUCIÓN	—	—	5 (71)	6 (67)	1 (16)	1 (25)	1 (50)	—	14 (36)
ABSORCIÓN	9 (100)*	1 (100)	2 (29)	3 (33)	5 (84)	3 (75)	1 (50)	1 (100)	25 (64)
TOTAL	9 (100)	1 (100)	7 (100)	9 (100)	6 (100)	4 (100)	2 (100)	1 (100)	39 (100)

* Las cantidades entre paréntesis indican los correspondientes porcentajes verticales.

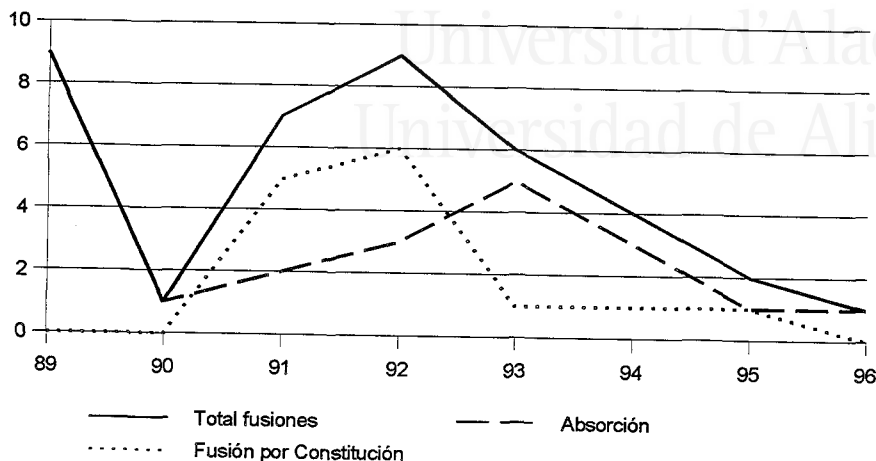
Fuente: elaboración propia a partir de la Bolsa de Barcelona (1990, 1991, 1992, 1993) y Bolsa de Barcelona (1994, 1995, 1996, 1997).

Por tanto, en este ámbito de estudio queda claro que las empresas españolas han optado básicamente por el procedimiento legal de absorción frente a la constitución de nueva sociedad.

Por otra parte, al igual que sucedió en el sector asegurador, existe un descenso acusado en el año 1990. Si bien, la tendencia se invierte en 1991 y 1992, año en que se alcanza la cota máxima, para después presentar una disminución constante hasta 1996. Parece, pues, que en este ámbito de estudio, las empresas españolas emplearon las fusiones para prepararse ante el reto de la incorporación en la CEE y, a partir de ese punto álgido situado en 1992 ha descendido de forma constante el número de operaciones. A tal efecto, una representación gráfica de esta tendencia general así como las seguidas en cada una de las modalidades de fusión pueden verse en el gráfico 11.

GRÁFICO 11

Tendencia de las fusiones empresariales en la Bolsa de Barcelona



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la Bolsa de Barcelona (1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997).

En otro sentido, el análisis realizado indica que del total de 39 fusiones detectadas la mayoría fueron de tipo horizontal, ya que sólo dos de ellas correspondieron a fusiones realizadas entre empresas con distinta actividad económica. De nuevo, las fusiones en la banca ocuparon el primer puesto con cinco operaciones, seguidas de las celebradas en el sector de energía eléctrica y gas, así como en el seno de *holdings* con 4 fusiones respectivamente, mientras que el tercer puesto lo ocuparon las fusiones entre empresas inmobiliarias y las constructoras y, a continuación, se sitúan la industria química y la cementera. Por último, aparecen un conjunto de sectores en los que se realizaron 2 fusiones como son: seguros, maquinaria, alimentación y bebida y, por último, el textil.

Como puede advertirse, pues, las diferencias son mínimas y, en general, se puede afirmar que se realizaron fusiones en la mayoría de sectores de actividad, no hallándose concentrados en un número reducido de sectores, por lo que las distancias en el volumen de operaciones realizadas apenas son significativas.

En síntesis, puede afirmarse que España participó de manera activa en la oleada de fusiones de los años ochenta vivida en la generalidad de países desarrollados. Por lo que

se refiere a los años noventa, conforme a la información disponible cabe destacar las siguientes características:

- a) Al comienzo de los años noventa se produjo un descenso acusado de estos procedimientos de reestructuración empresarial.
- b) El punto más alto en esta actividad de fusiones cabe situarla durante el período 1992-1993, esto es, el período de la definitiva incorporación de España en el ámbito comunitario, aunque existen excepciones como sucede en el sector asegurador.
- c) A partir de este período se inició una tendencia generalizada de descenso, que parece existir hasta la actualidad.
- d) Estas operaciones afectaron a la mayoría de sectores de actividad, pero de forma significativa a las manufacturas y servicios, destacando dentro de éste último sector, las llevadas a cabo en la banca y el ámbito asegurador.

Las perspectivas de futuro cara al final de esta década y comienzos del siguiente siglo, pueden hallarse influidas por alguno de los siguientes factores:

1. En primer lugar, en Estados Unidos, país pionero en estos procedimientos, parece haberse iniciado una nueva etapa de intensa actividad, que es posible sea exportada resto de países europeos, incluyendo entre ellos a España. Piénsese, que en la actualidad en el mercado financiero español, existen algunos de los elementos que han intervenido en el “boom” norteamericano, esto es, un descenso en los tipos de interés y el incremento de los valores bursátiles, que pueden favorecer el desarrollo de estas operaciones.
2. El avance en el programa de la Unión Europea, con la creación de la Moneda Única, abre nuevas expectativas que pueden facilitar el interés de las sociedades por crecer mediante esta vía.
3. Existen sectores españoles tales como el cementero, en los que es previsible suponer que se avecina una etapa de reestructuración empresarial, debido a un exceso de capacidad productiva que es necesario dar salida en el mercado exterior. En función del grado de éxito en esta actividad

exportadora será necesaria una reestructuración del sector en mayor o menor medida.

Otros sectores como el asegurador europeo están viviendo actualmente una gran actividad de concentración. Y así, durante 1996 se han producido fusiones como la llevada a cabo entre las aseguradoras británicas, Royal y Sun Alliance o, los anuncios de fusión a finales de año de los grupos franceses Axa y UAP, que han movilizado también a la firma alemana Allianz, líder del seguro en Europa, a buscar un candidato. Este movimiento es factible que se extienda a España y, en esta línea, en este mismo año, ya se han producido fusiones tales como la realizada entre Aegón Unión Aseguradora y sus tres últimas adquisiciones: Labor Médica, La Sanitaria y, Caja de Previsión y Socorro. Además se prevén futuras reestructuraciones en otras compañías aseguradoras españolas como Cervantes Helvia Patria, Amaya o Winterthur (El País, Negocios, 8/12/1996, pág. 21).

4. Los procesos de privatización de empresas estatales españolas y, la liberalización de sectores de actividad siguen vigentes. Tal es el caso por ejemplo, de la multinacional Telefónica y su privatización durante 1997. Estos procesos pueden influir positivamente en el desarrollo de nuevos procesos de fusión.

Estos argumentos nos hacen por tanto considerar con cierto optimismo la posibilidad de que se avecine en España una nueva fase de profunda actividad en las fusiones empresariales, que habida cuenta, de los anteriores condicionamientos podría presentar un carácter menos especulativo que la anterior ola de fusiones y el empleo más generalizado de operaciones de tipo horizontal.

I.6. ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS DE LOS FRACASOS DE LAS FUSIONES EMPRESARIALES

A pesar de la notable utilización de estos procedimientos de concentración y de las ventajas ya comentadas que conllevan para las empresas involucradas. Existe, una evidencia que no es posible eludir: una buena parte de las fusiones fracasan, y las previsiones proyectadas antes de iniciar el proceso, se convierten sólo en meras teorías imposibles de llevar a la práctica.

Efectivamente, se calcula que a largo plazo entre el 50 y el 80 por ciento de todas las fusiones pueden ser consideradas como fracasos (Marks, 1988).

Por otro lado, diferentes investigaciones empíricas (Asquith, 1983; Malatesta, 1983) han demostrado que por lo general, sólo se producen incrementos de rentabilidad para los accionistas de las empresas objetivo, mientras que las rentabilidades para los accionistas de las empresas precursoras de estos procesos pueden variar tanto en forma positiva como negativa. En el marco español el profesor García Martín (1994, 264) concluye que para el caso de fusiones por absorción no existen expectativas nada beneficiosas para las empresas fusionadas una vez concluidas tales operaciones. Asimismo, Apellániz *et al.* (1996, 455) en el ámbito de las cajas de ahorro españolas han constatado que los efectos derivados de la fusión para aquellas cajas fusionadas con respecto a la media del sector, evidencian una aminoración de las diferencias en rentabilidad, desfavorables en todo el período analizado para las cajas fusionadas.

Las causas de estos fracasos son múltiples y podemos encontrarlas en las diferentes fases que envuelven a todo el proceso de fusión. Y así, por ejemplo en la etapa de negociación, la rapidez, sigilo y cuando no, precipitación que rodean al proceso negociador, dificulta enormemente el conocimiento a fondo de la empresa objetivo. Esta dificultad se acentúa aún más, cuando se trata de una compañía que pertenece a un sector distinto al de la empresa precursora de la operación y, en donde es posible no haber detectado futuros cambios en la evolución de la demanda. Si la fusión se lleva a cabo entre empresas de diferentes países, hay que añadir además impedimentos administrativos y jurídicos.

Por otro lado, normalmente contar con el apoyo del Consejo de administración y por ende, de los accionistas, suele elevar hasta límites perniciosos la valoración dada a la empresa que se pretende absorber. Es más, la precipitación de esta fase negociadora puede

tener consecuencias negativas, si no se ha planificado minuciosamente el procedimiento de ensamblaje de ambas empresas, ni definido nitidamente el organigrama de personal así como las funciones y responsabilidades que corresponden a cada uno de sus miembros.

La comunicación a los empleados, una vez adoptada la decisión, resulta también fundamental, puesto que puede generar ansiedad e incertidumbre, así como insatisfacción en aquellos mandos intermedios que ven cercenadas sus posibilidades de ascenso o se ven relegados a un plano inferior. Todo ello, puede suponer la fuga de personal muy valioso que merme considerablemente el potencial y valor de la empresa fusionada, pues no en vano el capital humano es uno de los factores más importante en toda unidad empresarial.

Una buena negociación y una adecuada planificación de la fusión, constituyen, por tanto, las bases iniciales sobre las que debe descansar el proyecto. Pero, no basta con ello para asegurar el éxito de la operación, otros intrincados problemas surgen cuando se produce la unión práctica de las diferentes áreas funcionales de las empresas. En este sentido, se ha considerado que el proceso de fusión sólo ha concluido cuando los clientes reciben sus servicios o productos con toda normalidad. Durante este período de acoplamiento, se pondrán de relieve las diferentes formas de hacer y, en suma, las distintas culturas corporativas. En esta posible fricción entre culturas, pueden subyacer además conflictos personales, en donde se ponen a prueba posiciones personales y de poder.

Conviene, en suma, extremar el cuidado en la fase post-fusión, debiendo ser considerada la fusión como un proceso que requiere de un seguimiento exhaustivo hasta su definitiva conclusión.

Existe, pues, una profunda conexión entre las fases de diseño y ejecución de la fusión que no es posible desligar. Del cuidado puesto en este empeño depende en gran parte el futuro éxito de la combinación. En esta línea, Ballarín *et al.* (1994, 148) afirman que:

“Este cisma es extremadamente peligroso porque olvida un fenómeno que se ha hecho evidente en una variedad de operaciones de fusión y adquisición: la percepción que los miembros de ambas organizaciones tienen de las motivaciones reales que han impulsado la operación es un factor determinante del éxito de su puesta en marcha”.

Además, resulta claro que estos elementos comentados exigen unos grandes esfuerzos organizativos y de dirección que, sin duda, merman la atención y cuidado que requiere el negocio en sí, lo cual, obviamente, puede incidir de forma negativa en la empresa fusionada.

En resumen, estas dificultades ponen de relieve la importancia de seleccionar el candidato adecuado y de negociar unas meditadas condiciones de fusión así como de cuidar con suma atención todo el procedimiento postfusión incluyendo la percepción que de la operación reciben nuestros clientes y proveedores.

Harari (1996, 49-52) considera que la frustración de muchas fusiones se debe a que la combinación de grandes compañías, conduce con frecuencia a un anquilosamiento de la empresa resultante, así como a la obsolescencia de su línea de productos. Además, las previsiones iniciales sobre el nivel de ingresos y el valor de las empresas participantes, se calculan tomando como referencia la situación en el momento presente y, sin tener en cuenta la posible aparición de nuevas tecnologías y competidores. Pese a ello, estos procedimientos continúan realizándose cuando los resultados indican que no existen claros beneficios ni para los accionistas ni para los empleados. En opinión de este autor son los bancos industriales, consultores y abogados de empresas, así como la alta dirección movida por su *ego* quienes están interesados en que sigan realizándose estas fusiones.

En el cuadro 22, ofrecemos una panorámica de algunas de las conclusiones obtenidas sobre los motivos que inciden en el fracaso de las fusiones. En particular, incluimos la posición de Cartwright y Cooper (1996, 6 y 26), el trabajo sintetizador de Post (1994, 102 y 230) y la propuesta realizada por *The British Institute of Management*³⁹ (1986) en relación a los agentes asociados al fracaso de las fusiones empresariales.

Por último, conviene subrayar que estas consideraciones han impulsado el desarrollo de modelos econométricos predictivos, que tratan de determinar el éxito de estos procedimientos de fusión en atención a las cualidades o atributos de las empresas participantes⁴⁰.

³⁹ El contenido de esta propuesta puede verse en Cartwright y Cooper (1996, 28).

⁴⁰ Al respecto pueden verse entre otros: Barnes (1990, 73-84); Palepu (1986, 3-35); Dietrich y Sorensen (1984, 393-402); Stevens (1973, 149-158).

CUADRO 22
Factores explicativos de los fracasos de las fusiones empresariales según diversos estudios

The British Institute of Management (1986)	Post (1994)	Cartwright y Cooper (1996)
1. Subestimación de las dificultades de fusionar dos culturas.	1. El más relevante, es el choque de las culturas empresariales.	1. La compatibilidad de las culturas de las organizaciones que se combinan y la dinámica cultural resultante.
2. Subestimación de los problemas de la transferencia de habilidades.	2. En segundo lugar, el precio pagado ha sido demasiado alto.	2. El camino o forma con que el proceso de integración de la fusión es dirigido.
3. Desmotivación de los empleados de la compañía fusionada.	3. Las firmas tienden a descuidar sus objetivos a largo plazo.	3. Malas decisiones de selección, en las que el precio pagado es excesiva.
4. Marcha de personal clave en la compañía fusionada.	4. La empresa ha comprado en un mal momento del ciclo de vida de la empresa.	4. Las potenciales economías de escala y los ratios de beneficios proyectados no se realizan porque la dirección es incompetente.
5. Exceso de energía dedicada a la negociación, pero no a la planificación e integración post-adquisición.	5. Desconocer que la empresa objetivo es obsoleta en su sector.	5. La aparición de cambios impredecibles en las condiciones del mercado.
6. Retraso en la decisión de aclarar las responsabilidades y conflictos post-adquisición	6. La creación de organizaciones más complicadas.	
7. Descuido o falta de la atención que merece la compañía adquirida.	7. Existe una pérdida de flexibilidad y servicios.	
8. Insuficiente investigación sobre la compañía fusionada.	8. las grandes compañías inundan a las pequeñas con sus sistemas de trabajo y personal.	
	9. Las estrategias logísticas se rompen.	
	10. La marcha de gente: la dirección de la firma adquirida.	

1.7. REFLEXIONES FINALES

De nuestra labor de análisis de las fusiones en el marco económico actual, es posible extraer como conclusiones más relevantes las siguientes:

1. Las fusiones constituyen una de las principales vías existentes de concentración empresarial, puesto que implican la disminución en el número de empresas que actúan de forma independiente en el mercado, con las repercusiones que ello conlleva sobre la libre competencia. Pero, por otro lado, esta forma de reestructuración empresarial es una de las modalidades típicas del crecimiento externo con que cuentan las empresas en el marco económico actual.
 - El crecimiento externo, es aquél que se realiza con el concurso de otras empresas y que no requiere de inversiones productivas.
 - Entre sus ventajas frente al crecimiento interno destacan: el ahorro de factor tiempo, la posibilidad de incrementar la participación en el mercado sin generar aumentos de capacidad y la facilidades de financiación que presenta, aparte de que en ocasiones es el único medio de acceder a determinados mercados o activos.
 - En cambio, como aspectos negativos hay que resaltar la exigencia de grandes esfuerzos en tareas de administración y de gestión, los problemas derivados del encuentro de culturas empresariales y la valoración de las empresas participantes.
2. La fusión desde el punto de vista estratégico-económico se distingue porque en ella, empresas jurídica y económicamente independientes, se reducen a una sola unidad económica y patrimonial mayor, con una única dirección y opción estratégica.
3. La regulación legal en España del concepto de fusión contenida en el plano mercantil y el fiscal son prácticamente coincidentes, distinguiéndose en ambos como modalidades fundamentales: la fusión por creación de nueva sociedad y, la fusión absorción. Si bien, se añade además el caso particular de absorción de sociedad íntegramente participada.

- De acuerdo con la legislación legal española vigente, en toda fusión cabe distinguir tres requisitos constitutivos que la definen y distinguen, a saber:
 - La disolución sin liquidación de, al menos, una de las sociedades que se fusionan.
 - La transmisión en bloque de los patrimonios de las sociedades disueltas a la nueva sociedad o a la sociedad absorbente.
 - La agrupación de todos los socios en la única sociedad resultante de la fusión
 - Pese a ello existen diferencias entre las dos modalidades básicas señaladas. Y así la fusión por absorción frente a la fusión por creación de nueva sociedad se distingue porque no exige la disolución de todas las sociedades que se fusionan, sino que la absorbente conserva su propia personalidad jurídica, de modo que no exige la constitución de una nueva sociedad, sino sólo la realización de una ampliación de capital y las correspondientes modificaciones estatutarias por parte de la empresa absorbente. Esta última circunstancia supone una ventaja de la fusión por absorción frente a la fusión por constitución de nueva sociedad al simplificarse sensiblemente los trámites legales de la operación.
4. El estudio comparado que hemos efectuado de las fusión frente a otras formas posibles de concentración empresarial en España nos permite afirmar que, aunque las figuras analizadas presentan indudables semejanzas con la fusión, sin embargo, ninguna puede sustituirla, pues la naturaleza de los vínculos que se crean en la fusión son del mayor compromiso posible, asegurándose la participación de los socios de las empresas fusionadas en la formación de la nueva unidad empresarial resultante y, ello gracias al establecimiento de una contraprestación equitativa a los socios en forma de acciones. De dicha comparación se deprenen entre otras las siguientes conclusiones particulares:
- La formación de una *joint-venture* (o empresa mixta) se distingue de la fusión porque en la primera sólo se verifica una aportación parcial de patrimonio de las empresas que la forman y, por tanto, no se produce la extinción de ninguna de éstas. Además los accionistas de las empresas que crean la *joint-venture* no participan directamente en el proceso puesto que

no reciben acciones de la nueva sociedad constituida, sino las propias empresas precursoras de la *joint-venture*, quienes conservan su independencia en la gestión.

- Con respecto a la agrupación de interés económica (AIE) contemplada en nuestro ordenamiento legal, se diferencia de la fusión, porque la AIE sólo puede crearse para una actividad económica auxiliar de las de sus socios e, incluso sin patrimonio propio, por lo que no se cumple la transmisión universal de patrimonio, ni la disolución de ninguna de las empresas participantes y, ni siquiera la incorporación de los socios de las sociedades que forman la AIE. Además existe una total autonomía en la gestión de las empresas fundadoras de la AIE.
- La Unión Temporal de Empresa (UTE) frente a la fusión, no desemboca en la creación ni en la ampliación de ninguna sociedad preexistente, asimismo, no exige la aportación de patrimonio alguno por parte de las empresas que integran la UTE; no produciéndose, por tanto, la disolución de ninguna de las sociedades que la crean, ni la incorporación de sus accionistas. Pero el factor más relevante que las separa radica en que la UTE se realiza por un período de tiempo limitado a la realización de una determinada obra, servicio o suministro.
- La adquisición de una rama de actividad, en discrepancia con la fusión, no participa de la extinción de, al menos, una de las sociedades intervinientes, ni de la transmisión universal de patrimonio puesto que aquí sólo es parcial, ni tampoco se verifica la incorporación de los accionistas de la empresa que realiza la aportación, ya que las acciones entregadas como contraprestación quedan en poder de la sociedad que la realiza.
- La formación de un grupo de sociedades, a diferencia de la fusión, no supone la extinción de ninguna de las empresas participantes, ni tampoco la participación de todos los accionistas de las empresas afectadas. Además la contraprestación que reciben los accionistas puede consistir en efectivo o, cualquier otro pago en especie.
- La compra de sociedad, esto es, de todas las acciones que integran su capital social, se distingue de la fusión porque no implica el traspaso en bloque del patrimonio de la sociedad adquirida, ni tampoco su disolución.

Por otro lado, aquí no se asegura la continuidad de los accionistas de la empresa adquirida en el nuevo proyecto empresarial pues, a menudo, reciben una contraprestación en efectivo.

- Las diferencias de la oferta pública de adquisición de acciones (OPA) coinciden con las apreciadas en el caso de formación de grupos y compra de sociedades, puesto que la OPA permite desarrollarlas en el marco de las empresas cotizadas, constituyendo *per se* una vía propia de concentración empresarial.
 - La adquisición global de patrimonio (o cesión global de activo y pasivo en el ámbito jurídico) se distingue de la fusión porque no supone la disolución de la sociedad que cede su patrimonio, ni la agrupación de socios de las sociedades que intervienen, ya que la contraprestación en acciones de la sociedad receptora del patrimonio es recibida por la sociedad cedente y no por sus accionistas.
 - La última figura analizada, la venta-fusión, es la que presenta mayores analogías con la fusión, en especial con la fusión por absorción, residiendo la principal diferencia frente a la fusión, en que aquí los accionistas pueden decidir no incorporarse al proceso de unidad empresarial, al poder exigir su contraprestación en forma de efectivo y no de acciones.
5. Por lo general, no existe una causa única para llevar a cabo un proceso de fusión, existiendo dos grandes líneas teóricas que sustentan el desarrollo de las distintas razones por las que se fusionan las empresas. Estas son, el Enfoque de la *Teoría neoclásica* de maximización del valor de los accionistas y el enfoque gerencial basado en la *Teoría de la Agencia*. Según el primero, las fusiones tienen como causa última el incremento de valor y riqueza para los accionistas de las empresas fusionadas, destacándose la noción de sinergia, mientras que el segundo considera que en esencia las causas explicativas de la fusión se circunscriben al ámbito de los intereses personales de los directivos de las empresas. Ahora bien, en nuestra opinión no suele existir una única causa desencandante de la fusión, sino que se trata de un conjunto de razones, de modo que estos dos enfoques deben contemplarse desde una óptica complementaria y no excluyente.

6. Consideramos que las distintas causas por las que se llevan a cabo fusiones pueden estructurarse en dos grandes grupos a los que denominamos “causas internas” y “causas externas”.
 - Las primeras englobarían al conjunto de razones generadas en el seno interno de las empresas, y que se hallan fundamentadas por sus particulares circunstancias, destacando sus condiciones económicas y los intereses de sus accionistas y propietarios. Dentro de ellas hemos incluido: la consecución de economías de escala y alcance, razones comerciales, causas financieras, motivaciones de la gerencia, causas tecnológicas, la diversificación del riesgo, la infravaloración de las empresas fusionadas, el empleo de fondos excedentes de la empresa, razones personales de los propietarios y, por último, el acceso a personal especialmente cualificado.
 - En cambio, en las “causas externas” se incluyen aquellos factores impulsados por el entorno económico-político y legal de las empresas fusionadas, que no forman parte de su ámbito interno, aunque sí influyen sobre el mismo. Entre ellas se incluyen las políticas gubernamentales de defensa de la competencia, los procesos de desregulación y liberalización de sectores económicos, la creación de nuevos mercados como la Unión Europea, el desarrollo de nuevos instrumentos financieros y de los mercados de capitales y, por último razones fiscales y contables. Sobre estas últimas, subrayamos la conexión existente entre los aspectos fiscales y contables, pues su particular presentación conjunta determina su configuración como causa de fusiones empresariales.
7. El empleo relevante en España de los procedimientos de fusión es relativamente reciente y, cabe situarlo a partir de los años ochenta, no pudiéndose considerar que participara en las tres anteriores oleadas de fusión acaecidas a escala internacional.
8. Los datos obtenidos parecen indicar que los sectores en los que se han llevado cabo un mayor número de fusiones en España han sido el de manufacturas y especialmente servicios, destacando dentro de éste último, la banca y la actividad aseguradora. Y así, según el *XXIII Informe de Política de la Competencia* de la Comisión de las Comunidades Europeas, las manufacturas supusieron el 24, 1 por ciento de total de operaciones de fusión y adquisiciones mayoritarias realizadas en

el período 1992/93, mientras que las operaciones llevadas a cabo en la banca y seguros alcanzaron el 27,1 por ciento del total.

9. Parece que la mayoría de fusiones realizadas en España, han presentado un carácter nacional, esto es, han sido operaciones realizadas exclusivamente entre empresas españolas, seguidas a continuación por las operaciones comunitarias (aquéllas celebradas entre empresas españolas y de otros países comunitarios) e, internacionales (las realizadas entre empresas españolas y terceros países). Asimismo, la información disponible indica que las diferencias entre estas operaciones se han reducido durante los años noventa. Si bien, ha de tenerse en cuenta que, dado que las bases estadísticas utilizadas proceden de la prensa especializada, estos datos sólo pueden proporcionar una tendencia general de la evolución seguida.
- Durante el período 1986-1991 las fusiones de carácter nacional representaron cerca del 87 por ciento del total realizadas, mientras que las comunitarias e internacionales significaron respectivamente, sólo el 7, 2 por ciento y el 6,4 por ciento del total.
 - Para el período 1992/93 del total de fusiones y adquisiciones realizadas en España, aproximadamente el 38 por ciento correspondieron a operaciones nacionales, el 36 por ciento a operaciones comunitarias y el 26 por ciento a operaciones internacionales.
10. En general, en las fusiones y adquisiciones realizadas con el exterior, las empresas españolas han actuado sobre todo como empresas objetivo y no como precursoras de estos procesos, siendo Francia el principal país de origen de empresas que lanzaron ofertas sobre compañías españolas, seguido de Estados Unidos en el ámbito internacional. En cambio, Portugal fue el país preferido por las sociedades españolas para lanzar sus ofertas. Parece, por tanto, que las empresas españolas se han fusionado con empresas de aquellos países más cercanos geográficamente: Francia y Portugal, mientras que en el plano internacional destaca Estados Unidos.
- Durante el período 1986-1991, el 4,7 por ciento del total de fusiones realizadas en España correspondieron a fusiones en las que intervinieron empresas francesas, situándose a continuación, Estados Unidos con el 2,11 por ciento.

- Según los datos suministrados por la Comisión de las Comunidades Europeas durante el período 1992/1993, España fue país de destino de 155 operaciones de fusión y adquisición (77 en el ámbito comunitario y 58 en el marco internacional), mientras que sólo en 14 ocasiones actuaron empresas españolas como sociedades precursoras. A nivel comunitario Francia fue el país de procedencia del mayor número de operaciones, con 28, seguido del Reino Unido, mientras que a escala internacional se situó Estados Unidos con 20 operaciones. La incidencia de ofertas lanzadas por empresa españolas fue insignificante, 14 operaciones sobre un total de 238, siendo Portugal, el principal país de destino con 4 operaciones.
11. Durante los primeros años noventa parece que se ha producido una ralentización en el número de fusiones en España, aunque existen perspectivas favorables de cara al futuro.
- En efecto, el número de sociedades disueltas por fusión, así como las fusiones realizadas en el sector asegurador español y los datos obtenidos del volumen de estas operaciones realizadas en el ámbito de la Bolsa de Barcelona indican un descenso generalizado a comienzos de los años noventa, en especial durante el ejercicio 1990.
 - Los datos obtenidos indican que el punto más alto de esta actividad se situó en torno al período 1992-1993, si bien en el sector asegurador se verificó durante 1991, para a continuación iniciarse un descenso generalizado, que podría haber iniciado cierta recuperación durante 1996.
 - Entre los factores que pueden influir en una evolución futura alcista de estos procesos cabe señalar: la posible influencia positiva del *boom* de fusiones que parece haberse iniciado en la economía norteamericana, el avance en el programa de la Unión Europea, la existencia de sectores con evidentes necesidades de reestructuración como son el cementero o el asegurador, los procesos de privatización de empresas públicas españolas y la liberalización de determinadas actividades económicas.

12. Con mayor frecuencia de la deseable, los procesos de fusión no logran el éxito previsto. Entre las razones que en ello inciden se encuentran: el choque de culturas empresariales distintas, el exceso de valoración de la empresa objetivo, el descuido en los propios objetivos de las empresas, la marcha de personal clave y, la aparición de cambios impredecibles en las condiciones del mercado.

Universitat d'Alacant
Universidad de Alicante

CAPÍTULO II.

NORMATIVA ESPAÑOLA SOBRE FUSIONES EMPRESARIALES

Aunque en nuestro ánimo no se encuentra realizar un análisis detallado del marco jurídico español relativo a los procesos de fusión, conscientes de la influencia que éste ejerce sobre los aspectos económicos y contables, quisiéramos, cuanto menos ofrecer una panorámica de su situación actual. En este sentido, revisamos el Derecho de Defensa de la Competencia aplicable en España y, la normativa fiscal y mercantil, incluyendo, por último, una referencia a otra legislación existente sobre fusiones, así como a la normativa contable.

II.1. EL DERECHO DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA

II.1.1. PRINCIPALES FUENTES LEGALES

Tal como comentábamos al plantear las causas de los procedimientos de fusión, éstos últimos pueden incidir negativamente en el grado de competencia de los mercados, puesto que es posible que conduzcan a la formación de monopolios y oligopolios. Los poderes públicos, han intentado paliar estas consecuencias perversas derivadas de las fusiones, desarrollando mecanismos legales sobre el control de estas concentraciones. Y así, como comenta el profesor Uría (1995, 135), la primera manifestación fue la famosa *Sherman Act* de 1890 en Estados Unidos.

En España, la defensa de la libre competencia, se halla regulada básicamente en la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, cuyo equivalente comunitario cabe situarlo en el Reglamento 4064/89 del Consejo, de 21 de diciembre de 1989 sobre el control de las operaciones de concentración de empresas, en vigor a partir del 21 de septiembre de 1990.

Este Reglamento faculta a la Comisión de las Comunidades Europeas con el asesoramiento de la *Task Force Concentrations* para intervenir *a priori*, con el fin de

autorizar las concentraciones calificadas de dimensión comunitaria (entre cuyas manifestaciones se incluyen las fusiones empresariales).

En particular una concentración alcanza una dimensión comunitaria y requiere de la oportuna autorización de la Comisión de las Comunidades Europeas cuando⁴¹:

- el volumen de negocios a escala mundial, de todas las empresas concentradas supere los 5.000 millones de Ecus y,
- el volumen de negocios, en la Comunidad, de al menos dos de las empresas afectadas por la concentración supere los 250 millones de Ecus.
Si bien, se exceptúa el supuesto en que cada una de las empresas intervinientes realice más de las dos terceras partes de su volumen de negocios comunitarios, en un mismo Estado miembro (art. 1 Reglamento 4064/89).

En el marco legal español, hay que indicar que la Ley 16/1989 de Defensa de la Competencia española, ha sido completada, fundamentalmente por:

- Real Decreto de 21 de febrero de 1992, en materia de exenciones por categorías, autorización singular y registro de defensa de la competencia;
- Real Decreto 1080/1992, de 11 de septiembre, en materia de concentraciones económicas; en el que se regula el procedimiento específico para el control de las concentraciones económicas; y
- Real Decreto de 29 de enero de 1993: que ha significado la creación de dos unidades de carácter técnico en el Tribunal de Defensa de la Competencia.

El objetivo de esta Ley, según su exposición de motivos, consiste en:

"garantizar la existencia de una competencia suficiente y protegerla frente a todo ataque contrario al interés público".

⁴¹ Para mayor detalle véase: Celli (1995, 31-32); Jones y González -Díaz (1992, 189-233) y, Brittan L. (1991).

En ella, aparte de ocuparse de los acuerdos y prácticas restrictivas o abusivas de la competencia, se regula el control de las concentraciones económicas. En concreto, se prohíben prácticas colusivas y abusos de posición de dominio, estableciéndose las sanciones aplicables en su caso. Además, se imponen límites a los poderes públicos en relación con la utilización de prácticas restrictivas y a la concesión de ayudas. Para cumplir con estos fines, existen dos órganos distintos, a saber:

- *El Servicio de Defensa de la Competencia*: se trata de un organismo administrativo, dependiente del Ministerio de Economía y Hacienda, entre cuyas funciones se encuentra la de instruir los expedientes de oficio o a instancia de parte interesada, así como estudiar e investigar los sectores económicos analizando la situación y grado de competencia en cada uno de ellos.
- *El Tribunal de Defensa de la Competencia*: es el órgano de carácter administrativo encargado de velar por el mantenimiento de la libre competencia y a estos efectos posee funciones resolutivas, esto es, es el encargado de declarar la existencia o no de acuerdos y prácticas restrictivas, con capacidad para ordenar su desaparición e imponer las correspondientes sanciones o multas. Si bien, es un órgano adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, ejerce sus funciones con plena independencia y sometimiento al ordenamiento jurídico (art. 46).

Además, entre sus funciones se encuentra la actuación a título meramente consultivo y la emisión de informes o dictámenes para que el Gobierno resuelva. Asimismo, se encarga de la promoción de estudios y trabajos de investigación en materia de competencia (art. 26).

II.1.2. CONTROL DE LAS CONCENTRACIONES ECONÓMICAS: FUSIONES

Centrando nuestra atención en los mecanismos legales previstos en la Ley 16/1989 sobre el control de las operaciones de concentración económica en general, y de manera especial, en las fusiones, cabe significar que los poderes públicos podrán controlar aquellas concentraciones que por su relevancia puedan afectar a la estructura del mercado nacional en detrimento del interés público.

En este sentido se establece que el Ministerio de Economía y Hacienda podrá someter a informe del Tribunal de Defensa de la Competencia en el plazo de cinco años desde que la operación se llevó a término, a cualquier:

"proyecto u operación de concentración de empresas o de toma de control de una o varias empresas por parte de otra persona, empresa o grupo de empresas, siempre que afecte o pueda afectar al mercado español y especialmente mediante la creación o reforzamiento de una posición de dominio" (art. 14).

A estos efectos, se presumirá que existe tal posición de dominio cuando (art. 14):

- a) se adquiriera o incremente una cuota igual o superior al 25 por ciento del mercado nacional, o de una parte sustancial del mismo, de un determinado producto o servicio; o
- b) cuando la cifra del volumen de ventas global en España del conjunto de los partícipes supere en el último ejercicio contable la cantidad de veinte mil millones de pesetas.

Sobre la determinación del volumen de ventas, en el Real Decreto 1080/1992 (art. 2) se establecen los criterios que deben emplearse, siendo éstos los que de forma sintética mostramos en el siguiente cuadro:

CUADRO 23

**Reglas para el cálculo del volumen de ventas según
el derecho de defensa de la competencia**

REGLA GENERAL		
Ventas de productos y/o prestación de servicios de las actividades ordinarias - (Reducciones sobre ventas + IVA y otros impuestos relacionados)		
REGLAS PARTICULARES		
EMPRESAS PERTENECIENTES A UN GRUPO DE SOCIEDADES	ENTIDADES DE CRÉDITO Y OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS	COMPAÑÍAS DE SEGUROS
Suma de las ventas de las empresas del grupo sin considerar las operaciones intergrupo, ni fuera de España	El volumen de ventas es sustituido por la décima parte del total de sus balances	El volumen de ventas es sustituido por el valor de las primas brutas emitidas

Como puede observarse el criterio general expresado coincide, salvo pequeñas variaciones de redacción, con el reflejado en la norma 9ª Cifra Anual de Negocios, contemplada en la Cuarta Parte del PGC.

A propósito de las reglas particulares, hay que indicar que el concepto de grupo al que se refiere es el establecido en el art. 42 del Código de Comercio, mientras que en relación con los supuestos de fusión de entidades de crédito y otras entidades financieras, así como de compañías de seguros se regula la determinación de la parte correspondiente al mercado español, tanto de la décima parte del total de balances para las primeras, como el valor de las primas brutas emitidas en el caso de empresas aseguradoras.

El Tribunal de Defensa de la Competencia, una vez emitido el correspondiente informe, lo remitirá al Ministerio de Economía y Hacienda, disponiendo al respecto el Gobierno de tres meses para adoptar una decisión, existiendo tres posibilidades:

- puede no oponerse a la concentración;
- establecer una serie de restricciones a cuyo cumplimiento subordina la aprobación de la operación o;
- por último, puede oponerse o declararla improcedente, disponiendo en tal caso de la facultad de restablecer la competencia a través de la desconcentración, es decir, ordenando la vuelta atrás de la fusión o toma de control.

La sanción en caso de que las empresas no acatasen la decisión gubernamental puede elevarse hasta el 10 por ciento del volumen de ventas en España de cada una de las empresas concentradas (Sánchez Calero, 1995, 137).

Ahora bien, aquellas empresas que deseen llevar a cabo un procedimiento de concentración, en nuestro caso una fusión, también tienen la opción de notificar voluntariamente dicha fusión al Servicio de Defensa de la Competencia.

Si en tal circunstancia, en el plazo de un mes el Tribunal de Defensa de la Competencia no tiene conocimiento de tal operación, o no dictaminara transcurridos tres meses, debe considerarse que la Administración admite que se realice dicha fusión.

Conviene, por tanto, solicitar de forma voluntaria la autorización, puesto que se evita la incertidumbre que conlleva el sometimiento al amplio plazo de cinco años en los que la Administración se encuentra facultada para su control, pudiendo llegar, incluso, a ser considerada como improcedente. Máxime cuando la Administración tendrá conocimiento de la misma por la comunicación a efectos fiscales que se deberá realizar si el procedimiento se acoge al régimen fiscal especial de fusiones regulado en la Ley 43/1995.

La forma y contenido de esta notificación voluntaria del proceso de concentración, así como el procedimiento de instrucción del expediente cuando se inicie de oficio, se halla regulada en el Real Decreto 1080/1992.

Un ejemplo de notificación voluntaria, fue el presentado durante 1993 por la empresa *Hoescht Industria Española de Suspensiones S.A.*, consistente en instrumentar en España los efectos de la absorción por *Fried. Krupp AG, de Hoesch AG*, realizada en Alemania, efectos que consistían en la reunión en la sociedad absorbente de todas las acciones de las filiales que ambas compañías tenían en España. El sector económico afectado por la operación era el de piezas y repuestos de automóviles. En tal caso, el Tribunal de Defensa de la Competencia dictaminó no oponerse a tal concentración,

considerando que el mercado relevante afectado era más amplio que el mercado español y teniendo en cuenta la existencia de otros elementos compensatorios. Decisión, que fue ratificada por el Gobierno al no oponerse a dicha operación (Secretaría de Estado de Economía, 1994, 75).

En cuanto a los criterios que el Tribunal de Defensa de la Competencia emplea para decidir acerca de cualquier operación de concentración, hay que decir que son muy semejantes a los empleados por la Comisión Europea, siendo éstos (De Comenge y López, 1990, 115):

- la estructura del mercado;
- la posibilidad de elección de proveedores, clientes y distribuidores;
- el poder económico y financiero de las empresas;
- la evolución de la oferta y de la demanda y;
- La competencia exterior en el sector correspondiente.

Entre las objeciones planteadas a esta normativa se encuentra la falta de consideración explícita de criterios de eficiencia (Ballarín *et al.*, 1994, 185-186). Postura que compartimos, pues igualmente consideramos que la reducción de la competencia en el mercado, puede verse contrarrestada por una mejora en la eficiencia, derivada de la consecución de economías de escala, reducción de gastos de I+D, etc. capaces de repercutir favorablemente sobre la misma.

Si bien, cabe encontrar otras opiniones como la manifestada por el Consejo de Expertos del Ministerio Federal de Economía alemana que considera que el criterio dominante para el control de las fusiones debe ser el dominio sobre el mercado, pues se trata de un criterio practicable y objetivo para cualquier forma de fusión, sea vertical, horizontal o conglomerada (García Echevarría; 1988, 31).

Como síntesis en el cuadro 24 se ofrece una visión sinóptica de la regulación sobre política de la competencia, aplicable a unidades económicas españolas que intervengan en procesos de fusión.

CUADRO 24

Las fusiones en el derecho de defensa de la competencia

LEGISLACIÓN APLICABLE	SUPUESTOS DE APLICACIÓN	CARACTERÍSTICA
Reglamento 4064/89 sobre control de operaciones de concentración de empresas.	a) Volumen de negocios mundial de las empresas fusionadas > 5.000 millones de Ecus ; b) Volumen de negocios comunitario de las empresas fusionadas > 250 millones de Ecus; b1) EXCEPCIÓN: cada una de las empresas realice más de las dos terceras partes de su volumen de negocios total en la Comunidad en un mismo Estado miembro.	<ul style="list-style-type: none"> •Control <i>a priori</i>. •Fusión de dimensión comunitaria.
Ley 16/1989 de Defensa de la Competencia.	a) La empresa resultante de la fusión posee una cuota de mercado \geq al 25 % del mercado nacional. b) Volumen de ventas de todas las empresas fusionadas en el último ejercicio contable > 20.000 millones de Pesetas e inferior al límite comunitario. c) Volumen de negocios de las empresas fusionadas > 250 millones de Ecus y, más de 2/3 de dicho volumen se realiza en territorio nacional.	<ul style="list-style-type: none"> •Control a posteriori (plazo máximo 5 años). •Fusión nacional. •Se admite notificación voluntaria.

II.2. NORMATIVA FISCAL

En las líneas que siguen mostramos la evolución de la normativa fiscal española a partir de la década de los ochenta hasta la actualidad. El interés que nos mueve a recoger el tratamiento fiscal a partir de este período se fundamenta esencialmente en dos aspectos; el primero, reside en que, tal como manifestamos en el capítulo precedente, es a partir de la década de los años ochenta cuando estos procedimientos de reestructuración empresarial alcanzan niveles significativos en la economía española; mientras que el segundo aspecto se sustenta en el hecho de que tal normativa fiscal tuvo una influencia relevante en el número de fusiones realizadas.

Partiendo, pues, de estas consideraciones, hemos optado por distinguir un primer período que incluye la normativa fiscal en vigor hasta diciembre de 1995, distinguiéndose dentro de éste a su vez dos subetapas y, un segundo período que se inicia a partir de 1996 en el que se incluye la principal regulación fiscal vigente en la actualidad.

II.2.1. REGULACIÓN FISCAL EN EL PERÍODO 1981-1995

Durante este período cabe distinguir dos etapas diferenciadas, a saber:

- a) Una comprendida desde 1981 hasta el 31 de diciembre de 1991.
- b) Un segundo período que se extiende desde el 1 de enero de 1992 hasta el 31 de diciembre de 1995.

II.2.1.1. Período 1981-1991

Durante esta etapa existía un régimen general, empleado por un número muy reducido de empresas ya que implicaba unos elevados costes fiscales y, junto a este régimen general, existía otro de carácter especial establecido en la Ley 76/1980, que era el mayoritariamente seguido. Veamos una visión sintética de éste último:

1. *La Ley 76/1980, de 26 de diciembre, sobre el Régimen fiscal de las Fusiones de Empresas*

La Administración española no ha sido ajena a los procesos de integración empresariales, en este sentido ha tratado, en la medida de lo posible, de favorecer estos procedimientos, empleando con este objeto especialmente los incentivos fiscales. En esta

línea, cabe situar a la antigua Ley 76/1980 de 26 de diciembre aplicable a las operaciones de fusión⁴² y escisión empresarial y, vigente hasta el 31 de diciembre de 1991, así como el Real Decreto 2182/1981, de 24 de julio, que la desarrollaba.

A través de este régimen fiscal el Ministerio de Economía y Hacienda concedía una bonificación que podía oscilar entre el 1 y el 99 por ciento en aquellos impuestos afectados por estos procesos de concentración (Rojo Ramírez, 1996, 409):

- El Impuesto sobre sociedades por las plusvalías afluadas con motivo de la actualización de activos y por la transacción de los mismos.
- El Impuesto sobre la renta de las personas físicas por las plusvalías generadas en la transacción de las acciones.
- El impuesto sobre transacciones patrimoniales y actos jurídicos documentados por las emisiones de capital y los actos, contratos, escrituras, etc., que conlleva la integración.
- El impuesto municipal sobre incremento del valor de los terrenos por las transacciones realizadas entre las sociedades.

Este régimen especial exigía que la fusión cumpliera una serie de requisitos y condiciones tanto de carácter general o técnico así como otros requisitos particulares referidos al tratamiento de las amortizaciones o las valoraciones aplicables. Entre las condiciones de carácter general cabe destacar las siguientes (Corona, 1990, 585; Cadarso, 1982, 74-76; De Pablos y Valiño, 1989, 966):

1. Las fusiones no debían implicar restricciones a la libre competencia.
2. Tales operaciones debían contribuir a mejorar la estructura productiva u organizativa de las empresas.
3. La concentración había de beneficiar a la economía nacional.
4. La sociedad resultante de la fusión debía tener la forma de Sociedad Anónima.
5. Las empresas participantes en la integración debían haber realizado ininterrumpidamente actividades empresariales, como mínimo, durante los tres años anteriores a la fecha del acuerdo de fusión.
6. Ninguna de las empresas fusionadas debía tener más del 50 por ciento de su activo, calculado en valores reales de mercado, afecto a actividades distintas de las de carácter empresarial.

⁴² Al respecto se puede consultar Luengo Ayala (1990, 607-634).

Al respecto, puede observarse en el cuadro 25 el número de fusiones acogidas a este régimen durante todo el período en que la Administración concedió tales beneficios, esto es, desde 1981 a 1993; pues hay que recordar que, de acuerdo con la Disposición Transitoria Primera de la Ley 29/1991 (que sustituyó a este régimen especial), aquellas operaciones de fusión y escisión acordadas con anterioridad al 1 de enero de 1992 y que hubiesen solicitado los beneficios de la Ley 76/1980, antes del 30 de junio de 1992, podían regirse por esta última norma.

CUADRO 25

Expedientes de fusiones empresariales acogidos a la Ley 76/1980

PERÍODO	CONCEDIDOS		DENEGADOS		RESUELTOS	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%
1981	20	74	7	26	27	100
1982	27	71	11	29	38	100
1983	42	85,7	7	14,3	49	100
1984	33	76,7	10	23,3	43	100
1985	37	97,4	1	2,6	38	100
1986	30	88,2	4	11,8	34	100
1987	34	91,9	3	8,1	37	100
1988	45	95,7	2	4,3	47	100
1989	37	92,5	3	7,5	40	100
1990	43	82,7	9	17,3	52	100
1991	30	81	7	19	37	100
1992	21	55,3	17*	44,7	38	100
1993	8	100	—	—	8	100
TOTAL	407	83,4	81	16,6	488	100

* Renuncias

Fuente: elaboración propia a partir de los datos publicados por la Secretaría de Estado de Hacienda (1984, 1987, 1993, 1994).

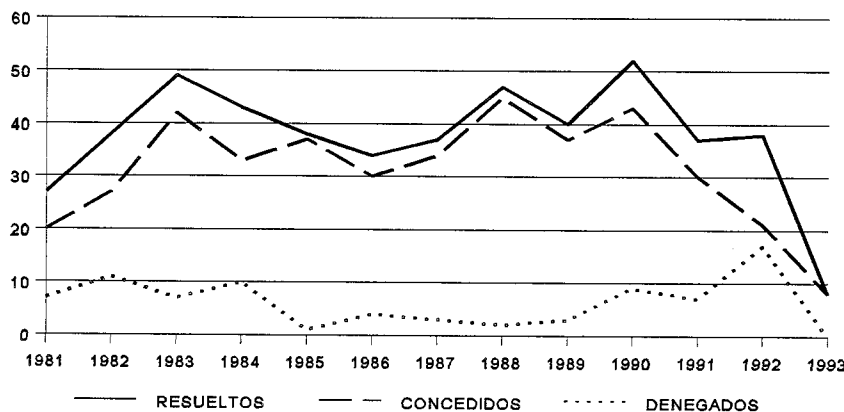
Como se desprende de la información contemplada, durante el plazo de vigencia de este régimen fiscal, la mayor parte de los expedientes que pretendieron acogerse a la Ley 76/80 consiguieron su objetivo, puesto que más del ochenta por ciento de los mismos fueron concedidos. Además como puede apreciarse en el gráfico 12, el número de

expedientes resueltos sigue una tendencia, que se sitúa en una banda que oscila entre cerca de 40 y 50 operaciones, exceptuando el primer y último ejercicio. Si bien, los datos correspondientes a 1993, sólo representan los residuos correspondientes a la conclusión de este régimen, puesto que ya no se hallaba vigente. Centrando nuestra atención en el número de expedientes resueltos, hay que destacar que su mayor número se produjo en 1990 con un total de 52 (aunque en 1983 y 1988 también se presentaron un alto número) y, como era lógico la cota mínima se alcanzó en 1993.

Por lo que respecta a la evolución de expedientes concedidos, hay que destacar que los porcentajes de expedientes concedidos desde 1981 a 1984 son inferiores a los que se registraron en el siguiente lustro (1985-1989) en el que se alcanzaron valores medios superiores al 90 por ciento de los expedientes tramitados, llegando a ser concedidos durante 1985 el 97,4 por ciento de los expedientes tramitados. No obstante, a partir de 1990 se inició una tendencia decreciente, con la excepción del año 1993 en el que fueron concedidos la totalidad de expedientes tramitados. Fue el año 1988 en el que se concedieron mayor número, con 45, seguido de 1990 y 1983 con 43 y 42 expedientes concedidos, respectivamente.

GRÁFICO 12

Evolución de los expedientes resueltos y concedidos (Ley 76/1980)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos publicados por la Secretaría de Estado de Hacienda (1984, 1987, 1993, 1994).

Entrando en consideración de los sectores de actividad solicitantes de tales beneficios fiscales, puede observarse el contenido del cuadro 26.

CUADRO 26

Sectores solicitantes de beneficios fiscales (Ley 76/1980)

ACTIVIDADES	81-84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	TOTAL	
											N.º	%
INDUSTRIALES	83	22	21	18	19	14	20	10	5	3	215	45,7
BANCA- SEGURO	26	6	7	10	15	9	14	9	5	—	101	21,5
CONSTRUCCIÓN	15	3	—	2	—	4	3	4	3	—	34	7,2
ALIMENTACIÓN	17	5	1	6	8	5	6	9	7	4	68	14,4
TRANSPORTE	10	—	2	—	—	3	2	1	1	—	19	4
COMERCIALES	6	2	2	1	3	3	4	1	—	1	23	4,9
OTRAS	—	—	1	—	2	2	3	3	—	—	11	2,3
TOTAL	157	38	34	37	47	40	52	37	21*	8	471	100

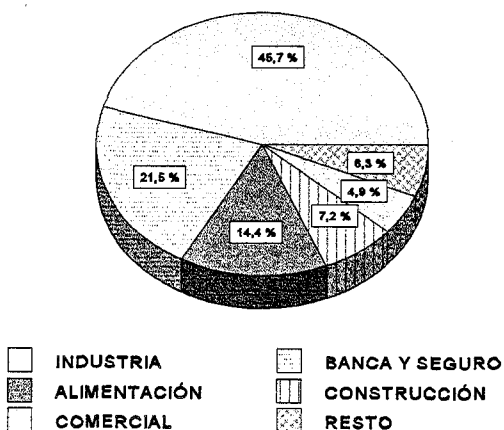
* No se incluyen las 17 renunciaciones efectuadas durante este período.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos publicados por la Secretaría de Estado de Hacienda (1984, 1987, 1993, 1994).

A tenor de los datos globales para el período completo, esto es, 1981-1993, las fusiones realizadas en el sector industrial representaron la mayor participación por sectores de actividad con más del 45 por ciento del total de expedientes, a continuación se situó el sector de la banca y asegurador con algo más del 21 por ciento del total, mientras que el tercer lugar lo ocupó el sector de la alimentación con un porcentaje en torno al 24, 4 por ciento. Muchos más alejados se sitúan las actividades comerciales y de transporte con el 4,9 por ciento y el 4 por ciento, respectivamente (veáse el gráfico 13).

GRÁFICO 13

Expedientes solicitantes del régimen de la Ley 76/1980 clasificados por sectores



Fuente: elaboración propia a partir de los datos publicados por la Secretaría de Estado de Hacienda (1984, 1987, 1993, 1994).

Con referencia a la participación de los distintos sectores de actividad sobre el total de expedientes tramitados, presentamos en los gráficos 14,15,16,17,18 y 19 su evolución anual expresada en porcentajes.

El sector industrial alcanzó una mayor participación durante los primeros años, es decir, desde 1981 a 1986, alcanzándose en este último año su nivel más alto, con una participación del 61,76 por ciento de todos los expedientes solicitantes de beneficios fiscales, esto es, en 1986 más del 61 por ciento de los expedientes tramitados correspondieron al sector industrial. A continuación, se inició una tendencia descendente de esta participación, sólo alterada durante 1990 y 1993, que registró su punto más bajo en 1992 con sólo el 23,8 por ciento del total de expedientes.

En cambio el sector de la banca y seguros, obtuvo unas cotas de participación inferiores durante los primeros años, aunque con una tendencia creciente, que alcanza su punto álgido en 1988, con un porcentaje del 31,91 por ciento, lo que significó que durante ese año, cerca del 32 por ciento de los expedientes solicitantes de beneficios fiscales correspondieron a estas actividades. A partir de ese punto máximo el porcentaje de participación experimentó un descenso, aunque no progresivo, ya que se mantuvieron unos niveles que variaron entre el 22,5 y el 26,9 por ciento alcanzados respectivamente, en 1989 y en 1990. Si bien, en el último ejercicio no se registraron solicitudes pertenecientes a este sector.

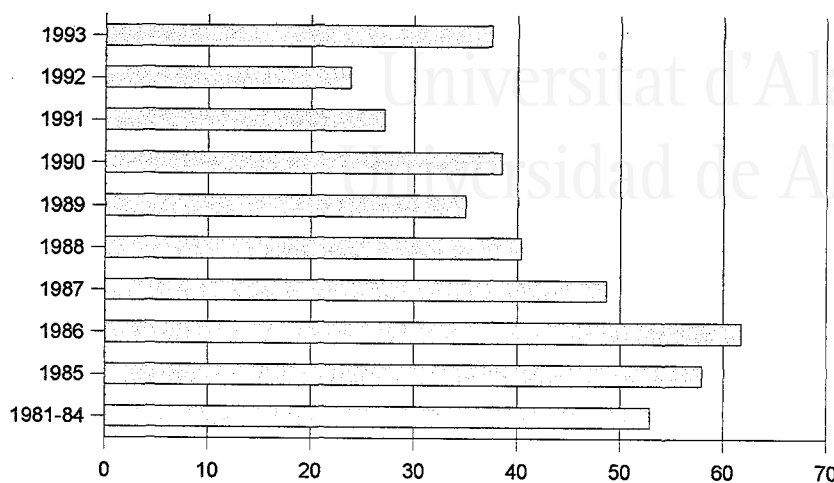
La consecución de una mayor participación durante 1987 y 1988, puede explicarse, tal como apuntan De Pablos y Valiño (1989, 975), debido a que en agosto de 1987 finalizaba el plazo de tres años establecido en la disposición transitoria quinta de la Ley 33/1984, de 2 de agosto sobre Ordenación del Seguro Privado, y precisamente en esta disposición, se recogía la concesión, en su grado máximo, de los beneficios fiscales de la Ley de Fusiones a las operaciones efectuadas dentro del citado plazo.

El sector de la alimentación, por su parte, presentó una participación que podemos calificar en cierta medida uniforme, si exceptuamos el descenso que se produjo en 1986 (con el 2,94 %), registrándose un aumento significativo de su participación durante los últimos años, y además con una tendencia creciente, que obtuvo su cota máxima en 1993 con un porcentaje del 50 por ciento del total de expedientes solicitantes tramitados.

El resto de sectores representa una participación mucho menor y una evolución más desigual, ya que en algunos años la participación que alcanzaron fue nula. Y así, al respecto, puede indicarse que el sector de la construcción tuvo en 1992 su mayor participación con el 14,28 por ciento, mientras que en 1986, 1988 y 1993 no obtuvo ninguna participación. El sector comercial registró su mayor participación en 1993 con el 12,5 por ciento de expedientes solicitantes, mientras que el mínimo se produjo 1992 con una participación nula. Y, por último, el sector del transporte tuvo una participación que varió entre un porcentaje del 7,5 en 1989 y, una participación nula en 1985, 1987, 1988 y 1993.

GRÁFICO 14

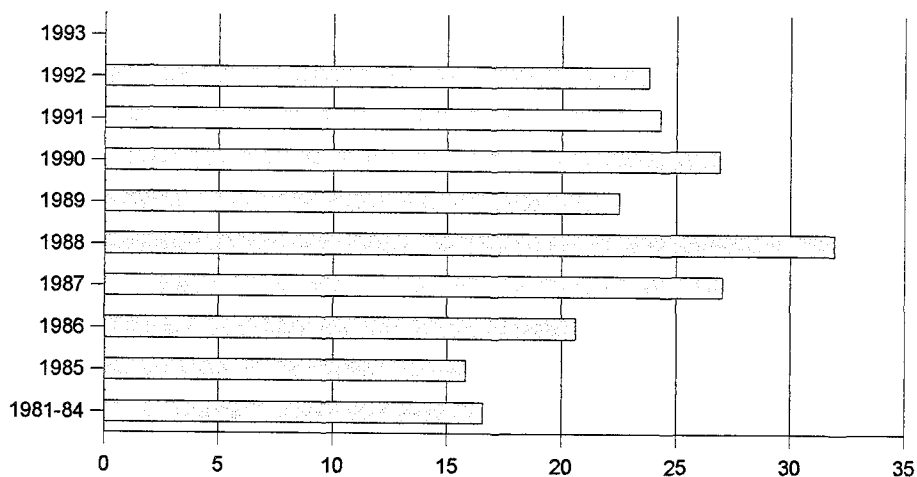
Evolución de la participación anual (%) del sector industrial (Ley 76/1980)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la Secretaría de Estado de Hacienda (1984, 1987, 1993, 1994).

GRÁFICO 15

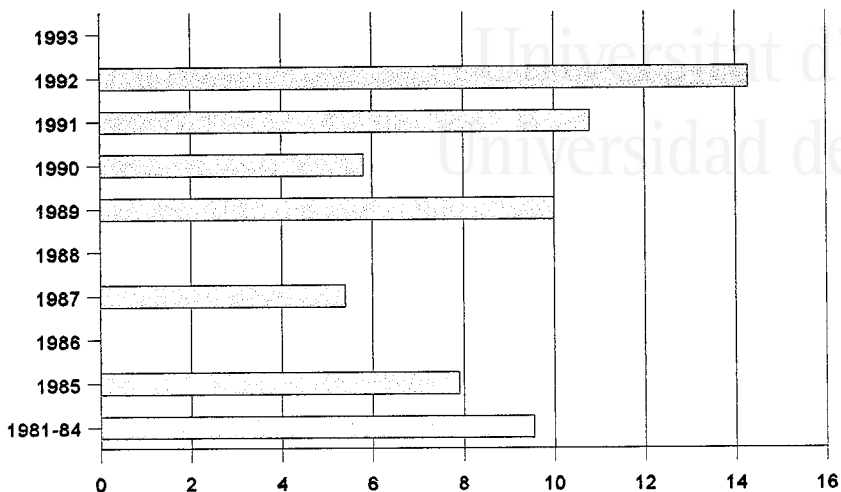
Evolución de la participación anual (%) del sector de la banca y seguros (Ley 76/1980)



Fuente: elaboración propia a partir de datos publicados por la Secretaría de Estado de Hacienda (1984, 1987, 1993, 1994).

GRÁFICO 16

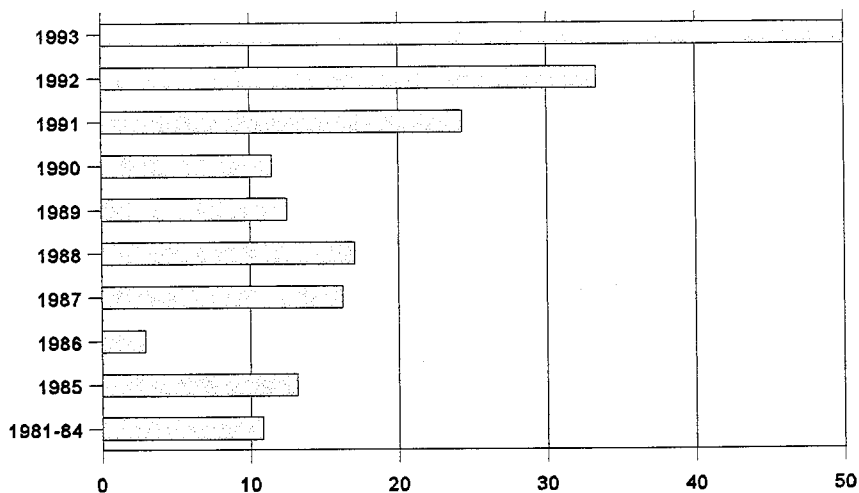
Evolución de la participación anual (%) del sector constructor (Ley 76/1980)



Fuente: elaboración propia a partir de datos publicados por la Secretaría de Estado de Hacienda (1984, 1987, 1993, 1994).

GRÁFICO 17

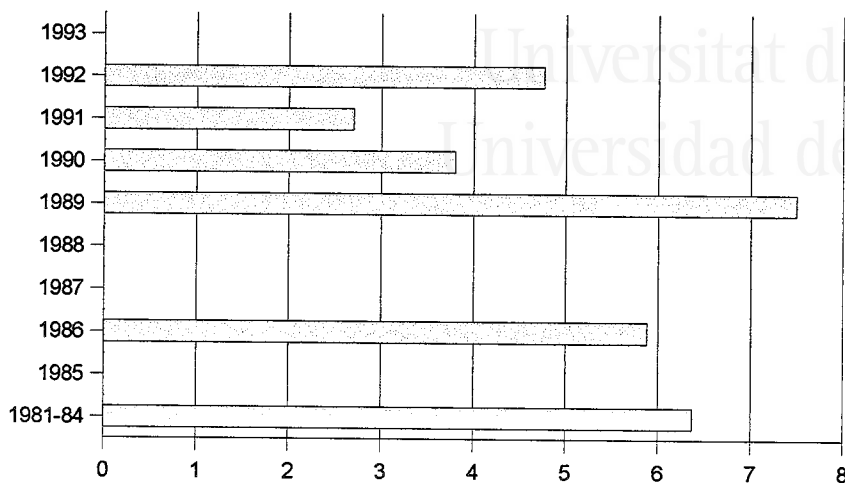
Evolución de la participación anual (%) del sector de la alimentación (Ley 76/1980)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la Secretaría de Estado de Hac. (1984, 1987, 1993, 1994).

GRÁFICO 18

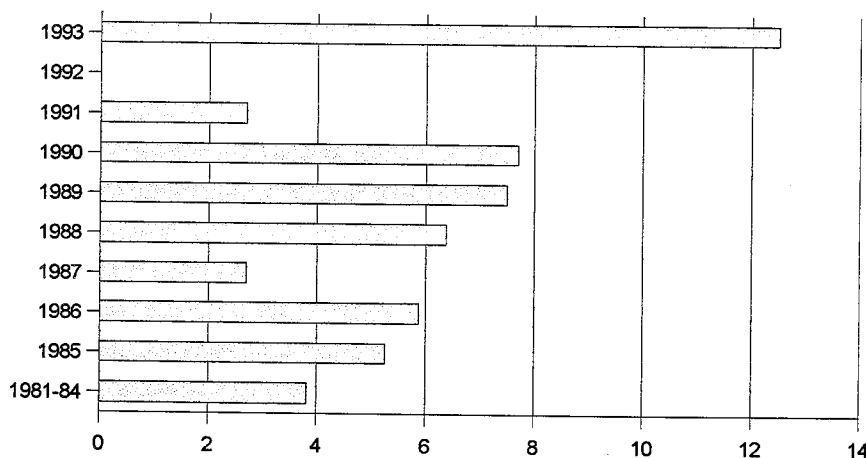
Evolución de la participación anual (%) del sector transporte (Ley 76/1980)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos publicados por la Secretaría de Estado de Hacienda (1984, 1987, 1993, 1994).

GRÁFICO 19

Evolución de la participación anual (%) del sector comercial (Ley 76/1980)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos publicados por la Secretaría de Estado de Hacienda (1984, 1987, 1993, 1994).

Este régimen fiscal especial para las fusiones supuso notables ahorros para aquellas empresas fusionadas que lograron acogerse a él. Al respecto, en el cuadro 27 se presenta los beneficios otorgados por la Administración española con motivo de la Ley 76/1980 en concepto de Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITP y AJD), así como del Impuesto sobre Sociedades.

CUADRO 27

Beneficios fiscales concedidos* por la Ley 76/1980 (período 1982-1993)

PERÍODO	ITP y AJD	IMPUESTO DE SOCIEDADES	TOTAL
1982	4.221	5.096	9.317
1983	1.143	1.509	2.652
1984	839	1.083	1.922
1985	2.602	2.918	5.520
1986	361	1.339	1.700
1987	626	8.950	9.576
1988	1.114	73.041	74.155
1989	644	63.213	63.857
1990	7.010	134.385	141.395
1991	2.138	150.256	152.394
1992	3.464	27.955	31.419
1993	91	5.047	5.138
TOTAL	24.253 (4,9 %)	474.792 (95,1 %)	499.045 (100 %)

* expresados en millones de pesetas.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos publicados por la Secretaría de Estado de Hacienda (1987, 1993, 1994).

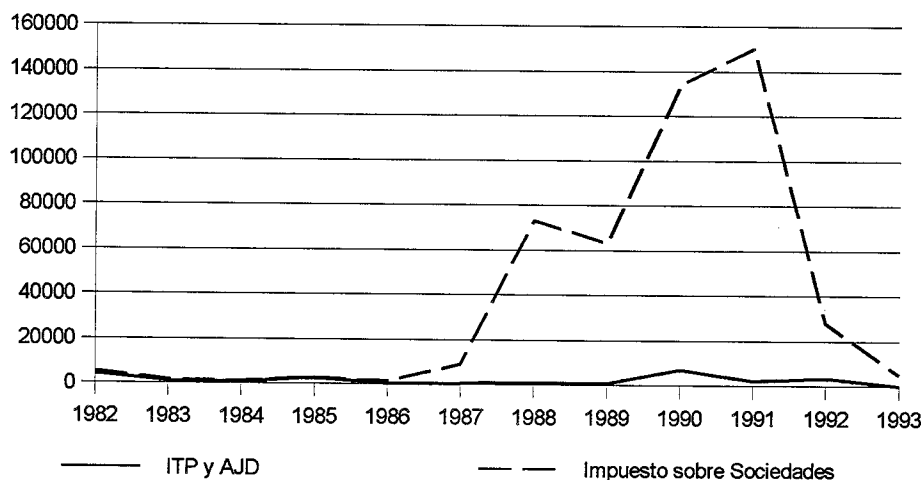
Como puede comprobarse los beneficios fiscales obtenidos por las empresas españolas, con motivo de la Ley 76/1980 durante el período 1982-1993, se situaron en 499.045 millones de pesetas, correspondiendo la mayor parte de ellos (en concreto, el 95,1 %) a los ahorros derivados del Impuesto de Sociedades, mientras que aquéllos conseguidos en relación con el ITP y AJD, sólo representan un pequeño porcentaje sobre el total que no llegó a alcanzar el 5 por ciento del total.

Sobre la evolución de los beneficios derivados de ambos impuestos, hay que destacar el incremento espectacular que se produjo en el año 1988, en el que respecto al ejercicio anterior se experimentó un incremento porcentual en torno al 674 por ciento (esto es, se multiplicó por más de siete). Estos altos niveles se mantuvieron hasta 1991, incluso con una tendencia creciente, a excepción del año 1989. El descenso que aparece en los ejercicios 1992 y 1993, se debe a que tal régimen fue sustituido por el recogido en la Ley 29/1991, aunque como hemos comentado se dio la opción de acogerse al régimen anterior a aquellas operaciones celebradas antes del 1 de enero de 1992.

Analizando en particular la tendencia seguida en ambos impuestos, en lo que se refiere al ITP y AJD, éste alcanzó su mayor cota durante 1990, pero tal como mostramos en el gráfico 20, sigue una tendencia prácticamente uniforme a lo largo de todo el período, si la comparamos con la evolución seguida en el impuesto de sociedades, pues éste último inició una espectacular tendencia creciente a partir de 1987, con elevados incrementos anuales, hasta alcanzar su punto más alto en 1991.

GRÁFICO 20

Evolución de beneficios fiscales concedidos en virtud de la Ley 76/1980



Fuente: elaboración propia a partir de los datos publicados por la Secretaría de Estado de Hacienda (1987, 1993, 1994).

II.2.1.2. Período 1992-1995

En este período el tratamiento fiscal de las fusiones pasa a regularse por la Ley 29/1991, de 16 de diciembre, de adecuación de determinados conceptos impositivos a las Directivas y Reglamentos de las Comunidades Europeas, el cual sustituye tanto al anterior régimen general como al especial, previsto en la Ley 76/1980 y normativa de desarrollo.

Esta nueva regulación se configura como un régimen tributario único, aplicable a las operaciones de fusión, escisión, aportación no dinerarias de ramas de actividad y canje de valores; hallándose inscrita dentro del proceso armonizador de las normas españolas a las comunitarias, en particular a la Directiva 90/434/CEE, de 23 de julio de 1990, relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones realizados entre sociedades de diferentes Estados miembros.

El régimen fiscal previsto en la Ley 29/1991, era aplicable para aquellas operaciones de fusión realizadas a partir del 1 de enero de 1992. Si bien, como hemos comentado, aquéllas realizadas antes de esta fecha podían optar, si la empresa lo solicitó antes del 30 de junio de 1992, por el régimen de la Ley 76/1980 o por el de la Ley 29/1991. Este último era aplicable no sólo a las operaciones realizadas entre empresas residentes en España, sino también a aquéllas otras en las que participaran entidades residentes en diferentes países (art. 1.1).

Además, en el Título Primero de esta Ley se establecía la obligación de comunicar al Ministerio de Economía y Hacienda, con carácter previo la realización de estas operaciones, pero a diferencia del régimen anterior se eliminaba la gran intervención administrativa y la discrecionalidad inherente al proceso administrativo. En efecto, como indica López Iranzo (1994, 29), esta comunicación era puramente informativa, tratándose de un régimen fiscal que se aplicaba de forma automática sin contar con la concesión de la Administración.

La nota característica de este nuevo régimen fiscal y, frente a su predecesor en el que se contemplaban amplios estímulos fiscales, reside en la introducción de un espíritu de neutralidad fiscal, que ni pretende obstaculizar ni favorecer la realización de fusiones.

Esta neutralidad inspirada en la Directiva 90/434/CEE en la que se establecía que no debía exigirse ningún impuesto con motivo de la fusión, ni tampoco la Hacienda Pública debía sufrir perjuicio recaudatorio alguno, se sustentó en la ley española en la técnica

tributaria denominada diferimiento, plasmándose en los dos siguientes parámetros (Sanz Gadea, 1992, 24):

- la no integración en la base imponible del impuesto sobre sociedades de los incrementos de patrimonio que para la sociedad transmitente se pusieran de manifiesto debido a la fusión, difiriéndose su tributación a la sociedad absorbente en el momento en que se procediera a la enajenación de los bienes o realización de los derechos.
- La conservación del valor de los bienes transmitidos a efectos contables.

Ahora bien, hay que significar que dicho régimen de diferimiento era renunciable, por lo que se podía optar por integrar los incrementos y disminuciones del patrimonio en la base imponible y tributar por los mismos.

II.2.2. REGULACIÓN VIGENTE A PARTIR DE 1996: LA LEY 43/1995

Tal como señala (González García, 1996, 71) cabe distinguir un régimen general y otro especial previsto en la Ley 43/1995, cuyos rasgos esenciales pasamos a abordar a continuación.

II.2.2.1. La Ley 43/1995

Como se comentó al plantear las razones fiscales como una de las posibles causas explicativas de los procesos de fusión, existe un régimen fiscal especial para las fusiones, regulado en el capítulo VII de la Ley 43/1995 (arts. 97 a 110), el cual sigue muy cerca el régimen establecido en la anterior Ley 29/1991. En cuanto al ámbito temporal, éste es aplicable a aquellos períodos impositivos iniciados a partir del 1 de enero de 1996, siendo de aplicación para las operaciones de fusión entre entidades residentes en España y, entre entidades cuya residencia se encuentre en diferentes Estados miembros de la Unión Europea.

Dicho régimen tributario será asimismo aplicable a aquellas operaciones de fusión definidas de acuerdo con lo establecido en el art. 97.1 de esta Ley, en las que intervengan sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades que, sin embargo, no revistan la forma

jurídica de sociedad mercantil (Disposición adicional primera). Por tanto, su ámbito de aplicación atendiendo al sujeto pasivo es muy extenso, pues afectará no sólo a sociedades mercantiles, sino también a cooperativas, cajas de ahorros, etc.

Por último, recordar que el ámbito objetivo de aplicación de este régimen, se extiende a tres procedimientos específicos, semejantes a los contemplados en la regulación mercantil, éstos son: fusión por absorción, fusión por creación de nueva sociedad y, fusión de sociedad íntegramente participada.

Quisiéramos, no obstante, subrayar que este régimen es optativo a tenor de lo establecido en el art. 98.2 de la Ley 43/1995, aplicándose sólo en aquellos casos en que así lo decida el sujeto pasivo. Ahora bien, la opción por el mismo habrá de comunicarse al Ministerio de Economía y Hacienda con carácter previo a la inscripción de la correspondiente escritura (art. 110.1).

El derecho a este régimen especial se perderá, no obstante, si la Administración tributaria probara que dichas fusiones se realizaron con el ánimo de fraude o evasión fiscal, aunque aquí, a diferencia de lo previsto en la antigua Ley 76/1980, no se establecen controles a priori por parte de la Administración.

II.2.2.2. Fusiones y otros impuestos

Las notas esenciales que resumen el tratamiento de los procesos de fusión desde la óptica de otros impuestos pueden contemplarse de forma resumida en el cuadro 28:

CUADRO 28

Fusiones en otros tributos distintos al Impuesto de Sociedades

IMPUESTO	TRATAMIENTO FISCAL
Impuesto sobre Valor Añadido	No sujeción
Impuesto Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITP y AJD)	Exención
Impuesto sobre el incremento del Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana	No devengo

Fuente: adaptado de Blesa *et al.* (1996, 245).

A tenor de esta exposición sintética, se puede concluir que las operaciones de fusión en las tres modalidades previstas en el régimen especial previsto en la Ley 43/1995, es decir, fusión por absorción, fusión por creación de nueva empresa y absorción de sociedad íntegramente participada, en consonancia con el espíritu de neutralidad fiscal prevista en dicha Ley, no se hallan sujetas a los gravámenes indirectos, se benefician de la exención en el ITP y AJD y, asimismo no se devenga el Impuesto sobre el Incremento del Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana.

Es más, este mismo tratamiento fiscal es aplicable para aquellas fusiones que hubiesen decidido renunciar al régimen de diferimiento del gravamen previsto en la Ley, referido al régimen de las rentas derivadas de la transmisión (tal como aparece en el artículo 98.2).

En suma, la regulación fiscal especial prevista para las fusiones durante las dos últimas década puede expresarse sintéticamente tal como mostramos en el cuadro 29.

CUADRO 29

Normativa fiscal especial sobre fusiones

PERÍODO	REGULACIÓN LEGAL	RASGOS ESENCIALES
1981-1991	Ley 76/1980	<ul style="list-style-type: none"> •Estímulos fiscales. •Intervención y discrecionalidad administrativa.
1992-1995	Ley 29/1991	<ul style="list-style-type: none"> •Neutralidad fiscal: técnica de diferimiento. •Desaparece la discrecionalidad administrativa.
A partir de 1996	Ley 43/1995	<ul style="list-style-type: none"> •Neutralidad fiscal: técnica de diferimiento. •Desaparece la discrecionalidad administrativa.

II.3. NORMATIVA MERCANTIL

II.3.1. PRINCIPALES FUENTES LEGALES

En el plano mercantil, conviene señalar que la principal fuente de inspiración de la reforma llevada a cabo en nuestro país en relación con las fusiones, se halla en la Tercera Directiva (78/855/CEE) del Consejo de la Comunidad Económica Europea (CEE) de 9 de octubre de 1978, relativa a las fusiones de las sociedades anónimas.

En efecto, la reforma introducida en nuestro Derecho de Sociedades por la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de Sociedades, supuso la incorporación a nuestro Derecho de tal Directiva a través del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre. Este último texto legal, vigente desde el día 1 de enero de 1990, regula la fusión de sociedades anónimas en la sección segunda del capítulo VIII (arts. 233 a 251) y vino a sustituir a la anterior Ley de Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951.

Esta regulación se vio inicialmente completada en su desarrollo reglamentario por el Reglamento del Registro Mercantil (Real Decreto 1597/1989, de 29 de diciembre), hoy sustituido por el Real Decreto 1784/1996, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (en lo sucesivo RRM) art. 226 a 234, sección 2ª del capítulo VII (BOE 19/7/96).

A través de esta reforma el legislador trató de eliminar trabas a los procesos de fusión y, ello sin menoscabar los derechos de los accionistas, acreedores y terceros implicados; oscilando dicha reforma entre el "principio de interés público" (favorecer la estructura económica general) y el "principio de seguridad jurídica", el primero se manifiesta en cuestiones como (Adiego, 1991, 13-14):

- una concepción muy restrictiva de la nulidad y un principio de continuación del proceso que no se suspenderá por ejemplo por la sola impugnación del balance de fusión;
- y de otro lado, por la supresión del derecho de separación de los accionistas, que anteriormente sí que se reconocía y que ahora desaparece en consonancia con la Tercera Directiva.

Mientras que el "principio de seguridad jurídica" se refleja en la exigencia de una completa documentación a supervisar no sólo por los administradores, sino también por expertos independientes, que garantice la procedencia de la fusión, así como la veracidad de los hechos, datos y circunstancias que le sirven de base.

Asimismo, la combinación de ambos principios, público y privado, se manifiesta en la presencia de los trabajadores en el proceso, cuyos representantes deberán ser informados en los términos previstos en la Ley.

En cuanto a las sociedades de responsabilidad limitada, la ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (LSRL), remite a lo establecido para las sociedades anónimas (art. 94.1).

II.3.2. PROCEDIMIENTO LEGAL DE LA FUSIÓN

En todo proceso de fusión, a la luz de las disposiciones legales comentadas, es posible distinguir una serie de fases y, aunque no existe unanimidad en la doctrina, en consonancia con el profesor Uría (1995, 387-394); Rodríguez Artigas (1994, 2-4) y, Amado *et al.* (1993, 20-23) consideramos que, cabe diferenciar tres etapas distintas: la preparatoria, la decisoria y la ejecutiva. Veamos cada una de ellas.

II.3.2.1. Fase Preparatoria⁴³

1. El Proyecto de fusión

Por lo general, toda fusión se inicia mediante las negociaciones y estudios de los administradores de las sociedades involucradas en la fusión. Esta preparación inicial del proceso conduce a la redacción y firma por todos los administradores del llamado proyecto de fusión. Este último, les obliga a no realizar ningún acto o contrato que pudiera entorpecer su posterior aprobación o modificar la relación de canje de las acciones (art. 234 TRLSA)

Este proyecto común constituye, pues, la expresión de la voluntad de fusionarse dos

⁴³ Un detallado estudio sobre esta fase preliminar puede verse en Largo (1992).

o más sociedades, pero sólo posee carácter vinculante para las mismas, si se produce su posterior aprobación por sus respectivas Juntas generales antes de transcurridos seis meses desde su firma.

- A) Su contenido mínimo (art. 235) sería el incluido en el cuadro 30:

CUADRO 30

Contenido mínimo del proyecto de fusión

CONTENIDO DEL PROYECTO DE FUSIÓN	
a)	Denominación, domicilio y datos registrales de las sociedades participantes en la fusión.
b)	El tipo de canje de las acciones, y, en su caso, la compensación complementaria en dinero.
c)	Procedimiento por el que serán canjeados los títulos de las sociedades que hayan de extinguirse, la fecha a partir de la cual las nuevas acciones darán derecho a participar en las ganancias sociales y cualquier particularidad inherente a ese derecho.
d)	La fecha a partir de la cual las operaciones de las sociedades que se extingan habrán de considerarse realizadas a efectos contables por cuenta de la sociedad a la que traspasan su patrimonio.
e)	Los derechos que vayan a otorgarse en la sociedad absorbente o en la nueva sociedad a los titulares de las acciones de clases especiales y a quienes tengan derechos especiales distintos de las acciones en las sociedades que deban extinguirse o, en su caso, las opciones que se les ofrezcan.
f)	Las ventajas de cualquier clase que vayan a atribuirse en la sociedad resultante de la fusión a los expertos independientes que hayan de informar del proyecto de fusión y a los administradores de las sociedades que se fusionan.

B) Informes sobre el proyecto:

Cabe distinguir dos tipos de informes:

- *Informes de expertos independientes*: sobre el proyecto de fusión y sobre el patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen.

Los administradores deben solicitar al registrador mercantil correspondiente, de acuerdo con los trámites previstos en el RRM en especial en su art. 349, la designación de tales expertos. La Ley admite que se soliciten la designación de uno o varios expertos independientes y distintos para que emitan informes por separado para cada sociedad, pero también se contempla la posibilidad de que se elabore un único informe común para todas las sociedades.

Estos expertos, cuya responsabilidad se rige por lo dispuesto por los auditores de cuentas, podrán obtener sin límite alguno cuantas informaciones y documentos estimen convenientes.

En particular su informe debe pronunciarse sobre si el tipo de canje de las acciones está justificado, sobre la adecuación de los métodos empleados para su cálculo, los valores a los que conducen y las especiales dificultades de valoración existentes; indicando, además, si la aportación del patrimonio de las sociedades extinguidas es equivalente al capital de la nueva sociedad o al aumento del capital de la sociedad absorbente. En definitiva, se trata de impedir como señala Lozano Aragüés (1993a, 9) suscripciones de capital que no respondan a verdaderas aportaciones patrimoniales.

- *Informe de los administradores*: sobre el proyecto de fusión.

Los administradores de cada una de las sociedades que se fusionan deben emitir un informe sobre el proyecto de fusión que ellos mismos firmaron, en el que se justifiquen sus aspectos jurídicos y económicos, especialmente el establecimiento de la relación de canje.

Conviene por último señalar, que estos dos informes pueden no elaborarse en el caso de absorción de una sociedad íntegramente participada según lo estipulado en el art.

250, debido a que aquí no es preciso asegurar los intereses e información a los accionistas, no siendo tampoco preciso incluir en el proyecto de fusión, la relación de canje de las acciones, ni el procedimiento de canje de los títulos.

Además, como señala Sánchez Calero (1995, 587) el informe de expertos independientes no es necesario en los supuestos en los que la sociedad resultante del proceso de fusión sea una sociedad de responsabilidad limitada y cuando la sociedad que se extinga como consecuencia de la fusión revista la forma anónima o comanditaria por acciones (art. 94.2 de la LSRL).

- C) Depósito del proyecto de fusión en el Registro Mercantil y publicación del depósito del proyecto de fusión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORM).

Son los administradores quienes están obligados a realizar dicho depósito, no pudiéndose realizar la publicación de la convocatoria de las Juntas generales que hayan de resolver sobre la fusión antes de haberse efectuado tal depósito (art. 226 RRM).

2. *Balance de fusión:*

Durante esta primera fase preparatoria deberá elaborarse el balance de fusión, el cual ha de ser cerrado con posterioridad al primer día del tercer mes precedente a la fecha del proyecto de fusión. Aunque, puede considerarse como tal, el último balance aprobado si éste se cerró dentro de los seis meses anteriores a la celebración de la Junta general.

Según la Ley podrán modificarse las valoraciones en él contenidas en atención a modificaciones relevantes del valor real que no aparezcan en los asientos contables, debiendo ser verificado por los auditores de la sociedad si ésta tiene la obligación de auditar.

II.3.2.2. Fase decisoria

1. Se trata de una decisión que compete exclusivamente a la Junta general o a la Asamblea de socios de cada una de las empresas participantes en la fusión y de acuerdo con el proyecto de fusión (art 240.1).

2. *Convocatoria de la Junta:*

Esta debe realizarse con una antelación mínima de un mes, a la fecha prevista para su celebración (art. 240.2 TRLSA).

3. *Información previa al acuerdo:* Documentos a disposición de la Junta general (art 238).

Los colectivos a los que se debe facilitar esta información, así como la información que debe ponerse a su disposición al tiempo de publicar la convocatoria de la Junta general son los que aparecen respectivamente en los cuadros 31 y 32:

CUADRO 31

Destinatarios de la información previa sobre la fusión

COLECTIVOS A LOS QUE SE DEBE FACILITAR LA INFORMACIÓN
- Accionistas - Obligacionistas - Titulares de derechos especiales distintos de acciones - Representantes de los trabajadores.

CUADRO 32

Contenido de la información previa sobre la fusión

1. DOCUMENTOS:

- Proyecto de fusión.
- Informes de expertos independientes sobre el proyecto de fusión.
- Informes de los Administradores sobre el proyecto de fusión.
- Las cuentas anuales y el informe de gestión de los tres últimos ejercicios de las sociedades fusionadas, con el correspondiente informe de los auditores de cuentas.
- El balance de fusión de cada una de las sociedades participantes, si fuera distinto del último balance anual aprobado y, en su caso, el informe emitido por los auditores.
- El proyecto de escritura de la nueva sociedad o de modificaciones estatutarias (aumento de capital) de la sociedad absorbente.
- Los estatutos de las sociedades fusionadas.
- Relación de los datos personales de los actuales administradores de las sociedades, y de aquéllas que vayan a ser propuestos como consecuencia de la fusión.

2. LOS ADMINISTRADORES ESTÁN OBLIGADOS A INFORMAR DE CUALQUIER MODIFICACIÓN IMPORTANTE DEL ACTIVO Y DEL PASIVO DE LAS SOCIEDADES PARTICIPANTES OCURRIDA ENTRE LA FECHA DE REDACCIÓN DEL PROYECTO DE FUSIÓN Y LA REUNIÓN DE LA JUNTA GENERAL.

4. *Celebración de la Junta general*: no antes de un mes de su convocatoria (art. 240.2) ni más tarde de seis meses desde la firma del proyecto de fusión (art. 234.3 TRLSA).

5. *Los acuerdos de fusión*

Este acuerdo se tomará de conformidad con los artículos 148 y 144 y 103 del TRLSA, cuando se trate de sociedad anónima y, si es una sociedad de responsabilidad limitada, por la mayoría establecida en el art. 53.2 de la Ley Sociedad Responsabilidad Limitada.

- A) Constitución de la Junta general (Quórum)

- Para que la Junta general ordinaria o extraordinaria pueda acordar válidamente la fusión de una sociedad, será necesaria en:
 - 1ª convocatoria, la concurrencia de accionistas presentes o representados que posean, al menos el 50 por ciento del capital suscrito con derecho a voto.
 - 2ª convocatoria será suficiente la asistencia del 25 por ciento de dicho capital.
- Si bien, los estatutos pueden elevar los quórum.

B) Mayoría requerida en las votaciones

- Si en 1ª o en 2ª convocatoria concurren al menos el 50 por ciento del capital suscrito con derecho a voto, la mayoría requerida será la mitad más uno.
- En 2º convocatoria con asistencia inferior al aludido 50 por ciento, será necesario el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la Junta (art. 103.2 TRLSA).
- Si la fusión lesiona directa o indirectamente los derechos de una clase de acciones, el acuerdo deberá adoptarse por la mayoría de las acciones pertenecientes a tal clase.
- Si la sociedad resultante del proceso de fusión fuera colectiva o comanditaria, será preciso el consentimiento de todos los accionistas que, en virtud de la fusión pasen a responder ilimitadamente de las deudas sociales (art. 241 TRLSA).

Sobre este último supuesto conviene resaltar que al requerirse la unanimidad de todos los socios, el proceso de fusión se dificulta sobremanera.

Asimismo, estas mayorías requeridas pueden verse incrementadas por lo especificado en los estatutos.

C) Contenido del acuerdo de fusión

- Este se adoptará en cada una de las Juntas generales de las empresas fusionadas de conformidad con el proyecto de fusión.
- El acuerdo de fusión ha de expresar necesariamente las circunstancias que se indican en el art. 228 del RRM. Estas han de coincidir con las circunstancias expresadas en el proyecto de fusión. Aunque se añade la inclusión de los estatutos que han de regir el funcionamiento de la nueva sociedad (o las modificaciones estatutarias en el caso de absorción), así como los administradores que han de regir la sociedad resultante y, en su caso auditores.

II.3.2.3. Fase ejecutoria

1. *Publicación del acuerdo de fusión*: tres veces en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORM) y en dos periódicos de gran circulación en las provincias en las que cada una de las sociedades tengan sus domicilios sociales.

Ahora bien, hasta que no transcurra un mes desde la fecha del último anuncio la fusión no podrá ser realizada, ya que en este plazo los accionistas y acreedores podrán hacer valer su derecho de oposición al proceso⁴⁴.

2. *Otorgamiento de escritura pública y publicidad registral*

- Las sociedades fusionadas harán constar el acuerdo de fusión aprobado por sus respectivas Juntas en escritura pública, que habrá de contener:
 - El balance de fusión de las sociedades extinguidas.
 - Cuando la fusión se efectúe mediante la creación de una nueva sociedad, deberán incluirse en el acuerdo las menciones legalmente exigidas para la constitución de dicha sociedad, o las modificaciones estatutarias acordadas para la fusión por la sociedad absorbente.

⁴⁴ Precisamente este período ha sido considerado como una fase diferente por el profesor Vicent Chuliá (1995, 307).

- El número, clase y serie de acciones que deben entregarse a cada uno de los nuevos accionistas (art. 244 TRLSA).
 - La escritura de constitución por fusión o de absorción habrá de ser inscrita en el Registro Mercantil de acuerdo con lo especificado en el art. 227 y 232 del RRM y publicarse asimismo en el BORM, cancelándose los asientos registrales de las sociedades extinguidas (art. 233 del RRM).
3. *Inscripción de las titularidades en otros registros* (de la propiedad inmobiliaria, de la propiedad industrial) y endoso de los títulos valores a favor de la sociedad resultante (Rodríguez Artigas, 1994, 4).

II.3.3. IMPUGNACIÓN DE LA FUSIÓN

En cuanto a la acción de nulidad contra una fusión ya inscrita en el Registro se indica (art. 246 TRLSA) que:

- a) Esta sólo podrá basarse en la nulidad o anulabilidad de los correspondientes acuerdos de la Junta general y deberá dirigirse contra la sociedad resultante de la fusión.

Esto es, la fusión podrá impugnarse cuando los acuerdos adoptados por la Junta sean contrarios a las leyes, se opongan a los estatutos o lesionen en beneficio de uno o varios accionistas, o de terceros los intereses de la sociedad (Adiego, 1991, 18).

- b) El plazo para su ejecución caduca a los seis meses, contados desde la fecha en que la fusión fuera oponible.
- c) La sentencia que declare la nulidad habrá de inscribirse en el Registro Mercantil, se publicará en su Boletín Oficial y no afectará por sí sola a la validez de las obligaciones nacidas después de la inscripción de la fusión a favor o a cargo de la nueva sociedad o la sociedad absorbente.

De estas obligaciones, cuando sean a cargo de la sociedad absorbente o de la nueva sociedad, responderán solidariamente las sociedades que participaron en la fusión.

II.3.4. PROTECCIÓN DE LOS INTERESES AFECTADOS POR LA FUSIÓN

II.3.4.1. Protección a los accionistas

Los rasgos característicos al respecto, son:

- La desaparición del derecho de separación de los accionistas, tal como se preveía en la anterior regulación legal.
- La exigencia de unas garantías de información, que se manifiestan en la elaboración de los informes de expertos independientes, administradores y en la extensa información puesta a disposición de los mismos al tiempo de realizarse la convocatoria de la junta general, que decide sobre la fusión.
- El reconocimiento de la proporcionalidad en el canje de las acciones, explícitamente reconocida en el art. 247 del TRLSA, asegurándose que los accionistas reciban un número de acciones proporcional a sus respectivas participaciones, que sólo puede verse complementado por una compensación en dinero inferior al 10 por ciento del valor nominal de las acciones recibidas.

II.3.4.2. Protección a los acreedores. Derecho de oposición

Se les reconoce el derecho de oposición al acuerdo de fusión en el plazo de un mes desde el último anuncio del acuerdo de fusión. Como indica el profesor Uría (1995, 393) se mantiene en suspenso la efectiva realización de la fusión aprobada mientras no se satisfagan los derechos que les reconoce la ley.

Se protege a determinadas categorías especiales de acreedores:

- *Obligacionistas*: en los mismos términos que los acreedores, siempre que la fusión no hubiera sido aprobada por la Asamblea de obligacionistas.
- *Los titulares de derechos especiales distintos de las acciones* (art. 248 TRLSA): a éstos se les garantiza en la sociedad absorbente o de nueva creación, el disfrute de derechos análogos a los que poseían en la sociedad extinguida, salvo que la modificación de tales

derechos hubiera sido aprobada por la Asamblea de estos titulares o por los titulares individualmente.

Sobre esta cuestión la legislación española no hace uso de la facultad establecida en la Tercera Directiva (art. 13) en el sentido de que:

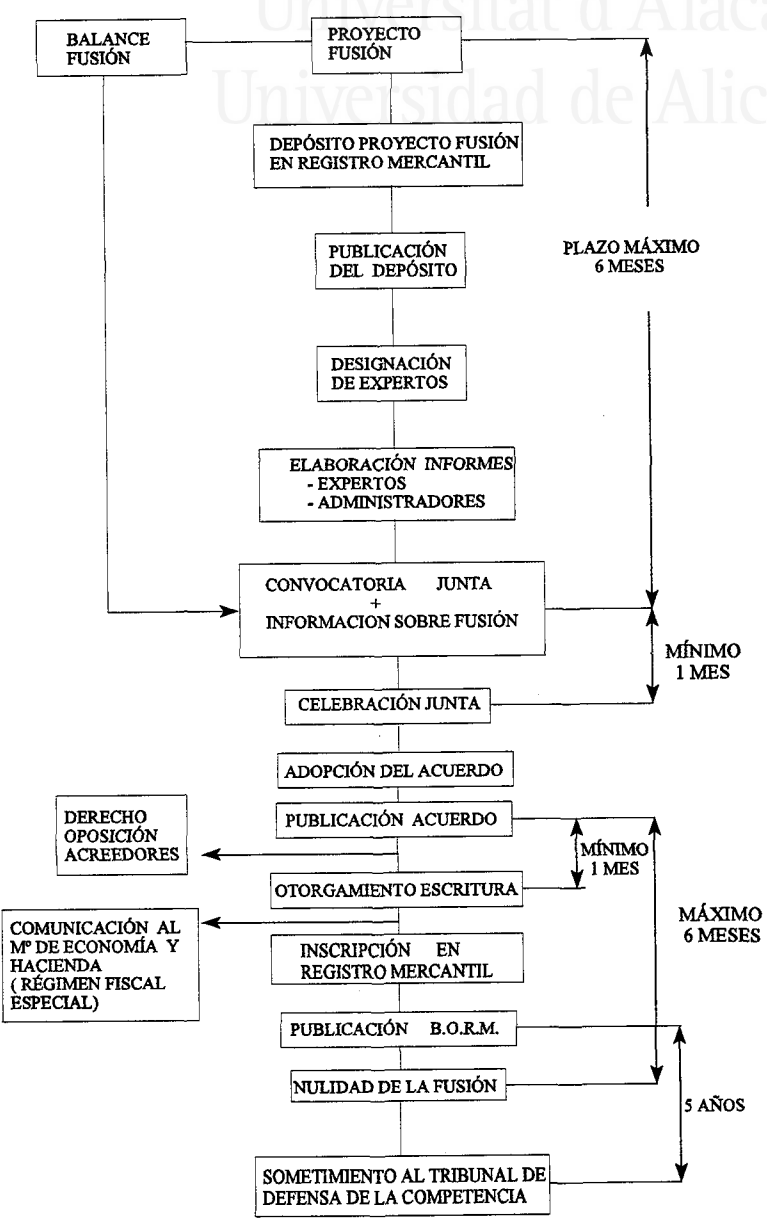
- este derecho de oposición puede limitarse a los casos en que la situación financiera de las sociedades fusionadas haga necesaria esta protección.
- esta protección pueda ser diferente para los acreedores de la sociedad absorbente y para los de las sociedades absorbidas.

En España existe, en definitiva, un proceso legal para las fusiones con una duración que, por lo general, suele ser más elevada que en otros países desarrollados. En efecto, al respecto Egg (1993, 55) señala que su duración mínima se suele situar por encima de los seis meses, mientras que en Francia es de cuatro meses y alrededor de dos en Estados Unidos.

Como síntesis de la principal normativa examinada en el gráfico 21 ofrecemos una visión esquemática del calendario de una fusión, considerando no sólo la óptica mercantil contenida principalmente en el TRLSA, sino también su normativa fiscal especial y el derecho de defensa de la competencia, al menos en sus aspectos más relevantes.

GRÁFICO 21

Calendario de una fusión



II.4. OTRA LEGISLACIÓN SOBRE FUSIONES

Asimismo, otra legislación de la fusión aparece regulada en leyes y disposiciones de carácter especial, referidas principalmente a las entidades de crédito y aseguradoras, así como a determinadas formas de sociedades, tales como las de garantía recíproca. Entre estas normas, se pueden citar:

- Ley 3/1987, de 2 de abril, general de Cooperativas (arts. 94 a 101).
- Ley 30/1995, de 2 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de Seguro privados (art. 23).
- Ley 31/1985, de 2 de agosto, de Regulación de Normas Básicas sobre los Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros⁴⁵.
- Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito (disposición adicional tercera), en el que se establecía la exigencia de autorización por parte del Ministerio de Economía y Hacienda, para la realización de fusiones entre entidades de crédito.
- Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre el Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca (arts. 55 a 57).

⁴⁵ Un análisis detallado sobre fusiones de cajas de ahorros puede consultarse en García Roa (1994, 349-352).

II.5. TIPOS DE EMPRESAS QUE SE PUEDEN FUSIONAR

Al margen de las modalidades establecidas en el TRLSA, esto es, fusión por absorción, fusión por creación de sociedad y absorción de sociedad íntegramente participada y, reconocidas por la doctrina es posible establecer una distinción desde el punto de vista legal considerando las clases de empresas que pueden participar en un proceso de fusión.

En efecto, la regulación legal española en determinados supuestos, establece limitaciones sobre el tipo de empresas que pueden participar en estos procedimientos de reestructuración empresarial. Y así, es posible configurar esta distinción en función de los tres siguientes elementos:

- a) Objeto social
- b) Forma social
- c) Otras situaciones legales especiales

Entrando en la consideración del primer aspecto enunciado, con carácter genérico se admite la posibilidad de realizar fusiones entre empresas con objetos sociales distintos, pues no tendría ningún sentido que la legislación limitara la realización de fusiones de tipo conglomerado o vertical, viables desde una óptica económica.

Ello, sin embargo, no es óbice para que como señalan acertadamente Sequeira Martín (1993, 113) y Sánchez Oliván (1993, 86) determinadas actividades sólo puedan ejercerse legalmente concretando su objeto social, cual es el caso de las entidades de crédito y las compañías aseguradoras.

En concreto sobre estas últimas, quisiéramos destacar que en la Ley 30/1995 se especifica que:

" Las entidades aseguradoras no podrán fusionarse con entidades no aseguradoras, ni absorberlas, ni ser absorbidas por entidades no aseguradoras" (art. 23.2).

De la misma manera, las sociedades de garantía recíproca sólo podrán fusionarse entre sí (art. 55 Ley 1/1994), remitiéndose parte de su regulación a la Ley de Sociedades Anónimas.

Por lo que respecta a la forma social, conviene poner de manifiesto que, en cuanto al ámbito de aplicación del TRLSA, éste se extiende a las sociedades limitadas y a las sociedades comanditarias por acciones y, aquellos casos en que la sociedad resultante de la fusión sea una sociedad colectiva o comanditaria, a tenor de lo establecido en el art. 229 del RRM. Asimismo, también resulta aplicable a las entidades de seguros en aquello no regulado por la propia Ley 30/1995 y en la medida en que no se oponga a la misma y, a las sociedades de garantía recíproca en determinados aspectos.

Ahora bien, al igual que es posible la participación en una fusión de sociedades mercantiles con diferente forma social, la fusión de sociedades cooperativas sólo puede llevarse a cabo entre aquéllas que participen de su misma naturaleza según lo expresado en el art. 94 de la Ley de Cooperativas (Sánchez Oliván, 1993, 85).

En relación con la participación de sociedades civiles, Gómez Porrúa (1991, 79) considera dudoso que, aunque no parece que puedan señalarse obstáculos para admitir la participación de una sociedad civil en una operación de fusión, puedan participar sociedades civiles y mercantiles entre sí, ya que considera que se trata de un procedimiento privativo de las sociedades mercantiles.

Por último, a efectos del tercer enfoque, cabe diferenciar aquellas fusiones celebradas entre empresas con situaciones legales peculiares, independientemente de su objeto y forma social, nos referimos concretamente a los supuestos de:

- fusión de sociedad en liquidación;
- fusión de sociedad en quiebra y;
- fusión de sociedad en suspensión de pagos.

Sobre las primeras sólo se exige como requisito para su participación en un proceso de fusión, que no se haya iniciado el reparto de su patrimonio entre los accionistas.

Mientras, que sobre las segundas, consideramos que es posible su intervención, puesto que el propio RRM en su art. 227 se refiere al supuesto en que alguna sociedad que se fusiona se encuentre en tal situación. Y en consecuencia, también puede considerarse posible la participación de una sociedad en suspensión de pagos.

Si bien, como señala Sánchez Oliván (1993, 88-89), generalmente con carácter previo a la fusión la sociedad que desee hacerse cargo de tales empresas en crisis, negociará con los acreedores la “reflotación” de esta empresa, para una vez realizada, iniciar el procedimiento de fusión.

Universitat d'Alacant
Universidad de Alicante

II. 6. NORMATIVA CONTABLE

A propósito de la problemática contable de las fusiones, aspecto que abordamos con detalle en el capítulo siguiente, hay que subrayar que, con carácter general, no existe en la actualidad ninguna normativa contable específica sobre fusiones.

Al respecto el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC, 1993a) publicó en 1993, en su Boletín n.º 14, el Borrador de Normas de Contabilidad sobre Fusiones y Escisiones de Sociedades (BNCFES), cuyo texto definitivo aún no ha sido emitido.

Por lo que se refiere al ámbito de las entidades de crédito, en la norma primera de la Circular del Banco de España n.º 4/1993, de 26 de marzo, sobre modificación de la Circular 4/1991, de normas de contabilidad de las entidades de crédito, se especifica el tratamiento contable de las revalorizaciones derivadas de procesos de fusión entre entidades de crédito⁴⁶.

⁴⁶ Sobre esta problemática puede verse Gómez Albero (1995, 591-601).

II.7. REFLEXIONES FINALES

1. La normativa española sobre defensa de la competencia es aplicable a aquellas fusiones que conduzcan a una posición de dominio en el mercado español, considerándose que ésta se produce cuando la cifra de volumen de ventas global en España del conjunto de empresas fusionadas supere durante el último ejercicio contable, la cifra de veinte mil millones de pesetas (o se alcance una cuota igual o superior al 25 por ciento del mercado nacional) y, al mismo tiempo, no se rebase un volumen de negocios superior a los 250 millones de Ecus, pues en tal caso como regla general sería de aplicación la normativa comunitaria. Ahora bien, si se supera este último límite comunitario y, las empresas participantes en la fusión realizan más de las dos terceras partes de su volumen de negocios en España será de aplicación la regulación española.
2. Los beneficios fiscales previstos en el régimen especial de fusiones en el período 1981-1993, fueron concedidos a la mayor parte de los expedientes que lo solicitaron, en concreto al 83,4 por ciento del total. El sector que mayor solicitudes presentó fue el industrial con un porcentaje del 45, 7 por ciento, seguido del sector de actividades bancarias y aseguradoras que representó un 21, 5 por ciento y, a continuación del sector de la alimentación con algo más del 14 por ciento. Menores participaciones obtuvieron el sector de la construcción y el comercial, con el 7,2 por ciento y el 4,9 por ciento respectivamente, mientras que el sector del transporte presentó solicitudes que representaron el 4 por ciento del total.
3. El estudio de la evolución de las participaciones sobre el total de expedientes solicitados a lo largo del período 1981-1993, indica que el sector industrial registró su mayores cotas de participación durante los primeros años, esto es, hasta 1986, disminuyendo a continuación, mientras que el sector de la banca y seguros alcanzó una participación menor durante los primeros años, pero con una tendencia creciente hasta alcanzar su máximo en 1988, experimentado luego un moderado descenso. El sector de la alimentación, registró en general una participación sin grandes oscilaciones hasta 1990, iniciándose a partir de esta fecha un incremento anual de su participación, cuya cota máxima se sitúa en 1993.

4. Tales beneficios fiscales supusieron importantes ahorros para las empresas participantes en estos procesos de reestructuración empresarial, que se cifraron en 499.045 millones de pesetas, de los que su mayoría (el 95, 1 por ciento) correspondieron al impuesto de sociedades, mientras que los beneficios derivados del ITP y AJD no llegaron a representar el 5 por ciento del total; experimentándose los mayores ahorros fiscales desde 1988 hasta 1992.
5. La actual normativa fiscal contempla para las fusiones un régimen general y otro especial, sustentado en el espíritu de la neutralidad impositiva.
6. La regulación mercantil con carácter genérico se distingue por la supresión del derecho de separación de los accionistas y, al mismo tiempo por la exigencia de una amplia documentación que garantice la salvaguardia de los derechos de accionistas, trabajadores y acreedores en general.
7. Por lo que se refiere a la normativa contable española, hay que destacar que ésta en la actualidad se encuentra pendiente de desarrollo.

CAPÍTULO III:

ASPECTOS CONTABLES DE LAS FUSIONES EMPRESARIALES

El objeto de nuestra labor consiste en analizar los aspectos contables fundamentales de los procesos de fusión de empresas con especial referencia al ámbito español. No obstante, como fase previa a tal estudio, estimamos conveniente analizar la concepción del término “fusión” desde la óptica contable, considerando no sólo el planteamiento español, sino también los principales pronunciamientos contables emitidos en el área anglosajona: Estados Unidos y Reino Unido, así como por organismos internacionales, en concreto por el *International Accounting Standards Committee* (en adelante, IASC).

En el siguiente subapartado, abordamos las soluciones adoptadas sobre la contabilidad de las fusiones por dicho organismo internacional y, las establecidas en Estados Unidos y el Reino Unido. Estos últimos, contemplados como dos de los países en los que existe una mayor experiencia sobre este tipo de operaciones de concentración empresarial.

A continuación, el propósito de nuestra labor se centra en el análisis de la contabilidad de las fusiones empresariales circunscritas al contexto español. Con esta finalidad, y ante la ausencia de una normativa contable específica sobre ellas, hemos optado por estructurar tal estudio, abordando en primer lugar la actual situación de la contabilidad de las fusiones, contenida esencialmente en la regulación mercantil y fiscal, para seguidamente, analizar las perspectivas de futuro sobre esta problemática contable que se sustentan en el Borrador de Normas de Contabilidad aplicables a Fusiones y Escisiones de Sociedades (BNCFES) emitido por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

Asimismo, dentro del estudio de la actual normativa española sobre fusiones y de la normativa proyectada, hemos incluido un análisis comparado con las normas del IASC y con los pronunciamientos de Estados Unidos y del Reino Unido.

III.1. EL CONCEPTO DE FUSIÓN DESDE EL PUNTO DE VISTA CONTABLE

Si bien este enfoque también cabría incluirlo dentro de la aproximación económica, hemos considerado relevante desglosarlo de ésta, por cuanto constituye un punto de vista que no ha sido tradicionalmente incluido a la hora de trazar los rasgos delimitadores del concepto de fusión.

Nuestro propósito consiste, pues, en analizarlo, pero ahora a la luz de los principales pronunciamientos contables emitidos al respecto tanto en el ámbito internacional como en España. Para ello, abordamos como primer paso, la posición adoptada desde la óptica de organizaciones internacionales de carácter contable, como el IASC, así como por organismos anglosajones emisores de normas contables, en particular pertenecientes a Estados Unidos y al Reino Unido. Con este bagaje, a continuación, examinamos el tratamiento establecido por organizaciones e instituciones contables españolas, de manera que el estudio comparado de la idea de fusión expresada en estos distintos ámbitos, permita, en definitiva, situar la posición española en relación con otros pronunciamientos contables y con otros países.

La elección de los dos mencionados espacios geográficos dentro del contexto internacional (Estados Unidos y Reino Unido) no sólo obedece al liderazgo del primero en el mundo económico, sino al importante papel que ha jugado en el desarrollo de las fusiones empresariales, pues no en vano puede considerarse a Estados Unidos como la cuna de estos procesos de concentración, siendo el pionero en el desarrollo de las diferentes oleadas de fusiones acaecidas en el tiempo. Y así McCann y Gilkey (1990, 15) señalan que la primera oleada de fusiones se produjo en Estados Unidos a finales del siglo XIX y comienzos del XX, y en parecidos términos Chandler (1988, 444) sitúa las primeras fusiones legales norteamericanas en la década de 1880.

En relación con el Reino Unido, aparte de constituir un caso europeo perfectamente válido para analizar esta cuestión, no hay que olvidar la fuerte interrelación que existe con Estados Unidos debido a los lazos económicos y políticos que los unen, por lo que el estudio de ambos entornos nos proporciona una perspectiva enriquecedora que reúne la quintaesencia de la posición anglosajona sobre este concepto. Además, se trata del país europeo que con mayor fuerza ha vivido estos procedimientos de combinación empresarial. Tal es así, que ya en 1990 alcanzaba el primer puesto por países con el 33 por ciento del

total de fusiones y adquisiciones europeas y, más aún, durante los tres primeros trimestres de 1992 el Reino Unido lanzaba 778 ofertas con un valor de 27,954 millones de dólares, que representaban respectivamente, el 44 por ciento y el 90,83 por ciento en relación con el volumen de ofertas lanzadas e importe total del resto de países miembros de la Unión Europea (Post, 1994, 18 y 26).

III.1.1 FUENTES REGULADORAS DE REFERENCIA

Si consideramos en primer término a los organismos de carácter mundial emisores de normas contables entre ellos podemos destacar, sin lugar a dudas, el IASC; creado en 1973 a iniciativa de un grupo de organizaciones profesionales privadas y con sede en Londres, constituye la institución internacional más relevante en cuanto a la emisión de normas contables, destacando en especial, su labor armonizadora y, en cuyo seno se alimentan la mayoría de las organizaciones contables de los países económicamente más desarrollados⁴⁷. Como es sabido, España forma parte del IASC por ser miembro del mismo, el Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas.

Las normas y documentos emitidos por esta entidad en materia de fusiones y sus posteriores modificaciones son las que aparecen esquemáticamente en el cuadro 33.

La principal fuente normativa referida a fusiones se hallaba en la norma internacional de contabilidad 22 titulada "contabilidad de combinaciones de empresas".

Con posterioridad, en 1989 el IASC, ante las críticas de las que era objeto debido a que en sus normas los criterios contables permitidos eran muchos más que los prohibidos, emite el Borrador de norma (*Exposure Draft 32*) "Comparabilidad de los estados financieros". Este proyecto pretendía reducir a una, las posibilidades previstas en la forma de contabilizar una serie de cuestiones, y en el supuesto de que ello no fuera posible, se introducía un tratamiento preferente, que de no ser seguido por las empresas, obligaba a realizar una conciliación de la información obtenida, con aquella otra que se hubiera alcanzado en el caso de aplicar el criterio establecido como preferente.

⁴⁷ Un estudio más detallado sobre el IASC se puede encontrar, entre otros, en: García Benau *et al.* (1996, 102-118); Mueller *et al.* (1994, cap. 3); Vela *et al.* (1995, 109-111); Láinez (1993); Sánchez Fernández de Valderrama (1991, 23-45) y Montesinos (1983, cap. 1).

CUADRO 33

Normativa del IASC sobre combinaciones de empresas

NORMATIVA	PUBLICACIÓN	ENTRADA EN VIGOR
NIC 22 Accounting for Business Combinations	Noviembre 1983	Enero 1985
ED 32 Comparability of Financial Statements	Enero 1989	—
Statement of Intent: Comparability of Financial Statements	Julio 1990	Enero 1995
ED 45: Business Combinations	Junio 1992	—
NIC 22 Business Combinations	Noviembre 1993*	Enero 1995
ED 61 Business Combinations	Agosto 1997	—

* fecha de aprobación por el IASC.

La NIC 22 *Accounting for Business Combinations* era precisamente una de las normas sometidas a revisión, en el sentido de reducir los diferentes procedimientos posibles de contabilización que contenía.

A pesar del empeño mostrado por subsanar estas dificultades, el IASC de nuevo se vio sometido a presiones y reprobación por parte de organizaciones profesionales e instituciones normalizadoras, que hicieron que modificara sus iniciales pretensiones, aunque sin abandonar sus objetivos últimos, de modo que se establecieron diferentes vías y plazos de adaptación para las distintas normas involucradas. Este proceso desembocó en 1990, en una nueva fórmula ajena a la habitualmente adoptada por este organismo, nos referimos a la Declaración de Intenciones (*Statement of Intent*), mediante la cual se incorporaron a la primitiva NIC 22 las propuestas contenidas en el ED 32; óptandose ahora por presentar un tratamiento de referencia, a la vez que otro tratamiento alternativo permitido, para aquellos puntos en los que no fue posible reducir a uno los diferentes criterios previstos (Gonzalo y Tua, 1997, 55).

Con posterioridad se realizaron trabajos en el proyecto de norma ED 45: "Combinaciones de empresas", esto es, sobre la NIC 22 revisada, siendo publicado dicho proyecto en 1992.

Es en 1993 cuando se realiza la publicación de la nueva norma revisada, la NIC 22 *Business Combinations*⁴⁸ (en adelante designaremos a esta norma como NIC 22), cuya entrada en vigor se produjo para aquellos estados financieros que comenzaran el 1 de enero de 1995, o después de dicha fecha. Esta norma deroga a la antigua NIC 22 *Accounting for Business Combinations*.

Ahora bien, durante 1997 el IASC ha publicado un nuevo *Exposure Draft* relativo a la contabilidad de las combinaciones empresariales, ED 61 *Business Combinations*, con el objeto de introducir ciertas modificaciones sobre la anterior NIC 22, el cual como se indica en su propia introducción incluye propuestas consistentes con los siguientes *Exposures Drafts*:

- ED 55 *Impairment of Assets* (Mayo 1997):
- ED 59 *Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets* (Agosto 1997); y
- ED 60 *Intangible Assets* (Agosto 1997).

Estados Unidos, en sintonía con su papel pionero en la aparición de las fusiones empresariales, es también el país que antes se ocupó de desarrollar pronunciamientos sobre la cuestión⁴⁹. Estos últimos, por lo que respecta a organismos de iniciativa privada, son fundamentalmente, los que de forma sintética se recogen en el cuadro 34. Nótese que también han sido incluidos aquéllos relativos al fondo de comercio por su relevancia en la contabilidad y valoración de estos procesos de concentración.

⁴⁸ Una traducción de esta norma puede consultarse en Bastante (1995, 76-89).

⁴⁹ Acerca de los diferentes organismos contables norteamericanos emisores de normas puede consultarse: Cuadro y Valmayor (1992); Cañibano (1995, 670-673); Esteo (1995a, 137-151).

CUADRO 34

Evolución de los principales pronunciamientos contables relativos a combinaciones de empresas en Estados Unidos

ORGANISMO EMISOR	NORMATIVA	SITUACIÓN	PUBLICACIÓN
AIA (American Institute of Accountants)	ARB No. 24 Accounting for Intangible Assets	Recogido en el ARB No. 43	Diciembre 1944
AIA	ARB No. 40 Business Combinations	Recogido en el ARB No. 43	Septiembre 1950
AIA	ARB No. 43 Restatement and Revision of Accounting Research Bulletins, capítulo 7C- Business Combinations, capítulo 5 Accounting for Intangible Assets	No afecta a otros pronunciamientos. Capítulo 7C sustituido por el ARB 48. Capítulo 5: entre otros, afectado por APB 16 y APB 1; párrafos 8 y 10 enmendados por SFAS 44.	Junio 1953
AICPA (American Institute of Certified Public Accountants)	ARB No. 48 Business Combinations	Sustituido por el APB 16	Enero 1957
AICPA	ARB No. 51 Consolidated Financial Statements	No afecta a otros pronunciamientos. Entre otros, sus párrafos 7 y 8 fueron sustituidos por el APB 16, y su párrafo 17 por SFAS 96. Su nota a pie de página 1 suspendida por el SFAS 111.	Agosto 1959
AICPA	APB Opinion No. 6 Status of Accounting Research Bulletins, párrafos 12(c), 22 y 15	Párraf. 12(c) y 22 sustituidos por el APB 16. Párrafo 15 supendido por el APB 17	Octubre 1965

ORGANISMO EMISOR	NORMATIVA	SITUACIÓN	PUBLICACIÓN
AICPA	APB Opinion No. 10 Omnibus Opinion-1966, párrafo 5 Poolings of Interest- Restatement of Financial Statements	Enmienda el párrafo 12 del ARB 48. Suspendido por el APB 16	Diciembre 1966
AICPA	APB Opinion No. 16 Business Combinations	Sustituye parcial o totalmente al ARB 43, ARB 48, ARB 51, APB 6, y APB 10. Enmienda parte del ARB 51 y APB 11. Afectado parcialmente por: SFAS 71, 96, 38, 87, 10 106, 79, 109 y 121.	Agosto 1970
AICPA	APB Opinion 17 Intangible Assets	Sustituye parcialmente al ARB 43 y APB 6. Afectado parcialmente por: SFAS 2, 71, 72, 96, 30, 109 y 121.	Agosto 1970
AICPA	Business Combinations: Accounting Interpretations of APB Opinion No. 16 (AIN- APB 16) (*)	No afecta a ningún pronunciamiento Interpretations No. 15, 17, 24 y 26 enmendadas por SFAS 10; y No. 30 enmendado por SFAS 111.	Diciembre 1970- Marzo 1973
AICPA	Intangible Assets Unofficial Accounting Interpretations of APB Opinion No. 17	No afecta ni es afectada por ningún pronunciamiento	Abril 1971-Marzo 1973
FASB (Financial Accounting Standards Board)	Interpretation No. 4 Applicability of FASB Statement No. 2 to Business Combinations Accounted for by the Purchase Method	No afecta ni es afectado por ningún pronunciamiento	Febrero 1975

ORGANISMO EMISOR	NORMATIVA	SITUACIÓN	PUBLICACIÓN
FASB	SFAS 10 Extension of "Grandfather" Provisions for Business Combinations (an amendment of APB Opinion No. 16)	Enmienda al APB 16, párrafo 99 y al AIN-APB 16, Interpretac. No. 15, 17 y 24. No afectado por ningún pronunciamiento	Octubre 1975
FASB	Interpretation No. 9 Applying APB Opinions No. 16 and 17 When a Savings and Loan Association or a Similar Institution Is Acquired in a Business Combination Accounted for by the Purchase Method (An interpretation of APB Opinions No. 16 and 17) (En forma abreviada FIN 9)	No afecta a ningún pronunciamiento Párrafos 8 y 9 enmendados por SFAS 72	Febrero 1976
FASB	Interpretation No. 21 Accounting for Leases in a Business Combination (an interpretation of FASB Statement No. 13)	No afecta ni es afectado por ningún otro pronunciamiento	Abril 1978
FASB	SFAS 38 Accounting for Preacquisitions Contingencies of Purchased Enterprises (an amendment of APB Opinion No. 16)	Enmienda al APB 16, párrafo 88. Enmendada en sus párrafo 2 por SFAS 96 y 109; párrafo 5 enmendado por SFAS 109; y nota a pie de página 2 sustituida por el FAS 109.	Septiembre 1980
FASB	SFAS 44 Accounting for Intangible Assets of Motor Carriers (An amendment of Chapter 5 of ARB 43 and an interpretation of APB Opinions 17 and 30)	Enmienda ARB 43, capítulo 5, párrafo 8 y 10. Enmendado en su párrafo 6 por SFAS 96 y 109.	Diciembre 1980

ORGANISMO EMISOR	NORMATIVA	SITUACIÓN	PUBLICACIÓN
FASB	Technical Bulletin No. 81-2 Accounting for Unused Investment Tax Credits Acquired in a Business Combination Accounted for by the Purchase Method	No afecta a ningún pronunciamiento Suspendido por el SFAS 96 y 109.	Febrero 1981
FASB	SFAS 71 Accounting for the Effects of Certain Types of Regulation	Entre otros, suspende el párrafo 6 del APB 16 y el párrafo 7 del APB 17. Entre otros, se ha enmendado su párrafo 46 y suspendido su párrafo 18 y nota a pie de página 12 por el SFAS 96 y 109; párrafos 9 y 10 enmendados por SFAS 121	Diciembre 1982
FASB	SFAS 72 Accounting for Certain Acquisitions of Banking or Thrift Institutions (an amendment of APB Opinion No. 17, an interpretation of APB Opinions 16 and 17, and an amendment of FASB Interpretation No. 9)	Enmienda APB 17, párrafos 29 a 31, y FIN 9 párrafos 8 y 9. No afectado por ningún pronunciamiento	Febrero 1983
FASB	SFAS 79 Elimination of Certain Disclosures for Business Combinations by Nonpublic Enterprises (an amendment of APB Opinion No. 16)	Enmienda al APB 16, párrafo 96. No afectado por ningún pronunciamiento.	Febrero 1984
FASB	Technical Bulletin No. 85 - 5 Issues Relting to Accounting for Business Combinations (FTB 85 - 5)	No afecta ni es afectado por ningún pronunciamiento	Diciembre 1985

ORGANISMO EMISOR	NORMATIVA	SITUACIÓN	PUBLICACIÓN
FASB	SFAS 87 Employers' Accounting for Pensions	Enmienda al APB 16, párrafo 88 y suspende la nota a pie de página 13 del APB 16. Enmendado en su párrafo 8 por SFAS 106 y, en su párrafo 37 por SFAS 96 y 109. Su nota a pie de página 3 fue suspendida por el SFAS 106.	Diciembre 1985
FASB	Technical Bulletin N°. 85 - 6 Accounting for a Purchase of Treasury Shares at a Price Significantly in Excess of the Current Market Price of the Shares and the Income Statement Classification of Cost Incurred in Defending against a Takeover Attempt (FTB 85 - 6).	No afecta ni es afectado por ningún pronunciamiento.	Diciembre 1985
FASB	SFAS 96 Accounting for Income Taxes	Entre otros, enmienda: los párrafos 87 y 88 del APB 16, el párrafo 30 del APB 17, párrafo 2 y nota a pie de página 2 del SFAS 38, párrafo 33 y 96 del SFAS 89. Suspende el párrafo 89 del APB 16, y el párrafo 18 la nota a pie de página 12 del SFAS 71. Sustituido por el SFAS 109.	Diciembre 1987

ORGANISMO EMISOR	NORMATIVA	SITUACIÓN	PUBLICACIÓN
FASB	SFAS 106 Employers' Accounting for Postretirement Benefits Other Than Pensions	Entre otros, enmienda el párrafo 88 del APB 16, y el párrafo 8 del SFAS 87; suspende la nota a pie de página 3 del SFAS 87. No está afectado por otros pronunciamientos.	Diciembre 1990
FASB	SFAS 109 Accounting for Income Taxes	Entre otros afecta a APB 16 y 17, SFAS 38, 44, 71, 87, 96 y Technical Bulletin No. 81-2. Ha sido enmendado su párrafo 36(b) por SFAS 115; y el párrafo 36(e) por SFAS 123.	Febrero 1992
FASB	SFAS 111 Recission of FASB Statement No. 32 and Technical Corrections	Enmienda la nota a pie de página 1 del ARB 51; y el No. 30 del AIN-APB 16. No afectado por otros pronunciamientos.	Noviembre 1992
FASB	SFAS 121 Accounting for the Impairment of Long-Lived Assets and for Long-lived Assets to Be Disposed Of	Enmienda entre otros: APB 16, párrafo 88 (c); APB 17, párrafo 31 y, párrafo 9 y 10 del SFAS 71. No afectado por otros pronunciamientos.	Marzo 1995

(*) Incluye 39 Interpretaciones.

Junto a estos pronunciamientos deben incluirse los *Emerging Issues Task Force Issues* relativos a las combinaciones de empresas emitidos por el FASB (1996b, 4871-4874).

Esta visión sinóptica nos proporciona, al menos una noción intuitiva de la intensa y fructífera elaboración de normas, en una constante evolución para conseguir unos pronunciamientos acordes con el concepto anglosajón de *true and fair view*.

De acuerdo con ello, se desprende, pues, que la regulación del concepto de fusión se encuentra contemplada principalmente en el APB 16 y en los posteriores pronunciamientos que lo modifican y amplían.

Sin embargo, hay que subrayar que en la actualidad, el FASB ha incluido en su agenda de trabajo un proyecto sobre la contabilidad de las combinaciones de empresas y activos intangibles. Este proyecto reconsiderará la guía contable establecida hace más de veinte años en el APB 16 y APB 17, siendo ésta una oportunidad para armonizar estas normas norteamericanas con las de otros países IASC (KPMG, 1996, 79).

En efecto, dicho organismo incluyó en agosto de 1996 en su agenda de trabajo un proyecto sobre las combinaciones de empresas. El objetivo de este proyecto es emitir una norma que establezca la contabilidad financiera y las normas sobre los estados financieros de las combinaciones de empresas y los inmovilizados inmateriales adquiridos; aunque también se pretende aprovechar la ocasión para avanzar en la comparabilidad de los estados contables en el ámbito internacional y, en este sentido, se señala la existencia de proyectos similares en Canadá, el Reino Unido o en el propio IASC (FASB, 1997, 3).

En el Reino Unido, por su parte, los principales pronunciamientos sobre la materia son los que figuran en el cuadro 35. En donde también se han incluido los referidos al fondo de comercio por las mismas razones aducidas con respecto al cuadro 34.

Junto a esta normativa, otras fuentes de regulación son las leyes de sociedades de 1985 y 1989, esto es, *the Companies Act 1985* y *the Companies Act 1989* (Begg, 1995).

CUADRO 35

Evolución de los principales pronunciamientos contables relativos a combinaciones de empresas en el Reino Unido

ORGANISMO EMISOR	DOCUMENTO	FECHA DE EMISIÓN
ASC (Accounting Standards Committee)	SSAP 22 "Accounting for goodwill"(*)	Diciembre 1984 (revisado: julio 1989)
ASC	SSAP 23 "Accounting for acquisitions and mergers"(**)	Abril 1985
ASC	ED 47 "Accounting for Goodwill"	Febrero 1990
ASC	ED 48 "Accounting for acquisitions and mergers"	Febrero 1990
ASC	ED 52 "Accounting for intangible fixed assets"	Mayo 1990
ASC	ED 53 "Fair value in the context of acquisition accounting"	Julio 1990
ASB (Accounting Standards Board ***)	Discussion Paper "Fair values in acquisition accounting"	Abril 1993
ASB	FRED 6 "Acquisitions and mergers"	Mayo 1993
ASB	FRED 7 "Fair values in acquisition accounting"	Diciembre 1993
ASB	FRS 6 "Acquisitions and mergers"	Septiembre 1994
ASB	FRS 7 "Fair Values in acquisition accountig"	Septiembre 1994
ASB	FRED 12 "Goodwill and Intangible Assets"	Junio 1996
ASB	FRED 15 "Impairment of fixed assets and goodwill"	Junio 1997

(*) Aparte de las revisiones contenidas en el ED 47 y ED 52, ha sido modificado en los párrafos 48 al 51 por el FRS 6 y en los párrafos 14, 23, 27, 30 y 33 por el FRS 7.

(**) Ha sido sustituido por el FRS 6.

(***) organismo independiente que sustituyó en 1990 al ASC.

Por tanto, en el Reino Unido el concepto de fusión se encuentra fundamentalmente contenido en el actualmente vigente FRS 6, resultado de un profundo proceso de debate y elaboración⁵⁰.

En España, las organizaciones de carácter privado no han desarrollado ninguna norma contable sobre las fusiones empresariales, sólo AECA, como ya se apuntó a propósito del concepto de fusión desde una perspectiva estratégica, ha elaborado principios sobre fusiones pero no desde la óptica contable sino desde la organizativa.

Ha sido, en cambio, un organismo de carácter público, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas⁵¹ (ICAC) el encargado de llevarla a cabo, quien publicó en su Boletín número 14, en octubre de 1993, el Borrador de Normas de Contabilidad aplicables a Fusiones y Escisiones de Sociedades (BNCFES). Este Instituto, ya en el Real Decreto 1643 de 20 de diciembre de 1990 por el que se aprobó el Plan General de Contabilidad (PGC), reconocía en su prólogo, la necesidad de desarrollar unas normas contables propias para las fusiones empresariales por sus indudables particularidades contables y valorativas.

Conviene poner de manifiesto que, dada la condición de Borrador que presenta el BNCFES, ello significa que el mismo no es en modo alguno de obligado cumplimiento para las empresas españolas. Si bien, en el supuesto de su posterior aprobación, hay que indicar que, a raíz de la sentencia de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de fecha de 19 de enero de 1994, se cuestiona el principio de jerarquía que parecen no respetar las Resoluciones del ICAC, al introducir tales Resoluciones cambios en un Real Decreto como es el PGC (Al respecto puede verse: *Expansión*, 7/7/1994, pág. 73).

En la actualidad las sociedades españolas se rigen, sobre todo, por lo especificado en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 20 de diciembre, en adelante TRLSA). No obstante, pueden encontrarse algunos desarrollos legislativos especiales para determinados tipos de empresas en función

⁵⁰ Sobre la evolución y diferencias entre los sucesivos borradores y pronunciamientos emitidos, puede verse: Nailor (1994, 82); Acher (1994, 91-92); Patient *et al.* (1994, 104); Peerless (1993, 95); Willott y Smith (1993, 95) y, Gray (1988, 20-24).

⁵¹ En España, como es sabido, es esta institución dependiente del Ministerio de Economía y Hacienda, la encargada de elaborar la normativa contable. Si bien, ha delegado en alguna otra institución el desarrollo de normas contables específicas, como es el caso de las normas contables relativas a sociedades que cotizan en el mercado de valores, de las que se ocupa la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

de su particular objeto social, como sucede por ejemplo para las entidades financieras. Nótese que el BNCFES en su introducción dice que las normas en él contenidas, lo son para aquellas empresas para las que no se hubieran previsto normas especiales sobre fusiones.

Conforme a lo expuesto, dentro de los distintos pronunciamientos relativos a fusiones formulados por organizaciones contables, es la AIA en Estados Unidos quien publica el primer documento sobre la cuestión, concretamente a finales de 1944; a continuación lo hace el IASC, seguido del Reino Unido en 1985 y, a mayor distancia se sitúa España que, hasta 1993 no publica su primer Borrador de normas sobre fusiones.

Como puede observarse en el caso de Estados Unidos así como del IASC sus normas se refieren a combinaciones de empresas (*business combinations*) y no expresamente a fusiones (*mergers*); mientras que en el Reino Unido se habla de la contabilidad de adquisiciones y fusiones. No obstante, esta variación en la designación de las normas, no esconde un tratamiento muy diferente, sino que como veremos existe un gran paralelismo entre ellas.

Por lo que respecta a España, el Borrador de norma existente, se refiere a las fusiones y escisiones empresariales, la razón de la inclusión de éstas últimas quizás pueda hallarse influida por el hecho de que en los textos legales también se regulan ambas figuras de forma correlativa (véase el capítulo VIII del TRLSA) y, además porque el tratamiento de las escisiones no añade ninguna problemática específica, sino que más bien es una extensión de los casos de fusión.

III.1.2. LA POSICIÓN DEL IASC

En una primera aproximación, resulta interesante profundizar en la definición que esta organización ofrece de una combinación de empresas, según la cual es:

“ la conjunción de empresas independientes en una entidad económica como resultado de la unión de una empresa con otra o la obtención de control sobre los activos netos y las operaciones de otra empresa ”

Entendiéndose por control:

“la facultad de dirigir la política financiera y de explotación de una empresa, con objeto de obtener beneficios en sus actividades” (NIC 22)

En el término combinación se incluyen, por tanto, las adquisiciones (obtención de control) y las llamadas uniones de intereses. A cada tipo de combinación se le atribuye una forma específica de registro conocidas como método de la compra (*purchase method*) y método de la unión de intereses (*pooling interest method*), con importantes diferencias valorativas y contables. La delimitación de la operación como adquisición o unión de intereses no constituye, en modo alguno, una cuestión baladí, sin embargo, el hecho de que su tratamiento contable se halle estipulado en unos mismos pronunciamientos denota que se trata de formas de concentración que aunque no iguales, comparten muchas características. Y precisamente por ser figuras afines, aumenta la dificultad para identificar una y otra.

Pasamos a fijar los rasgos característicos de las dos formas de combinación de acuerdo con la normativa ya expuesta en el cuadro 33.

Por lo que se refiere a la adquisición, hay que subrayar que la nueva norma en vigor a partir de 1995 dedica un mayor esfuerzo que su antecesora a la delimitación de esta figura, pues ésta última sólo indicaba que se trataba de aquellas combinaciones que no constituían uniones de intereses. Veamos como se define ahora:

“Una adquisición es una operación en la que una de las empresas, la adquirente obtiene control de los activos netos y las operaciones de otra empresa, la adquirida, a cambio del traspaso de activos, la existencia de un pasivo o la emisión de títulos de su propiedad”.

Se considera que dicho control se consigue cuando una de las empresas que se integran adquiera más de la mitad de los derechos de voto de la otra empresa combinada, salvo que, excepcionalmente, se pueda demostrar claramente que tal propiedad no significa control. Este requisito puede expresarse como:

$$D > 0,5d$$

Siendo,

$D =$	nº de derechos de voto de la empresa adquirida que posee la empresa adquirente.
$d =$	nº de derechos de voto que integran el capital de la empresa adquirida.

Ahora bien, este control también se entiende que existe cuando pese a no obtener más de la mitad de los derechos de voto, con motivo de la combinación una de las empresas adquiera poder (párrafo 11):

- sobre más de la mitad de los derechos de voto en virtud de acuerdos con otros accionistas;
- para dirigir la política financiera y de explotación de la otra empresa en virtud de pactos o acuerdos;
- para nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del consejo de administración u órgano rector equivalente de la otra sociedad;
- para emitir la mayoría de votos en reuniones del consejo de administración u órgano rector equivalente de la otra empresa.

Además, al efecto de identificar en una combinación a la empresa adquirente se señala que algunos de los elementos que permiten distinguirla son:

- a) El hecho de que el valor de mercado de una de las empresas sea significativamente mayor que el de la otra. En tales casos, la empresa mayor es la adquirente. Matemáticamente, podría representarse como:

$$Va > V$$

Siendo, $Va =$ valor de mercado de la empresa adquirente.
 $V =$ valor de mercado de la empresa adquirida.

- b) La combinación se efectúa a través del intercambio de acciones comunes con derecho a voto por dinero; siendo en estos casos la empresa que desembolsa el dinero la adquirente.
- c) La dirección de una de las empresas combinadas controla la selección del equipo directivo de la otra empresa que se integra. En tales casos, la empresa dominante es la adquirente.

Por último, hay que poner de relieve la inclusión de una modalidad particular: las “adquisiciones inversas”. Se trata de aquellas operaciones en las que una empresa “A” obtiene la propiedad de las acciones de otra compañía “B”, pero como contraprestación la

empresa “A” no entrega dinero sino que emite acciones con derecho a voto que entrega a la empresa “B”, de manera que ésta última se hace con el control de la empresa combinada. En tal caso se considera que la empresa “A” ha sido adquirida por la empresa “B” y, ésta última, como empresa adquirente debe aplicar el método de la compra.

Con respecto a la unión de intereses, ésta es definida como aquella:

“combinación de empresas en la que los accionistas de las empresas que se integran establecen control sobre la totalidad o prácticamente todos sus activos netos y operaciones para lograr compartir mutuamente, de manera continuada, los riesgos y beneficios que correspondan a la entidad combinada, de tal forma que ninguna de las dos empresas pueda identificarse como la adquirente”.

Asimismo, la NIC 22 reconoce la existencia de otras condiciones a fin de identificar la unión de intereses. En concreto menciona:

- el hecho de que las gerencias de las empresas que se concentran participen en la dirección de la empresa combinada (párrafo 14).
- la existencia de un intercambio sustancialmente igualitario de las acciones comunes con derecho de voto entre las empresas combinadas.

Sobre esta última cuestión se indica que con el fin de lograr un reparto mutuo de los riesgos y beneficios de la entidad combinada (párrafo 16):

- a) Se intercambian la mayoría, o todas, las acciones comunes con derecho de voto de las empresas combinadas.
- b) El valor de mercado de las empresas que se integran no difiere de forma significativa.
- c) Los accionistas de las distintas empresas combinadas mantienen sustancialmente en la entidad combinada los mismos derechos y participaciones que poseían antes.

Por contra, se distinguen una serie de circunstancias que aumentan la posibilidad de identificar la existencia de una empresa adquirente en la combinación, y que al mismo tiempo significan una disminución en el reparto mutuo de los riesgos y beneficios. Estas circunstancias se producen cuando (párrafo 17):

- a) Disminuye la igualdad relativa en los valores de mercado de las empresas integradas y se reduce el porcentaje de acciones ordinarias con derecho a voto que se intercambian.
- b) Existen acuerdos financieros (antes o después de la combinación) que proporcionan una ventaja relativa a un grupo de accionistas frente a los demás.
- c) La participación de una de las partes en el neto patrimonial de la empresa combinada se halla condicionada a cómo funcione tras la integración la empresa que controlaba anteriormente.

El cumplimiento de estas condiciones aleja, por tanto, la posibilidad de que la combinación pueda considerarse como una unión de intereses.

III.1.3. LA POSICIÓN ADOPTADA EN ESTADOS UNIDOS

Conviene poner de manifiesto que, al igual que la normativa del IASC, la elaborada en Estados Unidos versa también sobre las combinaciones de empresas, distinguiéndose asimismo los dos procedimientos mencionados para contabilizar las diferentes combinaciones de empresas, es decir, el método de la compra y el de la unión de intereses. En efecto, no hay que olvidar que los pronunciamientos estadounidenses son anteriores a los del IASC, y éste último se encuentra muy influenciado por los criterios contables desarrollados por organizaciones de este país, especialmente por el FASB.

Con relación a la adquisición, el APB 16 (párrafo 18) estima que es aquella operación de concentración por la cual la entidad adquirente continúa la actividad empresarial, mientras que la entidad adquirida es aquella que cesa en el control de sus activos y operaciones, ya que dicho control pasa a ejercerlo la compañía adquirente. Al mismo tiempo, se considera sociedad adquirente, a aquella sociedad que después de la combinación conserva o recibe la mayor parte de los derechos de voto. Esta, además por

lo general suele ser la compañía de mayor tamaño y la que procede a realizar la emisión de acciones (párrafo 70).

Al respecto, Weston *et al.* (1990; 730 y 740) definen la adquisición como la compra de participaciones de control en una firma, generalmente vía *tender offer* sobre las acciones de la empresa objetivo. Mientras que la fusión es definida como cualquier operación en la que se forma una única unidad económica a partir de la unión previa de dos o más unidades.

Sobre las uniones de intereses, en primer lugar, resulta oportuno dejar constancia de que no se proporciona directamente un concepto de tal figura, sino que se establecen una serie de condiciones que han de cumplirse para que una combinación empresarial pueda contabilizarse empleando el método de la unión de intereses (*the pooling of interest method*). De suerte que puede decirse siguiendo a la profesora Mazarracín (1993, 2) y, a Wolk *et al.* (1984, 575-577) que, para que una combinación pueda ser considerada como una unión de intereses ha de satisfacer los requisitos recogidos en los párrafos 46 a 48 del APB 16, los cuales pueden agruparse en torno a los siguientes tres criterios:

- Las características de las empresas combinadas.
- La forma de combinarse los intereses.
- La ausencia de transacciones planificadas.

En concreto, se especifican doce requisitos que pueden resumirse como sigue:

1. Características de las empresas combinadas

Se considera que no existen relaciones significativas entre las sociedades si se cumplen las dos siguientes condiciones:

- a) Cada una de las sociedades combinadas debe ser autónoma y no haber funcionado como filial o división de otra empresa en los dos años anteriores al inicio del plan de combinación.

Entendiéndose como fecha del inicio del plan de combinación:

- La fecha en que las condiciones primordiales del plan son anunciadas públicamente o por otro medio puestas en conocimiento de los accionistas de cualquiera de las sociedades.
 - La fecha en que se notifica a los accionistas de una empresa una oferta de intercambio de acciones.
- b) Las sociedades que se concentran deben ser independientes entre sí. En este sentido se admite una participación antes de iniciarse la combinación con un límite máximo del 10 por ciento del total de las acciones ordinarias con derecho a voto.

2. *Forma de combinarse los intereses*

En relación con este segundo aspecto, se establecen siete condiciones.

- a) La combinación debe efectuarse en una única transacción o de acuerdo con un plan específico que debe concluir un año después de haberse iniciado dicho plan.
- b) La empresa adquirente deberá emitir acciones ordinarias con derecho a voto a cambio, como mínimo, del 90 por ciento de las acciones de la compañía adquirida. Por lo que el 10 por ciento restante del capital de la sociedad adquirida puede compensarse mediante efectivo o mediante otra contraprestación que no sean acciones ordinarias con derecho a voto.
- c) Dentro del período que media entre los dos años anteriores a la fecha en que se inicia el plan de combinación hasta la fecha en que se consuma tal plan, ninguna de las sociedades que se van a integrar pueden modificar la participación en su capital, a través por ejemplo de amortizar acciones, ampliar capital, distribuciones a accionistas, etc.
- d) La recompra de acciones con derecho a voto por parte de cualquiera de las sociedades sólo se permite para fines distintos al de la futura concentración, permitiéndose sólo la recompra de tales acciones si corresponde a un plan sistemático establecido antes del comienzo del plan de combinación.

- e) La participación de un accionista ordinario en la sociedad resultante debe ser proporcional a la que tenía en su sociedad antes de la combinación debido al intercambio de acciones realizado para efectuar la operación de concentración.
- f) Los accionistas de la sociedad resultante de la combinación no pueden ser privados, ni en todo ni en parte, de sus derechos de voto en las acciones de la sociedad combinada.
- g) La combinación debe estar terminada en la fecha en que finaliza el plan y no puede quedar pendiente la emisión de acciones u otras contraprestaciones establecidas en dicho plan.

3. Ausencia de transacciones planificadas

En relación con esta tercera categoría, el documento muestra tres requisitos:

- a) La empresa resultante de la combinación, no debe tomar el acuerdo, ni directa o indirectamente, de amortizar o recomprar ninguna de las acciones emitidas para la combinación.
- b) La sociedad combinada no puede participar en acuerdos de naturaleza financiera, en los que se beneficien los antiguos accionistas de las sociedades combinadas, como por ejemplo entregar acciones emitidas para la combinación como garantía de préstamos.
- c) La sociedad nacida de la concentración no puede enajenar durante los dos años posteriores a la combinación una parte significativa de sus activos, salvo las enajenaciones normales en el desarrollo normal de su actividad y las derivadas de duplicidades de elementos o exceso de capacidad.

Una ilustración de cuál ha sido el empleo en la práctica de las dos modalidades indicadas de combinación puede verse en el cuadro 36. En él puede apreciarse cómo para el total de operaciones llevadas a cabo en Estados Unidos en el período 1970-1994 la mayoría han sido clasificadas como adquisiciones, en concreto más del 80 por ciento, lo que

confirma que la mayoría de combinaciones constituyen adquisiciones empresariales. Además, también hay que destacar cómo a partir de la década de los años setenta se reduce drásticamente el porcentaje que representan las uniones de intereses sobre el total de operaciones.

Universitat d'Alacant
Universidad de Alicante

CUADRO 36

**Empleo del método de la compra y de la unión de intereses
en Estados Unidos**

AÑO	UNIÓN DE INTERESES		ADQUISICIONES		TOTAL
	Nº	%	Nº	%	
1970	139	25	155	75	294
1971	100	43	133	57	233
1972	102	39	160	61	262
1973	90	36	163	64	253
1974	50	26	143	74	193
1975	31	29	75	71	106
1976	43	29	103	71	146
1977	48	29	118	71	166
1878	56	27	149	73	205
1979	39	17	185	83	224
1980	34	18	159	82	193
1981	30	16	156	84	186
1982	24	14	145	86	169
1983	26	14	154	86	180
1984	23	11	194	89	217
1985	24	11	200	89	224
1986	22	8	239	92	261
1987	21	10	194	90	215
1988	14	6	216	94	230
1989	18	8	219	92	237
1990	10	5	190	95	200
1991	16	9	160	91	176
1992	17	9	182	91	199
1993	21	10	200	90	221
1994	19	8	215	92	234
TOTAL	1017	19,46	4207	80,54	5224

Fuente: Adaptado de Davis (1996, 51).

III.1.4. LA POSICIÓN ADOPTADA EN EL REINO UNIDO

Tal y como se apuntó antes, sus pronunciamientos se establecen explícitamente para las fusiones y adquisiciones empresariales, a diferencia de lo previsto por el IASC y en Estados Unidos, cuyas normas se refieren a adquisiciones y uniones de intereses. De la misma manera, estas dos modalidades son contabilizadas mediante dos métodos distintos, el método de la fusión y el de la compra, respectivamente.

En el Reino Unido, la regulación actual sobre los conceptos de fusión y adquisición se halla comprendida fundamentalmente en el *Financial Reporting Standard 6* (FRS 6) y en el *Financial Reporting Standard 7* (FRS 7).

Antes de abordar la idea de fusión en ellos expresada, resulta interesante subrayar la transformación sucesiva que han experimentando los diferentes pronunciamientos que la regulan, puesto que ambos documentos son el resultado de un laborioso proceso en el que se han sucedido varios pronunciamientos y borradores como cabe inferirse del contenido del cuadro 35.

En especial es importante destacar que el verdadero caballo de batalla estriba en determinar qué cualidades debe cumplir un proceso de concentración para ser considerado como una fusión. En efecto, desde que en 1985 se emitiera el *Statement of Standard Accounting Practice 23* (SSAP 23) no han cesado los esfuerzos por aclarar una cuestión tan compleja, y con límites tan confusos. Y así, Gray (1988, 23-24) propone aproximar o unificar el tratamiento contable de las combinaciones de empresas, basándose para ello en la premisa de que resulta irreal e impracticable distinguir los conceptos de *mergers* y *acquisitions* y prueba de ello es que en estos términos suelen ser usados como sinónimos en el lenguaje coloquial.

Precisamente en esta dirección en 1990 aparece el *Exposure Draft 48* (ED 48) sobre la contabilidad de fusiones y adquisiciones, cuyo objetivo primordial era diferenciar de forma precisa ambos términos. Estos conceptos eran descritos del siguiente modo:

- una adquisición consiste en la utilización de fondos por una empresa para obtener el control o la propiedad de otra u otras empresas. La adquisición supone la existencia de una empresa adquirente y de una empresa adquirida (párrafo 33).

- una fusión es la reunión de varias empresas para la coparticipación de los riesgos y los beneficios derivados de la empresa fusionada, donde ninguna de las partes concentradas puede ser identificada como adquirente o adquirida. Esto supone que las empresas originales se fusionan en una entidad donde ejercen un poder y una influencia similares (párrafo 34).

Además se establecían 7 estrictas condiciones, que eran imprescindibles para que una combinación de empresas pudiera ser calificada como fusión. Tales condiciones de forma sintetizada eran (apartado 1.11, ED 48):

- a) No debe existir empresa adquirente ni adquirida.
- b) Ninguna empresa debe ejercer una influencia dominante en el seno de la dirección de la nueva empresa.
- c) Ninguna de las empresas preexistentes debe ofrecer sus acciones o partes que comporten derechos limitados, a cambio de sus acciones propias.
- d) Los intereses minoritarios subsistentes dentro de cada una de las empresas participantes en la fusión no deben superar el 10 por ciento.
- e) El tamaño de cualquiera de las empresas intervinientes en la fusión no debe superar más del 50 por ciento el tamaño de cada una de las otras empresas. El criterio del tamaño se mide por el porcentaje de participación o de control poseído en la nueva empresa.
- f) La porción de capital detentada en la nueva empresa por una de las partes de la fusión no debe depender de los beneficios realizados por la actividad que ésta detentara antes de la fusión.

Más delante, en mayo de 1993 aparecía un nuevo borrador de norma, el *Financial Reporting Exposure Draft 6* (FRED 6) en el que se endurecían las condiciones relativas a la distinción del concepto de fusión previamente expuestas en el ED 48. Este debate culminaría un año más tarde con la publicación del FRS 6, en el que se establece una definición y caracterización muy similar a la de su correspondiente borrador.

En particular, en esta última norma, la adquisición de empresas es definida indicando que se trata de aquella combinación de empresas que no es una fusión. Se añade que en muchas ocasiones, los accionistas de la empresa adquirida no obtienen una participación continuada en la entidad resultante, sino que venden sus participaciones a cambio de efectivo u otra contraprestación distinta a acciones. Además también se produce una adquisición cuando todas las partes que intervienen en una combinación mantienen una participación en la entidad combinada, pero tales partes no se unen en términos iguales, ya que una de ellas posee un mayor grado de influencia que las demás y es vista como adquirente de las otras entidades a cambio de acciones en la entidad combinada. Una adquisición por lo tanto, es una transacción en la que, en esencia se produce la aplicación de recursos por la entidad adquirente para obtener el control de una o más entidades, mediante el pago de dinero o transferencia de otros activos, contrayéndose para tal fin obligaciones o incurriéndose en la emisión de acciones (párrafo 45).

Vemos, pues, como existe una gran semejanza con la definición de adquisición expuesta en la NIC 22 del IASC. Las similitudes son constantes, hasta tal punto que ello mismo es reconocido en el propio FRS 6.

En relación al concepto de *acquisition* Sudarsanam (1995, 161) indica que en una adquisición la compañía adquirente compra las participaciones de los accionistas de la empresa adquirida. Mientras que en la fusión los dos grupos de accionistas de las empresas fusionadas continúan manteniendo sus participaciones, pero ahora las unen en una nueva compañía.

Por otro lado, el FRS 7 indica que la adquisición es:

“Una combinación de empresas que es contabilizada usando el método contable de la compra” (párrafo 2).

Si fijamos nuestro interés en la noción de fusión, el FRS 6 especifica sobre ella, que se trata de:

“una concentración de empresas que tiene como resultado la creación de una nueva entidad que presenta estados financieros formados de las partes en concentración, en la que los accionistas de las entidades se reúnen en una sociedad esencialmente igual para la participación mutua en los riesgos y beneficios en la sociedad resultante, y en la que ninguna parte, en esencia, obtiene control sobre la otra, o dicho de otro modo que sea

dominante, ya sea en virtud de la proporción de los derechos de sus accionistas en la entidad resultante, ya sea por la influencia de sus directivos o cualquier otra."

Pero además se explicita que para que una fusión cumpla la anterior definición debe satisfacer cinco requisitos (párrafos 6 a 11). El no hallar cualquiera de ellos impide que la combinación pueda ser contabilizada como una fusión:

1º Sobre el papel que cada parte ha desarrollado en la combinación.

Ninguna de las partes intervinientes en la concentración, puede ser descrita como adquirente o adquirida por su propia junta o administración o por otra parte que intervenga en la operación.

2º Relativo a la participación de cada parte de la combinación en la elección de la dirección de la entidad combinada.

Todas las partes participan en la elección de la estructura directiva y en la selección del personal directivo, tales decisiones se toman sobre la base de un consenso entre las partes, más que puramente mediante el ejercicio de los derechos de voto.

3º En relación con los tamaños relativos de las partes en combinación.

El tamaño relativo de las entidades combinadas es semejante ya que ninguna de ellas es dominada en virtud de su tamaño relativo.

4º Referente a si los accionistas de las entidades combinadas reciben cualquier otra contraprestación mas que acciones proporcionales en la empresa resultante.

La contraprestación equitativa recibida por los accionistas de las empresas en concentración, consiste principalmente en una participación proporcional en el capital de la entidad resultante y cualquier otra contraprestación distinta debe representar una parte insignificante del valor razonable de dicha contraprestación.

Cuando una de las empresas combinadas haya adquirido, dentro de los dos años anteriores a la combinación, acciones en otra de las entidades participantes en la concentración, la contraprestación de la adquisición debe ser tenida en cuenta al efecto de determinar si este requisito ha sido satisfecho.

En la contraprestación no debe incluirse la distribución relativa a los intereses de los accionistas minoritarios.

- 5º Sobre si los accionistas de las empresas combinadas mantienen una participación en los rendimientos de sólo parte de la empresa combinada.

Los accionistas de cualquiera de las entidades combinadas no mantienen ninguna participación importante en los rendimientos futuros de sólo una parte de la entidad resultante.

En este sentido se estipula que ningún accionista de cualquiera de las empresas combinadas puede mantener tal clase de participación.

En este mismo pronunciamiento, se señala además (párrafo 44) que una fusión constituye un caso particular de combinación de empresas en el que dos o más partes se unen para alcanzar la participación mutua de los beneficios y riesgos derivados de la empresa combinada, en la que es sustancialmente, una sociedad igual. En donde, ninguna parte puede ser considerada como adquirente del control de otra, o convertirse en controlada por otra, y los estados contables de la entidad resultante de la combinación deben ser contemplados como los de una nueva entidad ampliada, en la cual se produce la continuación de cada una de las entidades concentradas.

Es más, la dificultad inherente a la distinción de ambas figuras, se constata en el hecho de que en el FRS 6 se dedica una buena parte de su extensión (párrafos 54 a 77) a profundizar y desarrollar cada uno de los cinco mencionados requisitos o condiciones estipulados en la definición de fusión, pudiendo sintetizarse tal contenido como sigue.

En primer lugar, es preciso mencionar que, considerados en forma individual estos requisitos son insuficientes para definir la cualidad intangible de una verdadera fusión y pueden parecer arbitrarios. No obstante, si son tomados en su conjunto, éstos proporcionan un método razonable para determinar si una determinada combinación de empresas se encuentra dentro de la definición de fusión y de esta manera puede ser contabilizada como una fusión.

Para aplicar los criterios, es necesario considerar la verdadera esencia y no la forma de los acuerdos, así como tener en cuenta toda información relevante relativa a la combinación. Es importante contemplar la transacción como una totalidad. La inmensa mayoría de las combinaciones de empresas serán adquisiciones y sólo en raras circunstancias una combinación cumplirá todas las condiciones detalladas para ser tratada como una fusión.

1ª Condición: relativa al papel de las partes

- En esencia, el rasgo distintivo de una fusión es que represente una auténtica combinación de intereses. Esta última no puede existir si una parte se describe a sí misma, como poseedora de un papel dominante (adquirente) u otra parte se describe como subordinada con un papel de adquirida.
- Cuando los términos de intercambio de acción por acción indican que una parte ha pagado una prima sobre el valor de mercado de las acciones adquiridas, esto constituye una evidencia de que una parte ha tomado el papel de adquirente, ello en el supuesto de no existir otra explicación clara al pago de esta aparente prima.
- Las circunstancias que rodean a la transacción pueden proveer evidencia que indique la naturaleza de la combinación. Las siguientes deberían ser tenidas en cuenta, si bien no como individualmente concluyentes: la forma en la que la combinación ha sido realizada, los planes para las futuras operaciones de las entidades concentradas (por ejemplo, si cualquier cierre o venta está más relacionado con una parte que con la otra), la imagen propuesta para la compañía (como el nombre, el logotipo, la localización de las oficinas principales, etc.).
Además, cuando una parte de una combinación es una compañía que cotiza en Bolsa, el contenido de las comunicaciones con sus accionistas es probablemente también relevante para determinar la sustancia de la transacción.

2ª Condición: Dominio de la dirección

- La característica esencial de una verdadera combinación de intereses que refuerza la definición de una fusión, consiste en que todas las partes de la combinación estén involucradas para determinar la dirección de la entidad

combinada y alcanzar un consenso en la estructura apropiada del personal. Si las decisiones sólo han podido ser alcanzadas por el ejercicio de la mayoría de derechos de votos en contra de los deseos de una o, de parte de las sociedades en concentración, esto indica que la combinación no es una auténtica fusión. Sin embargo, esto no excluye la posibilidad de que todo o la mayoría del equipo de dirección de la entidad combinada proceda de una sola de las partes, siempre que refleje claramente los anhelos de todas las partes concentradas.

- Para aplicar este examen o test, es necesario considerar no sólo la estructura formal de la dirección, sino también la identificación de todas las personas envueltas en las principales decisiones financieras y operativas y la forma en que el proceso de toma de decisiones opere en la práctica, en la entidad combinada.
- Normalmente la dirección de la empresa combinada desea contar con representantes de cada una de las partes que se concentran. El hecho de que, la estructura y personal de la alta dirección de la compañía combinada pertenezca sobre todo a una de las partes que se combinan, es un criterio que no debiera ser utilizado; a menos que esté claro que todas las partes de la fusión han participado verdaderamente en tal decisión.

3ª Condición: relativa al tamaño de las partes

- Cuando una parte es sustancialmente mayor que las restantes, esto podría ser interpretado en el sentido de considerar que ésta puede o podría dominar a la empresa combinada.
- Se puede presumir que una parte es dominante si es mayor en más del 50 por ciento que cada una de las otras partes de la combinación, calculado tomando como referencia la propiedad de las participaciones, esto es, considerando la participación proporcional en la entidad combinada atribuible a los accionistas de cada una de las partes que se combinan. Sin embargo, esta presunción puede ser refutada si puede probarse de forma evidente que no existe dominante. Otros factores, como acuerdos sobre acciones con derecho a voto a fin de crear dominios u otro tipo de pactos,

pueden significar que una parte de la combinación tenga más influencia, que la que indica su tamaño relativo. Tales circunstancias deberían ser comunicadas y explicadas.

En resumen, esta última condición del FRS 6 la podríamos expresar de forma matemática como:

$$N > n (1 + 0,5)$$

Siendo, $N =$ el nº de participaciones de la sociedad dominante.

$n =$ el nº de participaciones de cada una de las sociedades dominadas.

Y, suponiendo que todas las participaciones tienen el mismo valor nominal.

4ª Condición: Contraprestación no equitativa

- La Ley de Sociedades estipula que una de las condiciones para contabilizar la fusión es que el valor razonable de cualquier otra contraprestación distinta a las acciones proporcionales emitidas no debe exceder del 10 por ciento del valor nominal de dichas acciones.
Esta 4ª condición, además exige que todos los acuerdos realizados en conjunción con la combinación, deben ser hechos teniendo en cuenta este requisito. Y así, si se produjo la venta de las acciones en el mercado o se efectuó una venta privadamente, ésta debería haber sido tratada como origen de un aumento de la contraprestación no equitativa.
- Si una entidad ha adquirido una participación en otra a cambio de una contraprestación no equitativa, o se han reducido los derechos en acciones equitativas significativamente, dentro de los límites de los dos años anteriores a que estas entidades se combinaran esta contraprestación debería ser contemplada como una parte de la contraprestación para el propósito de determinar si esta condición ha sido cumplida.

- Una combinación empresarial puede no ser contabilizada como una fusión si una gran parte de la contraprestación ofrecida por la entidad emisora a una parte de los accionistas se realiza en forma de acciones con derechos sustancialmente restringidos.

5ª Condición. Minorías

- La 5ª condición concierne a si una de las empresas combinadas retiene una participación en sólo parte de la entidad combinada. El concepto de una fusión consiste en que los participantes entran a formar parte en una mutua participación de riesgos y beneficios de la totalidad de la nueva entidad, incluyendo la unión de resultados futuros de la entidad combinada. Este criterio es incompatible con que ciertos participantes posean una participación preferencial en una parte de la entidad combinada. Esta condición, por lo tanto, no se cumple si la participación equitativa en la entidad combinada de los accionistas de una de las partes de la combinación ha dependido de cualquier extensión material en la postcombinación.
- Este criterio de la misma manera, no se ha satisfecho, si existe cualquier minoría material (definida en la ley de sociedades como el 10 por ciento) de accionistas de una de las partes en concentración, que no ha aceptado los términos de la oferta de combinación.
- Esta condición podría no ser invalidada necesariamente por un acuerdo en la distribución de la contraprestación entre los accionistas de las partes en concentración, si ello depende de la determinación del eventual valor de una obligación o activo aportado por una de las partes o el eventual valor de la venta de un activo específico poseído por una de las partes.

Por otra parte, quisiéramos significar que en el Reino Unido al igual que en Estados Unidos, estas combinaciones empresariales pueden hallarse fiscalmente exentas cuando cumplen determinadas condiciones. Cuestión que abordaremos en el subapartado III. 2 del presente capítulo.

III.1.5. LA POSICIÓN ADOPTADA EN ESPAÑA

En el BNCFES, atendiendo al substrato económico de la operación de concentración, se distinguen claramente tres formas diferentes de fusión, a saber:

- las “fusiones de intereses”.
- las “fusiones de adquisición”, y por último
- las “fusiones impropias”.

Las primeras no son definidas expresamente, sino que de ellas se dice en la introducción de este Borrador que se trata de:

“aquellas fusiones que tienen por objeto la integración de sociedades de similares dimensiones, en las que no se podría establecer que ninguna de las sociedades intervinientes (ni los socios de las mismas) prevalece sobre las demás”.

Con respecto a las “fusiones de adquisición”, se indica que en ellas existe una sociedad de dimensiones considerablemente mayores que las del resto, de tal suerte que ésta puede considerarse ampliada al agregarse las demás; considerándose que

“... la sociedad que prevalece “adquiere” a las restantes empresas que intervienen en el proceso”.

En este caso se acude al tamaño de los patrimonios reales aportados en la fusión, para poder diferenciar esta forma de fusión. Ahora bien, el criterio adoptado no consiste en diferenciar a la empresa dominante o adquirente, sino que se ha optado por caracterizar a las sociedades adquiridas. La razón de ello radica en que en el supuesto de identificar a la empresa adquirente, surgirían, sin duda, importantes dificultades para ello, cuando en la concentración participasen más de dos sociedades, máxime cuando algunas de ellas pueden tener tamaños similares y otras no, y además pueden existir vínculos accionariales entre las mismas.

Dicho esto, pasemos a ver la definición prevista de sociedades adquiridas.

En principio y siempre, que no sea posible probar lo contrario se presumirá, para

la situación en que sean solamente dos las sociedades que se fusionan, que una de ellas es adquirida si (art. 18.2):

- su patrimonio real es inferior al 50 por ciento del patrimonio real de la otra sociedad participante (la adquirente). Esta cualidad, matemáticamente podría expresarse como:

$$PRa < 0,5 PR$$

Donde:

PRa = el patrimonio real de la sociedad adquirida.

PR = el patrimonio real de la sociedad adquirente.

Cuando la fusión se produce entre más de dos empresas, las sociedades adquiridas serán aquellas que cumplan simultáneamente las dos siguientes restricciones (art. 18.3):

- a) Que el patrimonio real de la “*sociedad adquirida*” sea inferior al 50 por ciento del patrimonio real de la sociedad involucrada que lo tenga mayor. Análogamente, en forma matemática sería:

$$PRa < 0,5 PRm$$

Siendo:

PRa = el patrimonio real de la sociedad adquirida.

PRm = el patrimonio real de la sociedad que mayor lo tenga.

- b) Que la suma de los patrimonios reales de las sociedades adquiridas sea inferior al 50 por ciento de la suma de los de todas las sociedades intervinientes en la fusión. Tal restricción pensamos, podría representarse a través de la siguiente desigualdad:

$$\sum_i PRa < 0,5 \sum_j PRt$$

Siendo: $i= 1...m$; y
 $j= 1...n$ donde se cumple que $n= m+ 1$

$PRa=$ el patrimonio real de cada una de las sociedades adquiridas.

$PRt=$ el patrimonio real de todas las sociedades que participan en la fusión.

Conviene hacer constar, que el concepto de “sociedad adquirida”, no implica que ésta equivalga a sociedad absorbida desde el plano legal, pues perfectamente la sociedad que actúe como absorbente puede ser aquella de tamaño significativamente menor. En este punto, coincidimos con los profesores Labatut y Pardo (1995, 43) pues como ellos consideramos un acierto la definición de la figura de “sociedad adquirida” y no el de hacerla coincidir con la absorbida.

Veamos a continuación lo especificado sobre las “fusiones impropias”. Al respecto en la introducción del Borrador se expone que se trata de aquellas fusiones en las que la unidad económica subyacente *de facto*, es anterior a la unidad jurídica que se origina al realizarse la operación de fusión. Y en consecuencia, la nota distintiva de esta tercera categoría, radica en que la fusión se lleve a cabo entre “sociedades vinculadas”.

A tal efecto, se entiende por éstas últimas a (art.20):

“...aquéllas entre las que exista una relación de dominio, directa o indirecta, de las previstas en el artículo 42.1 del Código de Comercio o aquéllas que estén dominadas, directa o indirectamente, por una misma entidad o persona física o conjunto de ellas que actúen de forma coordinada.”

El Código de Comercio en el mencionado artículo señala sobre la cuestión, que existe una relación de dominio entre una sociedad denominada dominante y otra sociedad de la que es socio (la dominada), cuando la primera se encuentre en alguna de las subsiguientes posiciones respecto a la segunda, a saber:

1. Que posea la mayoría de los derechos de voto, es decir, la titularidad directa o mediante persona interpuesta de más del 50 por ciento del capital social de la sociedad dominada.
2. Que se halle en disposición de nombrar y destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración.

3. Que posea la capacidad de lograr la mayoría mediante acuerdo con otros socios.
4. Que se encuentre en mayoría en el órgano de administración durante los tres últimos ejercicios, procediendo a nombrar a los miembros de esa mayoría a través de sólo sus votos.

Hay que significar, sin embargo, que a excepción del primer apartado, en el que se establece una condición que es posible cuantificar de forma objetiva, el resto de supuestos son, de muy difícil comprobación. Y lo mismo, puede argumentarse sobre la última parte del contenido de la definición de “sociedades vinculadas”, esto es, sobre el dominio directo o indirecto “*por una misma entidad o persona física o conjunto de ellas que actúen de forma coordinada*”. Esta definición de “sociedades vinculadas”, tiene su antecedente en la Norma de Elaboración de las Cuentas Anuales número 11, contenida en la Cuarta parte del PGC.

Dentro de esta tercera categoría de fusión, cabe subrayar el caso de absorción de una sociedad de la que la absorbente posee el 100 por ciento de sus derechos de voto, supuesto que se halla estipulado en el artículo 250 del TRLSA. Aquí no cabe ninguna duda de que previamente a realizarse la fusión, ya formaban ambas sociedades una unidad económica, que al fusionarse recibe su reconocimiento legal.

Los términos empleados en el BNCFES, para referirse a las tres formas de fusión reseñadas, según Ayala Blanco (1994, 88) tienen sus precedentes en la Recomendación de la *Ordre des experts comptables...* francesa número 1.14, sobre las uniones de empresas, de noviembre de 1983. En ella, se diferenciaban las *restructurations internes*, comparables con las “fusiones impropias” o entre sociedades vinculadas del Borrador, las *associations d'intérêt* que equivalen a sus homónimas españolas y, finalmente las *acquisitions ou prises de controle* que se corresponden con las “fusiones de adquisición” previstas en España. Es más, considera este autor que, las consecuencias en el plano contable que se derivan de la pertenencia de una fusión a cada una de las tres categorías descritas en la mencionada Recomendación, resultan semejantes a las contenidas en el texto español. Y sólo difieren en el supuesto de *associations d'intérêt* con creación de nueva sociedad, en la que se establece que los registros contables de los elementos patrimoniales transferidos lo sean por sus valores reales de fusión, mientras que el Borrador español, sostiene que el hecho de que la fusión se realice mediante la creación de una nueva sociedad o por absorción no debe suponer un tratamiento contable distinto, por lo que dichos elementos patrimoniales serán registrados por sus valores contables preexistentes.

Si bien, Francia tampoco ha sido ajena a la intensa actividad de revisión de normas contables relativas a este ámbito y, en este sentido, el 11 de julio de 1997 el *Comité d'Urgence du Conseil National de la Compatibilité* publicó un pronunciamiento referido a las normas contables aplicables a una adquisición en una combinación empresarial (Befec-Price Waterhouse, 1997).

Las tres modalidades recogidas en el Borrador conllevan, pues, un diferente tratamiento contable y valorativo, es decir, a ellas corresponde utilizar distintas normas de valoración, todo ello en aplicación del principio de precio de adquisición (Introducción del BNCFES). En efecto, a modo de apunte, podemos mencionar que en relación con las “fusiones de intereses” se establece que el patrimonio de las sociedades transferidas sea contabilizado en la sociedad resultante de la fusión, por su valor contable anterior a la concentración, aunque se admiten pequeños ajustes valorativos ocasionados por el empleo de técnicas contables diferentes (por ejemplo, en los procedimientos de amortización). En cambio, en las “fusiones de adquisición” el registro contable de los patrimonios transferidos debe hacerse por su valor real, el cual no podrá superar al valor de mercado. Por último, en las “fusiones impropias”, en general se mantendrá el valor contable del patrimonio preexistente a la fusión, en consonancia con los criterios expresados en las Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas (Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre).

En definitiva, de acuerdo con lo anteriormente expuesto, la ubicación de una fusión dentro de estas tres categorías supone importantes repercusiones económicas, contables y también, claro está, fiscales.

No queremos desaprovechar la ocasión, para insistir sobre una importante cuestión: cualquiera de estas tres formas de fusión, pueden realizarse a través de la creación de una nueva sociedad o mediante la absorción por una sociedad preexistente tal como se halla previsto en el TRLSA. Y, más aún, de acuerdo con la Introducción del Borrador, estas diferentes formas de fusión no deben conducir a que las cuentas anuales de la sociedad de nueva constitución o en su caso la absorbente, presente diferencias. Y ello, porque de la aplicación del principio de imagen fiel se deriva entre otros aspectos, el predominio del fondo sobre la forma, de manera que el procedimiento concreto elegido no debe suponer, en principio, repercusiones en las cuentas anuales de la sociedad resultado de la fusión.

De cuanto hemos expuesto, la caracterización de las diferentes manifestaciones de fusión contempladas, podría resumirse tal como mostramos en el cuadro 37.

CUADRO 37

Delimitación de las formas de fusión según el BNCFES

FORMA DE FUSIÓN	FUSIONES DE INTERESES	FUSIONES DE ADQUISICIÓN	FUSIONES IMPROPIAS
FONDO ECONÓMICO SUBYACENTE	Yuxtaposición de sociedades	Ampliación de la sociedad/es adquirente/s	Reconocimiento legal de una unidad económica preexistente
ELEMENTO DIFERENCIADOR	Sociedades de tamaños similares	Existe, al menos, una sociedad de tamaño notoriamente mayor que el resto	Se trata de sociedades vinculadas
REQUISITOS ESPECÍFICOS	No cumplir los especificados sobre las fusiones de adquisición	<p>\exists sociedad/es adquirida/s:</p> <p>a) Fusión de dos sociedades Si $PRa < 0,5 PR$</p> <p>b) Fusión de más de dos sociedades Si se cumple a la vez que: $Pr a < 0,5 Pr m$</p> $\sum_i Pr a < 0,5 \sum_j Pr t$	<p>-\exists relación de dominio de las previstas en el art. 24.1 del Código de Comercio.</p> <p>- Sociedades dominadas, directa o indirectamente por una misma entidad o persona física o conjunto de ellas que actúen de forma coordinada.</p>
REGISTRO CONTABLE DE LOS PATRIMONIOS TRANSFERIDOS	Por su valor contable	Por su valor real para las sociedades adquiridas y valor contable para sociedades adquirentes	Por valor derivado de las Normas para Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas

Llegado este momento, resulta conveniente resaltar que, en el BNCFES (veáse su introducción) se parte de la consideración de que las fusiones, en general, por su trasfondo económico responden esencialmente a la forma de “fusiones de intereses”. En cambio, no se establece una detallada relación de cuáles son las características o condiciones que debe cumplir una fusión para ser calificada como “de intereses”, sino que, a tenor de lo anteriormente indicado, los requisitos más pormenorizados se fijan en relación con las “fusiones de adquisición”.

De cuanto antecede, y siguiendo al profesor Larriba (1994a,16) queda claro que las fusiones pueden clasificarse en atención a sus tamaños relativos y también según la existencia o no de vinculación previa entre las sociedades implicadas en el proceso. De acuerdo con el primer criterio, podemos establecer la siguiente clasificación:

- *Fusiones de interés*: cuando se fusionan empresas de tamaños similares. De manera, que la fusión se realiza entre iguales y no prevalece ninguna sociedad ni socios sobre los demás.
- *Fusiones de adquisición*: aquéllas en las que se produce un desequilibrio evidente entre los patrimonios reales de la sociedad o conjunto de sociedades que actúan como adquirentes en relación con el patrimonio de las adquiridas.

Y en virtud del último criterio, cabe hablar de:

- *Fusiones de entidades vinculadas*: equivalen a las “fusiones impropias”.
Dentro de ellas, consideramos que también cabría incluir el supuesto de absorción de sociedad íntegramente participada.
- *Fusiones de entidades independientes*: aquéllas celebradas entre sociedades entre las que no existe ningún vínculo de dependencia con anterioridad a la celebración de la concentración.

Creemos, no obstante, que los tipos de fusiones contenidos en el Borrador, pueden albergar una tercera clasificación. Para ello nos basamos en la mención expresa que en el mismo se hace (art. 27.1.) sobre los supuestos de fusión de uno o varios patrimonios escindidos con dos o más sociedades preexistentes; referencia realizada al efecto de indicar

que a los patrimonios escindidos deben ser aplicadas las reglas previstas sobre escisiones y, al de las sociedades participantes, las reglas establecidas para las fusiones.

En consecuencia, según se trate de una fusión realizada con la participación o no de patrimonios escindidos, podemos clasificar las fusiones en:

- *Fusión en la que sólo participan sociedades:* aquéllas en las que no se fusiona ningún patrimonio previamente escindido.
- *Fusión en la que participa, al menos un patrimonio escindido:* A la que podemos denominar como “fusión-escisión”. Pudiéndose distinguir a su vez, la fusión celebrada sólo entre patrimonios escindidos y aquella otra fusión en la que intervienen conjuntamente sociedades y patrimonios escindidos.

Como colofón, debe señalarse, que nada impide que, en la realidad, se produzcan fusiones en las que se entremezclen las diferentes formas examinadas. Consciente de ello, el Borrador en su Introducción, distingue las llamadas “fusiones mixtas”, que son aquéllas en las que puede existir simultáneamente una “fusión de intereses”, la adquisición de una sociedad, unida o no de la existencia de sociedades vinculadas.

Combinando las diferentes clasificaciones e incluyendo esta última variedad de fusión, podemos decir que cabe distinguir:

- *Fusiones de intereses*
- *Fusiones de adquisición*
- *Fusiones impropias*
- *Fusiones entre sociedades no vinculadas*
- *Fusión-escisión*
- *Fusión sin intervención de patrimonios escindidos, y*
- *Fusión mixta.*

III.1.6. ESTUDIO COMPARADO

Podemos observar que una primera diferencia que separa el tratamiento previsto en España, al de resto de normas, reside en el hecho de que se considera a las “fusiones de intereses”, que salvando distancias pueden asimilarse a las uniones de intereses (o fusiones en el caso del Reino Unido), como la modalidad más habitual de fusión, aunque se

reconocen que las fusiones de adquisición pueden ser abundantes en la práctica. En contraposición, en el resto de pronunciamientos examinados, las uniones de intereses (o fusiones) constituyen formas raras o inusuales de combinación, considerándose a las adquisiciones la vía más generalizada de combinación.

Además en el BNCFES se especifican un número mayor de tipos de fusión, que en el resto se reduce a diferenciar las uniones de intereses (o fusiones en el Reino Unido) y las adquisiciones. Pensamos que es más acertada esta última vía, por cuanto el separar ambos conceptos ya supone una tarea ardua, que puede ciertamente complicarse en la medida en que aumente el número de formas que deben ser delimitadas. Máxime cuando la localización del proceso en cada modalidad es una cuestión tan importante por sus repercusiones económicas y fiscales.

Quisiéramos dejar constancia, que con el propósito de facilitar la comparación y el análisis hemos simplificado las acepciones del concepto de fusión contempladas en el BNCFES, y a tal fin hemos considerado exclusivamente las denominadas “fusión de intereses” y “fusión de adquisición”. Las primeras han sido estudiadas respectivamente en relación con las uniones de intereses (contenidas en los pronunciamientos del IASC y de Estados Unidos) y, asimismo, las fusiones (*mergers*) previstas en las normas del Reino Unido. Mientras que por su parte, las “fusiones de adquisición” lo han sido en relación con las denominadas *acquisitions* previstas en el resto de pronunciamientos. Esta conexión pensamos es coherente con el contenido esencial que en cada uno de ellos se recoge.

Fijando nuestra atención en el concepto de adquisición, hay que señalar en primer término, que para su distinción en los diferentes ámbitos analizados, se emplea como criterio general la definición, bien de la empresa adquirente (o dominante), bien de la empresa adquirida. Los mecanismos adoptados para alcanzar tal propósito se basan fundamentalmente en el tamaño de los patrimonios de las empresas combinadas o en el número de acciones poseídas.

Las principales diferencias y similitudes que sobre esta cuestión hemos constatado en los diferentes textos contables, se recogen de manera sinóptica en el cuadro que sigue.

CUADRO 38

Estudio comparado del concepto de combinaciones de adquisición

ÁMBITO	SOCIEDAD IDENTIFICADA	CRITERIO GENERAL	REQUISITOS ESPECÍFICOS
IASC	Adquirente	Nº acciones poseídas y otras formas de control	<ul style="list-style-type: none"> • $D > 0,5 d$ • Control de la mayoría de derechos de voto. • Control del consejo de administración. • $Va > V$ • Pago en efectivo • Control de la dirección.
ESTADOS UNIDOS	Adquirente	Nº de acciones poseídas	No satisfacer los previstos sobre "uniones de intereses"
REINO UNIDO	Dominante	Nº de acciones poseídas	$N < n(1 + 0,5)$
ESPAÑA	Adquirida	Valor del patrimonio real aportado	<ul style="list-style-type: none"> • \exists dos sociedades fusionadas: $PRa < 0,5 PR$ • \exists más de dos sociedades: $PRa < 0,5 PRm$ $\sum PRa < 0,5 \sum PRt$ $i \quad j$

Asimismo, hay que poner de relieve que, quizás la principal diferencia que separa a la normativa del IASC de las restantes se refiera a la existencia en la NIC 22 de las denominadas “adquisiciones inversas”.

Fijando nuestra atención, sobre las fusiones o uniones de intereses, Mazarracín (1994, 299-302) propone tomando como objeto de análisis el APB 16, la NIC 22 y por último el FRED 6 del Reino Unido, agrupar los rasgos identificadores de esta forma de fusión, de acuerdo con cuatro aspectos, a saber:

- Relaciones previas entre las sociedades fusionadas.
- Participación de los socios en la sociedad producto de la fusión.
- Tamaños de las sociedades, y
- Estructura y personal directivo.

Por su parte Garrido y Gómez (1996, 110) consideran como elementos distintivos de las uniones de intereses los contenidos en el subsiguiente cuadro:

CUADRO 39

Rasgos definidores de las uniones de intereses

<i>La contraprestación de la operación se efectúa básicamente mediante intercambio de acciones.</i>
<i>La concentración se realiza entre empresas sin relación accionarial significativa.</i>
<i>La combinación se lleva a cabo entre empresas de tamaños semejantes.</i>
<i>Los propietarios de la empresa resultante coinciden con los de las empresas intervinientes.</i>
<i>Los equipos directivos suelen integrarse en la empresa resultante.</i>
<i>Los accionistas mantienen su participación relativa en el capital de la sociedad combinada.</i>
<i>No puede distinguirse ninguna empresa adquirente.</i>
<i>Las empresas adoptan el acuerdo de forma consensuada.</i>
<i>Ausencia de transacciones planificadas.</i>

Por nuestra parte, consideramos que también es posible realizar un estudio comparado en relación con los siguientes items, a tenor de la diferente normativa que ha sido recogida en los cuadros 33,34 y 35, así como el BNCFES:

- A:** \exists coparticipación mutua en riesgos y beneficios.
- B:** La contraprestación se realiza fundamentalmente mediante el intercambio de acciones.
- C:** Prácticamente la totalidad de accionistas se concentran en una sola entidad.
- D:** \exists la posibilidad de identificar a una sociedad adquirente /o adquirida.
- E:** La gerencia de las empresas participantes en la fusión prosigue en la empresa combinada y es elegida mediante consenso.
- F:** \exists independencia previa entre las empresas combinadas.
- G:** Contraprestación permitida distinta a acciones.
- H:** Ausencia de transacciones planificadas.
- I:** Los accionistas mantienen una participación equitativa en la empresa fruto de la fusión.
- J:** Las empresas son de tamaños similares.

En atención a estos elementos caracterizadores y a la vez, distintivos, pueden extraerse los resultados que figuran en el cuadro en el cuadro 40.

CUADRO 40

Estudio comparado del concepto de las combinaciones de uniones de intereses

ITEM DISTINTIVO	IASC	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	ESPAÑA
A	Sí	Sí	Sí	No
B	Sí	Sí	Sí	No
C	Sí	Sí(límite mínimo 90 %)	Sí (90 %)	No
D	Sí	Sí	Sí	Sí
E	Sí	Sí	Sí	No
F	No	Sí(límite máximo permitido 10 %)	Sí	No
G	Insignificante	10 %	10 %	—
H	Sí	Sí	Sí	No
I	Sí	Sí	Sí	No
J	Sí (expresados en sus valores de mercado)	No	Sí	Sí

Por lo que respecta al ítem C, esto es, al hecho de que la totalidad o prácticamente la totalidad de accionistas se concentra en una sola entidad, indicar que para Estados Unidos y el Reino Unido, sólo se admite un 10 por ciento del capital relativo a intereses minoritarios, por lo que el 90 por ciento restante, es el límite mínimo de accionistas que deben incorporarse en la sociedad combinada. Sin embargo, en el BNCFES no se especifica nada sobre la cuestión.

Con respecto a la independencia de las compañías implicadas, el APB 16 es el más exigente, al establecer como límite máximo el 10 por ciento, reconociéndose también en las normas del IASC y del Reino Unido. En el caso del BNCFES, si nos referimos a las denominadas “fusiones de intereses”, no se halla ninguna especificación al respecto (de ahí que no se contemple en nuestro análisis, conforme al marco delimitado del mismo), pero no hay que olvidar que se tipifica una figura especial, cual es la “fusión impropia”, que tal y como hemos dicho, se refiere expresamente a fusiones entre empresas combinadas.

Es de advertir, también que sobre la contraprestación permitida distinta a acciones, aunque el BNCFES no hace ninguna mención, tal como hemos visto al desarrollar el tratamiento legal previsto para las fusiones, en el TRLSA (art. 247.2) se establece un porcentaje del 10 por ciento del valor nominal de las acciones atribuidas.

Al margen de los comentarios anteriores queda patente, pues, que existe un gran paralelismo entre el contenido de los pronunciamientos del IASC y los emitidos por organismos del Reino Unido y de Estados Unidos.

Si bien, las condiciones establecidas para identificar una unión de intereses contenidas en la normativa del IASC después de la última revisión de la NIC 22 son más restrictivas que las previstas en el APB 16 de Estados Unidos para delimitar *the pooling of interest* (Price Waterhouse, 1995, 58).

La normativa del ICAC español, se halla bastante alejada de las restantes, las condiciones exigidas son muy reducidas en comparación con los primeros, lo que demuestra que los planteamientos utilizados difieren del modelo seguido en los países anglosajones en sintonía con el modelo continental, más cercano al modelo francés.

Mucho nos tememos, que en el supuesto de aplicación de tal Borrador, en este aspecto surgirán notables dificultades, pues la práctica ha demostrado que la falta de fijación de criterios escrupulosos y detallados sobre las dos formas de fusión (adquisición y unión de intereses), supone un gran riesgo de manipulación por parte de las empresas, a fin de “aparentar” ser aquella forma de fusión más acorde con sus intereses bursátiles, o fiscales, y económicos en general. Valga como ejemplo, el sucesivo proceso de mejora y evolución que sufrieron normas como las de Estados Unidos o las del Reino Unido.

En especial, queremos hacer patente que uno de los inconvenientes surgidos en Estados Unidos por el empleo del método de la unión de intereses, tal y como fue establecido en sus primeros pronunciamientos, consistió en que al permitir incorporar éstos,

los beneficios de las cuentas de pérdidas y ganancias de las empresas fusionadas (con independencia de la fecha en que se realizara la concentración) ello hacía incrementar notablemente los beneficios por acción de la empresa resultado de la combinación. Tal fenómeno se producía siempre que el ratio PER (relación precio/ beneficio) de la empresa o empresas adquiridas fuera inferior al de la empresa adquirente, de manera que ello desembocó en una elevación de la cotización de las acciones de la empresa combinada, que no se hallaba respaldada con un verdadero substrato económico. Proceso que acabó con el desplome del precio de las acciones en el mercado financiero, tras una acumulación paulatina de este mecanismo, que hizo que muchas empresas absorbieran a otras sólo con el fin de incrementar espectacularmente su cotización bursátil (Durán, 1977, 156-157).

Estos acontecimientos obligaron a una profunda reestructuración de los procedimientos contables en Estados Unidos y pueden advertir de las consecuencias que en España pueden derivarse de no realizar una escrupulosa separación de conceptos cuando el empleo de los procedimientos contables asignados a ellos puede implicar tales repercusiones.

Sobre todo cuando existen autores que consideran que en el contexto europeo actual, aún es posible encontrar empresas dispuestas y capaces de seguir tal estrategia (Ballarín *et al.*, 1994).

Todo ello, nos hace reflexionar acerca de los problemas que puede suponer la aplicación del Borrador español, al menos en los términos actuales, pues somos de la opinión que de no delimitarse más claramente y con otros criterios más detallados las manipulaciones efectuadas por las empresas, pueden ser cuanto menos problemáticas. Adviértase que por ejemplo, no se dice nada acerca de la posibilidad de establecer una serie de operaciones planificadas con el fin de manipular los términos de la combinación.

III.2. CONTABILIDAD DE LAS FUSIONES EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL

Una vez analizado el concepto de fusión desde la perspectiva contable, antes de iniciar el estudio de la problemática contable de las fusiones en el marco español, resulta conveniente abordar cuál es el tratamiento contable establecido al respecto en las normas del IASC, así como en los pronunciamientos emitidos en Estados Unidos y el Reino Unido, como países precursores y puntos de referencia dentro del contexto contable internacional y de las fusiones en particular.

Guiados por este propósito, examinamos en primer término las cuestiones más relevantes relativas a los procedimientos contables sobre fusiones en los ámbitos mencionados, tratando de poner de manifiesto las peculiaridades propias de cada uno de ellos.

Tras esta primera etapa, realizamos un análisis comparado entre la distinta normativa contable estudiada que nos permita observar el grado de acercamiento existente entre las mismas y las repercusiones que se derivan de las divergencias entre los distintos procedimientos contables.

III.2.1. EN LA NORMATIVA DEL IASC

En esta normativa se contienen dos métodos distintos para contabilizar las combinaciones empresariales: el método de la compra (*the purchase method*) y el método de la unión de intereses (*the pooling of interest method*).

Hay que indicar que, aunque en la primera versión de la NIC 22 se permitía que ambos métodos fueran aplicados indistintamente a las adquisiciones y a las uniones de intereses, en la actual NIC 22 revisada se destinó exclusivamente la aplicación del método de la compra para contabilizar las adquisiciones y el método de la unión de intereses (también llamado método de la fusión, o método de la puesta de intereses en común) a las uniones de intereses, lo cual a nuestro juicio constituye un acierto pues no tiene sentido que una única operación económica pueda registrarse de formas alternativas, ya que ambos procedimientos presentan importantes discrepancias y, en consecuencia repercusiones económicas significativas para la empresa que resulte de la combinación.

III.2.1.1. El método de la compra en la NIC 22

Este es el procedimiento contable que debe emplearse para contabilizar las combinaciones de empresas calificadas como adquisiciones, tal como fueron anteriormente definidas en el marco de esta normativa y, que, por ende, suelen representar el mayor número de combinaciones empresariales efectuadas.

En este sentido, éste constituye el procedimiento más recomendable para contabilizar la mayor parte de combinaciones empresariales (Gonzalo Angulo, 1993, 224).

Como su propio nombre indica, el rasgo definidor que resume este método consiste en contabilizar la concentración empresarial considerando que en la misma se produce la adquisición de una empresa por otra, de manera que, contablemente la empresa adquirida será registrada por la sociedad adquirente, como si se tratara de contabilizar la compra de un activo, es decir, por su coste de adquisición.

Este último, es igual a la contraprestación entregada por la sociedad adquirente, más cualquier otro coste imputable directamente a la adquisición. Esta contraprestación puede revestir diferentes modalidades: en forma de dinero, títulos u otros activos. De manera que el coste de adquisición estará formado por los gastos inherentes a la adquisición más el importe de efectivo o equivalente pagado por la sociedad adquirente o el valor razonable de cualquier otra contraprestación entregada. Y así, los activos monetarios entregados, los pasivos devengados o las acciones emitidas por la sociedad adquirente como contraprestación se valorarán normalmente, a efectos de determinar el coste de adquisición, por su precio de mercado en la fecha de la operación de intercambio.

No obstante, cuando en relación con los títulos emitidos dicho precio de mercado no constituya una medida fiable o se trate de títulos no cotizados, en tal caso el valor de los títulos emitidos puede estimarse en función de:

- la participación que representan tales títulos en el valor razonable de la empresa adquirente; o
- la participación proporcional en el valor razonable de la empresa adquirida, eligiéndose aquél de los dos que resulte más evidente.

Al llevar a cabo una combinación empresarial de esta naturaleza, resulta evidente

que se producirán una serie de costes inherentes al proceso que, sin embargo, no forman parte del precio o coste de adquisición, sino que serán registrados como gastos en la medida en que éstos se produzcan. Nos referimos a los gastos de registro y emisión de títulos, los honorarios de profesionales que intervienen en la operación, sean asesores legales, contables o de cualquier tipo y, en general otros gastos análogos.

En este método como primer paso se procede a determinar el valor razonable de los activos y pasivos individuales adquiridos que resulten indetectables. Y una vez determinado el valor total de tales activos y pasivos identificables de forma separada, la diferencia que pudiera existir con respecto al coste de adquisición de la combinación, determinará la existencia de un fondo de comercio.

En efecto, si el coste de adquisición supera al valor que se desprende de los activos y pasivos identificables, se tratará de un fondo de comercio positivo (o *goodwill*) y, en caso contrario, será un fondo de comercio negativo (*negative goodwill*). Es por ello por lo que se indica en la propia norma que el fondo de comercio en cualquiera de sus dos manifestaciones se determina como un coste residual.

Como indican Amat y Blake (1996, 108) la valoración constituye en este caso un proceso para asignar la retribución del importe de la compra.

Ahora bien, para poder identificar tales activos y pasivos individuales éstos deben satisfacer dos requisitos (NIC 22, párrafo 27):

- a) Que sea probable que beneficios económicos futuros asociados a ellos afluyan o fluyan desde la empresa adquirente.
- b) Que la sociedad adquirente pueda disponer de una medida fiable de su coste o, valor razonable.

Además del reconocimiento en el balance de situación de la empresa adquirente de los activos, pasivos y en su caso el fondo de comercio de la sociedad adquirida, la empresa adquirente reflejará en su cuenta de pérdidas de ganancias los resultados relativos a las operaciones de la sociedad adquirida. Si bien, éstos sólo se incorporarán a partir de la fecha de la adquisición, considerándose ésta última aquella en la que la sociedad adquirente obtiene efectivamente el control de los activos netos y las operaciones de la empresa adquirida.

1) *Reconocimiento contable del coste de adquisición: existencia de accionistas minoritarios*

A la hora de proceder al reconocimiento contable de la compañía adquirida se especifica un tratamiento contable preferente (o también denominado de referencia) y, otro alternativo. Aunque éste último también está permitido, el primero constituye la opción contable que se considera más correcta.

a) *Tratamiento contable obligatorio*: consiste en valorar los activos y pasivos individuales como el importe acumulado del:

- Valor razonable de los activos y pasivos identificables adquiridos en la fecha de la operación de intercambio, en la proporción que resulten adquiridos como consecuencia de la adquisición.
- A la que se le añadirá la proporción minoritaria de los valores contables previos a la adquisición de los activos y pasivos de la filial.

Asimismo, deberá contabilizarse el fondo de comercio que en su caso hubiera existido.

b) *Tratamiento alternativo*: éste difiere del anterior en que, ahora se admite que dicha proporción minoritaria se refleje por los valores razonables de los activos y pasivos identificables.

De acuerdo con esta última opción, los activos y pasivos identificables de la empresa adquirida se reconocen por sus valores razonables o justiprecios (*fair values*), con independencia de que la sociedad adquirente haya adquirido todo o sólo parte de su capital o, directamente sus activos.

En definitiva, cuando la empresa adquirente no logra el control total de la empresa adquirida, surgen los llamados “intereses minoritarios”, los cuales representan en el contexto de esta normativa internacional, la parte de los resultados y del activo neto de una filial que corresponde a las acciones no poseídas por la empresa matriz directa o indirectamente a través de filiales. Y precisamente, en torno al reconocimiento contable de estos “intereses minoritarios” giran los dos tratamientos contables permitidos por el IASC.

Nótese que esta parte del patrimonio de la empresa adquirida perteneciente a los accionistas minoritarios es la que precisamente no ha sido adquirida con motivo de la combinación, por ello el tratamiento de referencia considera que no deben alterarse los valores contables existentes antes de la adquisición.

A este respecto, quisiéramos destacar que, si centramos nuestro punto de atención en aquellas adquisiciones en las que la sociedad adquirente como consecuencia de la operación adquiere la totalidad del capital de la empresa adquirida, en tal caso sólo existe un tratamiento contable posible, el cual consiste en reflejar el fondo de comercio existente conforme a las normas previstas y la valoración contable de los activos y pasivos individuales identificados por su valor razonable en la fecha de la adquisición.

2) Determinación de los valores razonables

El valor razonable es definido como el importe por el que podrían intercambiarse un activo o un pasivo entre un comprador y un vendedor interesados y con experiencia en condiciones de libre competencia.

Sobre este aspecto, la característica más relevante que conviene resaltar es que, los valores razonables de los activos y pasivos identificables adquiridos se determinan en función del uso al que los pretende destinar la empresa adquirente. En este sentido se indican como criterios orientativos para determinar estos valores razonables los que de forma sinóptica aparecen en el cuadro 41.

CUADRO 41

Criterios de valoración en el método de la compra según el IASC

ELEMENTO ADQUIRIDO	CRITERIO DE VALORACIÓN
TÍTULOS NEGOCIABLES	Valores actuales de mercado.
VALORES NO NEGOCIABLES	Valores estimados en base a: ratios de contabilidad, rentas por dividendos y tasas esperadas de crecimiento de valores de empresas similares.
CUENTAS A COBRAR	Valores actuales de los importes a recibir determinados según tasas actuales de interés menos provisiones por insolvencias y gastos de cobro.
EXISTENCIAS	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Productos terminados y mercaderías</i>: precio de venta menos la suma de los gastos de venta y de un margen razonable de beneficios en productos y mercancías similares. • <i>Productos en curso</i>: precio de venta de productos terminados menos la suma de: gastos hasta su terminación, gastos de venta y un margen razonable de beneficios. • <i>Materias primas</i>: coste actual de reposición.
TERRENOS Y EDIFICIOS	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Destinados a uso en su forma actual</i>: valor de mercado para uso actual. • <i>Destinados a uso diferente al actual</i>: valor de mercado del uso esperado. • <i>Destinados a la venta</i>: valor neto de realización.
MAQUINARIA Y EQUIPOS	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Destinados al uso</i>: valor de mercado estimado mediante tasación. • <i>Destinados temporalmente al uso</i>: el precio más bajo entre el coste actual de reposición para activos similares y el valor neto de realización. • <i>Destinados a la venta</i>: valor neto de realización.
ACTIVOS INTANGIBLES	Valores estimados.
ACTIVOS Y PASIVOS NETOS DE PENSIONES	Valor actuarial corriente de los subsidios prometidos de jubilación menos el valor de mercado de cualesquiera activos del plan.

ELEMENTO ADQUIRIDO	CRITERIO DE VALORACIÓN
ACTIVOS Y PASIVOS FISCALES	Por el importe del beneficio fiscal o los impuestos a pagar valorados desde la perspectiva de la entidad resultante de la combinación, determinándose estos activos o pasivos considerando el efecto fiscal de ajustar los activos y pasivos identificables a sus valores razonables.
CUENTAS Y EFECTOS A PAGAR, DEUDAS A LARGO PLAZO Y OTROS PASIVOS	Valores actuales de los importes a desembolsar determinados a tipos de intereses actuales adecuados.
CONTRATOS DESFAVORABLES Y GASTOS DE CIERRE DE FÁBRICA INHERENTES A LA ADQUISICIÓN	Valores actuales de importes a desembolsar para el desempeño de la obligación determinada a tipos de interés actuales adecuados.

2. Fondo de comercio positivo

Tal como hemos puesto de relieve, una de las particularidades más significativas del método de la compra reside en el reconocimiento contable del fondo de comercio positivo o negativo existente. Veamos las características más relevantes de cada uno.

El fondo de comercio positivo se cuantifica como el exceso entre el coste de adquisición y la participación de la sociedad adquirente en el valor razonable de los activos y pasivos identificables adquiridos con motivo de la combinación.

Representa el valor estimado de los beneficios económicos futuros que espera obtener la sociedad adquirente derivados de la existencia de efectos sinérgicos entre los activos adquiridos.

Éste debe registrarse como un activo y amortizarse de forma sistemática durante su vida útil, preferiblemente empleando el método lineal, en principio, durante un plazo de 5 años, el cual puede prolongarse hasta un máximo de 20 años desde la fecha de la adquisición, si se justifica convenientemente. Con el objeto de estimar la vida útil del fondo de comercio se deben contemplar los siguientes elementos:

- La vida previsible del negocio o la industria.
- Los efectos de la obsolescencia de productos, cambios en la demanda y otros factores económicos.

- El período de tiempo durante el que se prevé que personal valioso para la empresa puede continuar prestando sus servicios.
- Las estrategias previsibles de la competencia actual y futura.
- Disposiciones legales, estatutarias o contractuales que afectan a la vida útil.

Aunque, inicialmente se determine una vida útil estimada, ello no obsta, para que anualmente la empresa adquirente antes de formular sus estados contables deba revisar el valor actual de dicho fondo de comercio. En la medida en que sea probable una disminución de su valor debe regularizarse su saldo, reconociéndose tal disminución como gasto.

La razón de esta revisión periódica, puede explicarse en las grandes fluctuaciones y elevada volatilidad que afectan al valor del fondo de comercio. Y en esta línea, se considera que sólo es válido su valor en la medida en que permanezcan las circunstancias existentes al producirse su inicial reconocimiento contable (Archel, 1995, 875).

Según la propuesta contenida en el ED 61 *Business Combinations*, la amortización del fondo de comercio positivo en un plazo de 20 años debería ser una presunción rechazable más que un límite absoluto. Ahora bien, si el plazo supera los 20 años habría que justificar tal exceso y examinar, como mínimo anualmente, la depreciación de dicho fondo de comercio (Rivat, 1997, 68).

3. Fondo de comercio negativo

Cuando suceda que el coste de adquisición sea inferior a la participación de la sociedad adquirente en los valores razonables de los activos y pasivos adquiridos identificables en la fecha de la operación, esta diferencia constituirá un fondo de comercio negativo.

Si nos circunscribimos al ámbito de una combinación en la que la empresa adquirente procede a la compra de la totalidad de las acciones que integran el capital de la sociedad adquirida, el fondo de comercio negativo se cuantifica como el exceso del valor razonable de los activos y pasivos identificables adquiridos sobre el coste de adquisición de la empresa adquirida.

En relación con el fondo de comercio negativo, la NIC 22 especifica un tratamiento contable de referencia y otro alternativo. Según el primero, se debe reducir

proporcionalmente los valores razonables de los activos no monetarios adquiridos hasta que desaparezca dicho fondo de comercio negativo. Si aún así, no fuera posible eliminarlo completamente, el resto se contabilizará como un ingreso diferido, que deberá imputarse de forma análoga a la prevista para el fondo de comercio positivo.

En cambio en el tratamiento alternativo autorizado, el importe total del fondo de comercio se contabiliza directamente como un ingreso diferido, imputándose a resultados con los mismos requisitos que el fondo de comercio positivo.

Antes de concluir esta breve exposición sobre el fondo de comercio, quisiéramos subrayar, por un lado, que en la anterior NIC 22 se establecía tanto para el fondo de comercio negativo como para el positivo otro tratamiento contable admisible, que en la actualidad ha desaparecido, el cual consistía en la cancelación inmediata del mismo contra el neto patrimonial; y, por otro lado, el nuevo borrador ED 61 *Business Combinations* también introduce cambios sobre la contabilidad del fondo de comercio negativo en relación con la actual regulación prevista en la NIC 22 y, así se introduce unos mayores requisitos informativos sobre el mismo en los estados financieros.

4. Contingencias y cambios posteriores en el coste de adquisición

Los acuerdos adoptados con motivo de la adquisición pueden establecer la realización de ciertos ajustes en el coste de adquisición dependiendo de la realización de ciertos eventos futuros. En este sentido, habitualmente estos ajustes suelen depender de la consecución de unos determinados niveles de beneficios o del valor de mercado alcanzado por las acciones emitidas.

En el primer caso, cuando dependen de los beneficios obtenidos por la sociedad resultante de la combinación, los ajustes que deban realizarse en su caso afectan al coste de adquisición y por tanto al importe del fondo de comercio negativo o positivo existente.

En cambio, cuando las contingencias se refieren al precio alcanzado por los títulos después de la adquisición, los ajustes que en su caso deban realizarse, por ejemplo cuando la sociedad adquirente debe realizar un pago adicional en compensación por una reducción en el valor de los títulos, no modifican el coste de adquisición inicialmente reconocido, ni en consecuencia el correlativo fondo de comercio existente, sino que afectan al valor de los títulos emitidos inicialmente.

Otra cuestión diferente a la anterior es aquella en la que con posterioridad a la combinación resultan identificados nuevos activos y pasivos que no se conocían al tiempo de la adquisición o también puede suceder que se conozca nueva información que aconseja la modificación del valor razonable previamente determinados para ellos.

En estos casos, el reconocimiento de estos ajustes supondrá también una modificación del valor asignado al fondo de comercio inicialmente afluído sea positivo o negativo, siempre y cuando tales ajustes se realicen al término del primer ejercicio contable anual que se inicia tras la adquisición, en caso contrario debe reconocerse el ajuste como ingreso o gasto según corresponda.

En definitiva, se pretende acotar el límite temporal para aceptar modificaciones en los activos y pasivos identificados así como en el fondo de comercio, situándose en el primer ejercicio contable tras la adquisición.

Si bien, hay que indicar que el último borrador de norma ED 61 *Business Combinations* emitido en 1997 introduce ciertos cambios en relación a las dotaciones de provisiones relativas a futuras pérdidas operativas y a costes de integración y reorganización inherentes al proceso de concentración; y, en ésta línea, propone la prohibición de dotar tales provisiones (Rivat, 1997, 68).

5. Información en los estados financieros

Con respecto a la información que debe incluirse en los estados financieros ésta puede clasificarse en dos grupos diferenciados. Uno, que contiene aquella información que ha de incluirse en cualquier combinación empresarial independientemente del método contable de registro adoptado y, otro grupo, que se refiere a la información específica de este método de la compra.

Así, tanto si se emplea este método como el de la unión de intereses debe informarse sobre:

- a) Nombres y descripciones de las empresas que se integran;
- b) Método de contabilización empleado;
- c) Fecha efectiva de la combinación a efectos contables; y
- d) Cualesquiera elementos resultantes de la combinación que la empresa ha decidido enajenar.

Además en ambos métodos cuando se realice una combinación después del cierre del balance y antes de la presentación de los estados financieros, deberá informarse de los mismos requisitos exigidos como si la combinación hubiera tenido lugar durante el ejercicio cerrado, y cuando ello no sea posible habrá de justificarse, de forma que se proporcione una información adecuada para la toma de decisiones por los agentes afectados por la combinación.

Por lo que concierne a la información específica exigida cuando se emplea el método de la compra ésta puede consultarse en el cuadro 42.

CUADRO 42

Información en estados financieros específica del método de la compra según la normativa del IASC

1. Porcentaje de acciones con voto adquiridas.
2. Coste de adquisición y una descripción de la contraprestación, señalando la existencia de pagos contingentes.
3. El carácter e importe de las provisiones para la reestructuración y otros gastos de cierre de fábricas, como resultado de la adquisición y reconocidos en la fecha de la adquisición.
4. Sobre el fondo de comercio los estados financieros deben incluir:
 - a) Tratamiento contable del fondo de comercio positivo y negativo, incluido el plazo de amortización.
 - b) La justificación del plazo adoptado cuando supere la amortización de cualquiera de ambos el período de 5 años.
 - c) Cuando no se emplee el método lineal para amortizar el fondo de comercio negativo o positivo, se indicará el método empleado y el motivo por el que resulta más apropiado que el lineal.
 - d) Una conciliación del fondo de comercio positivo o negativo al comienzo y al final del ejercicio reflejando lo siguiente:
 - El importe bruto y la amortización acumulada al comienzo del ejercicio.
 - Cualquier fondo de comercio adicional tanto positivo como negativo registrado durante el ejercicio
 - La amortización cargada durante el ejercicio
 - Ajustes resultantes de la identificación posterior o cambios en el valor de los activos y pasivos.
 - Cualesquiera otras regularizaciones durante el ejercicio; y
 - El importe bruto y la amortización acumulada al final del ejercicio.
5. Cuando el precio de compra de los activos y pasivos adquiridos sólo pueda determinarse de forma provisional, esta circunstancia debe explicarse así como los motivos que la originan en los estados financieros del ejercicio en que se produjo la adquisición. Asimismo debe informarse y explicarse sobre los posibles ajustes posteriores que puedan realizarse en relación con dichas valoraciones provisionales.

III.2.1.2. El método de la unión de intereses en la NIC 22

Tal y como antes pusimos de relieve el método de la unión de intereses (también denominado de la puesta de intereses en común) resulta aplicable para el registro contable de las combinaciones calificadas como uniones de intereses, que como quedó patente suelen representar el menor número de combinaciones realizadas. De ahí, las numerosas restricciones impuestas para detectar la presencia de una unión de intereses.

En este procedimiento de reconocimiento contable de la combinación empresarial, a diferencia del anterior, no se considera que exista una adquisición de una empresa por otra, sino la unión voluntaria y con consentimiento mutuo de dos empresas que deciden compartir mutuamente sus riesgos y beneficios futuros.

Como resultado de este presupuesto, la sociedad combinada reconoce contablemente los activos, pasivos y neto patrimonial de las empresas en concentración por sus valores contables anteriores a la operación, ajustados sólo por pequeñas correcciones consecuencia de la cohesión necesaria entre las políticas contables seguidas por las empresas involucradas, como pudiera ser, por ejemplo, los procedimientos seguidos en las dotaciones de amortizaciones o provisiones, así como aquéllos que se derivan de las eliminaciones o ajustes de activos y pasivos recíprocos entre las empresas combinadas.

A este respecto, hay que recordar que, por lo general, cuando una sociedad está interesada en llevar a cabo un proceso de concentración suele ser bastante habitual que inicialmente hayan entablado algún tipo de relación comercial, piénsese por ejemplo en las fusiones de carácter vertical hacia atrás realizadas con antiguos proveedores.

Por tanto, los resultados de la cuenta de pérdidas y ganancias de las empresas en concentración obtenidos antes de efectuar la operación aparecerán sumados en los estados contables de la sociedad que emane del procedimiento de concentración.

Adviértase que ello supone que mediante este método sea posible mostrar unos beneficios más elevados con sólo llevar a cabo una combinación al final del ejercicio económico con una sociedad que presente unos grandes beneficios (Rojo Ramírez, 1986, 382).

En consecuencia, los estados financieros de la sociedad resultante de la combinación, aparecerán como si las empresas hubiesen estado unidas desde el momento

de su constitución, facilitándose la comparabilidad entre los estados financieros anteriores y posteriores a la operación.

Cualquier diferencia que pudiera existir entre el importe del capital social emitido por la sociedad que resulte de la combinación más cualquier otra contraprestación adicional efectuada mediante efectivo u otros activos, y el importe registrado por el capital social adquirido, deberá ajustarse dentro del neto patrimonial.

Obviamente, en este método no se produce el reconocimiento contable de fondo de comercio alguno, aunque sí los gastos inherentes a la combinación relativos a asesoramiento técnico y gastos jurídico-formales, así como gastos o pérdidas producidas en la integración de operaciones de los negocios anteriormente independientes.

1. Información en los estados contables

Al margen de los requisitos que deben especificarse en cualquier combinación, cuando se emplea este procedimiento contable durante el ejercicio en el que tuvo lugar la unión de intereses ha de incluirse la siguiente información:

- a) Descripción y número de acciones emitidas, junto con el porcentaje de las acciones con derecho a voto intercambiadas en cada una de las empresas combinadas.
- b) Cuantías de los activos y pasivos aportados por cada empresa.
- c) Detalle de los resultados de explotación de las empresas anteriores a la fecha de la combinación incluidos en los resultados de los estados financieros combinadas. Donde se incluirá las ventas, otros ingresos de explotación, partidas extraordinarias y resultado neto.

Por último, quisiéramos indicar que este método de registro, así como el de la compra aparecen recogidos en el plano comunitario en el artículo 20 y 19, respectivamente, de la Séptima Directiva sobre Cuentas Consolidadas⁵².

⁵² Al respecto, puede consultarse: Castelló y Montesinos (1987, 197-210); Álvarez Díaz (1987, 566-568); Rojo Ramírez (1988b, 73-74) y, Samuels (1995, 165).

III.2.2. EN LOS PRONUNCIAMIENTOS CONTABLES DE ESTADOS UNIDOS

Asimismo, se distinguen dos métodos: el método de la compra (*purchase method*) y el de la unión de intereses (*pooling-of-interest method*), los cuales no son vías alternativas para contabilizar cualquier combinación de empresas y sólo uno de ellos puede aplicarse para cada combinación empresarial. En efecto, una combinación será contabilizada mediante el método de la unión de intereses si cumple los requisitos antes descritos que permiten identificar una combinación calificada como unión de intereses, mientras que las combinaciones que no satisfagan dichos requisitos serán identificadas como adquisiciones y contabilizadas mediante el método de la compra.

III.2.2.1. El método de la compra

El método de la compra contabiliza una combinación empresarial considerando que en la misma se produce la adquisición de una empresa por otra. En consecuencia, la empresa adquirente deberá registrar por su coste los activos adquiridos menos los pasivos asumidos. La diferencia entre el coste de una empresa adquirida y la suma de los valores razonables (*fair values*) de los activos tangibles e intangibles identificables menos los pasivos asumidos deberá ser registrada como un fondo de comercio.

Tal y como veíamos en la NIC 22, los resultados relativos a las operaciones de la sociedad adquirida se incorporarán en los estados contables de la sociedad adquirente a partir de la fecha de la adquisición.

En el método de la compra la operación igualmente se registra por el coste de la adquisición, pudiéndose reflejar contablemente la existencia de plusvalías, lo que supone incrementos en las dotaciones por amortizaciones que, en el supuesto de ser fiscalmente deducibles comportan un menor pago por impuestos y, en definitiva, un aumento de los flujos de tesorería (Mace y Montgomery, 1990, 229).

1. Coste de adquisición de las empresas adquiridas

El coste de adquisición se define como el coste de una empresa adquirida en una combinación empresarial contabilizada por el método de la compra incluyendo los costes

directos de la adquisición. Los costes de registro y emisión de acciones constituyen una reducción del valor razonable determinable de los títulos. Sin embargo, los gastos generales e indirectos relativos a la adquisición son contabilizados contra resultados (APB 16, 76).

Para determinar el coste de adquisición de la empresa adquirida, se establece una distinción en función de la forma de contraprestación utilizada por la sociedad adquirente, dependiendo si la misma se realiza en efectivo u otros activos, mediante la emisión de pasivos o a cambio de acciones:

- a) Cuando consiste en efectivo u otros activos, el coste de adquisición será el importe entregado o el valor razonable de los otros activos distribuidos.
- b) Cuando la contraprestación consiste en la emisión de pasivos, el coste de adquisición será el valor actual de los importes que deben ser pagados.
- c) Si se realiza mediante la emisión de títulos, el coste de adquisición será o, el valor razonable de los títulos emitidos por la sociedad adquirente o, el valor razonable de la contraprestación recibida por estos títulos, incluyéndose en esta última, los activos recibidos así como el fondo de comercio, eligiéndose aquella de estas dos opciones que resulte más evidente.

El valor razonable de los títulos negociados en el mercado constituye normalmente la evidencia más clara para determinar el valor razonable de una empresa adquirida. En esta línea, la cotización en el mercado de los valores emitidos con motivo de la combinación puede ser empleada como una aproximación del valor razonable de la empresa adquirida, después de considerar los posibles efectos de las fluctuaciones de los precios, cantidades negociadas, costes de emisión y otros semejantes.

Ahora bien, si el coste en el mercado bursátil no es el valor razonable de las participaciones, la contraprestación recibida será estimada midiendo directamente los valores razonables de los activos recibidos, incluyendo el fondo de comercio (APB 16, 73 a 75).

Una vez conocido el coste de adquisición de la empresa adquirida, la sociedad adquirente procederá a asignar tal coste a los activos adquiridos y pasivos asumidos en la fecha de adquisición. A estos efectos, ordinariamente se considera que la fecha de

adquisición de una empresa será aquella en que se se reciben los activos de ésta y es entregada por la sociedad adquirente la correspondiente contraprestación.

Las pautas generales para asignar los valores de los activos individuales adquiridos y los pasivos asumidos, excepto el goodwill y planes de pensiones, previstos en el APB 16, y SFAS 121, son los que exponemos en el cuadro 43:

CUADRO 43

**Crterios de valoración de los activos y pasivos adquiridos
en los pronunciamientos de Estados Unidos**

ELEMENTO ADQUIRIDO	CRITERIO DE VALORACIÓN
TÍTULOS NEGOCIABLES	Valor actual neto realizable.
CUENTAS A COBRAR	Valor presente de los importes que serán recibidos aplicando el tipo de interés actual, menos las correspondientes provisiones por insolvencias.
EXISTENCIAS	<ul style="list-style-type: none"> • <i>De productos terminados</i>: precio de venta menos coste de venta y un beneficio razonable. • <i>De productos en curso</i>: precio de venta de productos terminados, minorado en los costes de terminación, los costes de venta y una asignación de beneficio razonable. • <i>De materias primas</i>: coste actual de reposición.
INSTALACIONES Y EQUIPO	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Si será destinado al uso</i>: coste actual de reposición, salvo que el uso futuro esperado indique un valor inferior. • <i>Si será vendido</i>: valor razonable menso el coste de venta.
ACTIVOS INTANGIBLES IDENTIFICABLES	Valores de tasación.
OTROS ACTIVOS	Valores de tasación.
CUENTAS A PAGAR Y OTROS PASIVOS	Valores actuales de los importes a pagar determinados con un tipo de interés actual apropiado

2. Contingencias

Este método también prevé la posibilidad de que en las negociaciones relativas a la adquisición se pactara que la empresa adquirente realizara desembolsos adicionales sujetos a la realización de posibles contingencias. Si bien, sólo se debe indicar la existencia de estas contingencias, pero no contabilizarse como pasivos, a menos que su resultado pueda ser determinado sin ningún tipo de dudas.

Estas contingencias se refieren fundamentalmente a los beneficios y al precio de los títulos tras la adquisición. En lo concerniente a las primeras se indica que la emisión de títulos adicionales o la distribución de otra contraprestación sujeta a la resolución de contingencias basadas en beneficios constituirá para la empresa adquirente un elemento adicional del coste de adquisición de la empresa adquirida. Tales costes adicionales de los activos afectados, entre los que se encuentra normalmente el fondo de comercio, serán amortizados considerando la restante vida útil de los mismos.

En cambio, en el caso de las contingencias basadas en los precios de los títulos, tales contingencias no afectarán al precio de coste de la empresa adquirida, sino que supondrán una reducción del valor de los títulos en la fecha de la adquisición.

3. Fondo de comercio

En la determinación del fondo de comercio existente en una combinación cabe constatar la existencia de dos etapas. Una primera en la que, se procede a asignar una porción del coste total de adquisición de la empresa adquirida, normalmente equivalente a su valor razonable en la fecha de la adquisición, a todos los activos adquiridos, individuales e identificables, así como a los pasivos asumidos en la combinación empresarial.

A continuación, puede suceder que el coste de la empresa adquirida sea mayor que la suma de los valores asignados a los activos adquiridos identificables menos los pasivos asumidos, en tal caso esta diferencia será reconocido como *goodwill* o fondo de comercio positivo. Mientras que en el caso contrario, existirá un fondo de comercio negativo.

El fondo de comercio positivo se refleja contablemente dentro del activo del balance y debe amortizarse siguiendo un criterio sistemático. No obstante, aquí el plazo máximo de amortización es sensiblemente superior al previsto en la anterior normativa, ya que se fija en 40 años (APB 17).

Según el informe de Arthur Andersen *et al.* (1991, 3) el método de amortización recomendado para proceder a la amortización del fondo de comercio es el lineal.

Ahora bien, en ciertas ocasiones, también puede presentarse el caso inverso, es decir, que el valor total razonable de los activos identificables adquiridos menos los pasivos asumidos en una combinación empresarial supere el coste de la compañía adquirida. Tal exceso sobre el coste de adquisición deberá ser atribuido reduciendo proporcionalmente el valor razonable asignado a los activos (excepto las inversiones a largo plazo en valores negociables). Si la asignación anterior no reduce a cero tal diferencia, el resto deberá ser contabilizado como un crédito diferido y amortizarse sistemáticamente contra resultados en un período que no puede superar los 40 años, debiéndose indicar a estos efectos el método y período de amortización seguido.

Resultan interesante indicar que, cuando el fondo de comercio es identificado con activos intangibles identificados y depreciables de larga vida, si éstos experimentan una pérdida de valor, deberá ser eliminado el valor contable del fondo de comercio identificado antes de proceder a la reducción de los valores contables de dichos activos (SFAS 121, párrafo 12).

4. Información en los estados financieros

Los estados financieros de la empresa adquirente incluirán el primero de los períodos en que una combinación empresarial ocurre y cuando es contabilizada por el método de la compra (APB 16, 95) :

- a) Nombre y breve descripción de la empresa adquirida.
- b) Método de contabilización para la combinación, esto es, el método de la compra.
- c) Período en el que los resultados de las operaciones de la empresa adquirida son incluidos en la cuenta de resultados de la empresa adquirente.
- d) Coste de la empresa adquirida y, en su caso, el número de participaciones en capital emitidas o que deben emitirse y el valor asignado a las mismas.
- e) Descripción del plan de amortización del fondo de comercio adquirido, el método de amortización y el período.
- f) Pagos contingentes, opciones o compromisos especificados en la adquisición y su tratamiento contable propuesto.

De acuerdo con el SFAS 38, los estados financieros formulados a partir de los períodos finalizados después del 15 de diciembre de 1980 deben incluir información acerca de la contingencias reconocidas, incluyendo una descripción de cómo las correcciones valorativas que de ellas se deriven han de ser registradas y los efectos que las mismas ejercen en los actuales y futuros flujos de caja esperados de la empresa.

III.2.2.2. El método de la unión de intereses

Este método presenta prácticamente idénticos rasgos que su homónimo en la normativa del IASC. En él se mantienen las participaciones de los accionistas y los activos y pasivos deben ser contabilizados por la compañía combinada por sus valores anteriores a la operación. El resultado de la compañía combinada incluirá asimismo el resultado de las empresas participantes en la concentración durante el período fiscal en que la combinación ocurre. Los resultados de las empresas participantes de períodos anteriores deberán ser reflejados como resultados de la empresa combinada.

En relación con los gastos inherentes a la operación se indica que los gastos de registro, de asesores y especialistas, los concernientes al suministro de información a los accionistas, salarios y otros gastos relativos a los servicios prestados por los empleados, así como los causados por deficiencias organizativas y, en suma, los gastos de integración de operaciones serán contabilizados como gastos de la compañía combinada y, por tanto, se tendrán en cuenta al determinar el resultado neto de la empresa resultante de la combinación en el período en que se incurrieron dichos gastos.

1. Información en los estados financieros

En los estados financieros de la empresa combinada se incluirá el primer período en que la combinación ocurre y es contabilizada mediante el empleo del método de la unión de intereses la información que en esencia puede verse en el cuadro 44:

CUADRO 44

Información en los estados financieros según el método de la unión de intereses en Estados Unidos

- a) Nombre y breve descripción de las empresas combinadas.
- b) Método de contabilización de la combinación, es decir, el método de la unión de intereses.
- c) Descripción y número de participaciones de capital emitidas en la combinación empresarial.
- d) Información detallada sobre los resultados de las operaciones de las empresas separadas del período anterior a la combinación, los cuales han sido incluidos en los resultados netos de la empresa combinada. Esta información incluirá partidas extraordinarias, resultados netos y otros cambios en las participaciones de los accionistas y el valor y la forma de contabilizar las transacciones en la empresa integrada.
- e) Descripción de la naturaleza de las correcciones de los activos de las empresas en concentración al adoptar las prácticas contables y los efectos de los cambios en los resultados netos presentados previamente de forma separada por las empresas en comparación con los estados financieros ahora presentados.
- f) Información detallada sobre un crecimiento o decrecimiento en los beneficios retenidos al cambiar el año fiscal de la empresa combinada. Se incluirá el más mínimo ingreso, gastos, partidas extraordinarias, resultado neto, y otros cambios en la participación de los accionistas para el período excluido de los resultados de las operaciones presentados.
- g) Conciliación de los importes de los ingresos y beneficios previamente presentados por la empresa que emite el capital al efecto de la combinación con los valores combinados presentados en los estados financieros. La nueva empresa formada por efecto de la combinación puede, en cambio, incluir los beneficios de las empresas separadas que comprenden los beneficios combinados de los períodos anteriores.

III.2.2.3. Combinaciones fiscalmente no gravadas

Sobre esta cuestión, conviene resaltar que, si la contraprestación de la operación se realiza en efectivo o mediante la emisión de deuda, la combinación es objeto de tributación en el mismo momento en que se lleva a cabo. Ahora bien, cuando la contraprestación consiste en acciones con derecho a voto comunes o preferentes, en tal caso la concentración no es objeto de gravamen en el momento de su realización, sino cuando se produce la enajenación de tales acciones. Si bien, al margen de esta última característica de la contraprestación, se exige el cumplimiento de otra serie de requisitos adicionales (Van Horne, 1995, 735-736):

- La combinación debe tener un origen económico y no sólo fiscal, por lo que se exige la continuidad de la empresa superviviente.
- La operación debe incluir la mayoría de los activos de la empresa que es objeto de la combinación y no menos del 80 por ciento de estos activos deben pagarse en forma de acciones.

Aunque, en principio, en la mayor parte de las ocasiones se desea que la combinación sea objeto de tributación inmediata, no siempre es así. En efecto, cuando la operación es gravable, la empresa adquirente puede incrementar a efectos fiscales el valor de sus activos si éstos poseen un valor razonable superior al valor contable, mientras que cuando se difiere la tributación los activos se valoran fiscalmente por sus valores contables anteriores a la concentración. En el primer caso, al aumentar el valor de sus activos, fiscalmente también se admiten en el futuro mayores dotaciones a amortizaciones, lo que supondrá para la empresa resultante de la combinación menores pagos por impuestos y, en última instancia, unos mayores flujos de tesorería.

III.2.3. EN LOS PRONUNCIAMIENTOS CONTABLES DEL REINO UNIDO

Tal y como antes hemos puesto de manifiesto, en el Reino Unido las fusiones y las adquisiciones de empresas son contabilizadas a través de los métodos de la compra (*acquisition accounting*) y el método de la fusión (*merger accounting*), el cual equivale al método de la unión de intereses del IASC y de los pronunciamientos de Estados Unidos.

Ambos procedimientos contables han evolucionado desde su aparición en el SSAP 23, en un proceso que por lo que concierne al fondo de comercio todavía no ha concluido. Con el objeto de analizar la actual posición, expondremos inicialmente la originaria regulación de tales procedimientos, para partiendo de las críticas a las que se vieron sometidos, llegar a establecer la situación actual, destacando la particular figura de la *merger relief*.

III.2.3.1. El método de la compra y el de la fusión en el SSAP 23

Su regulación presenta muchos puntos en común con la establecida en los pronunciamientos contables anteriormente descritos. Por ello, con el fin de evitar una exposición reiterativa en el cuadro 45 mostramos sintéticamente las principales características de cada uno de los métodos contables existentes, a la vez que ponemos de manifiesto las discrepancias existentes entre los mismos.

CUADRO 45

**El método de la compra y el de la fusión
en el SSAP 23 del Reino Unido**

CONCEPTO	MÉTODO DE LA COMPRA	MÉTODO DE LA FUSIÓN
Los elementos patrimoniales incorporados se registran en la sociedad resultante.	Por sus valores razonables (<i>fair values</i>).	Por sus valores contables (sólo corregidos para uniformar las políticas contables).
Fondo de comercio.	Sí se reconoce.	No se reconoce.
Prima de emisión de acciones.	Suele registrarse normalmente.	No aparece.
Beneficios anteriores a la operación de las empresas en combinación.	Son incluidos todos con independencia de la fecha de la operación.	No son incluidos (sólo los generados a partir de la operación).
Provisiones por pérdida futuras o costes de reorganización	Es posible contabilizarlas	No se permite contabilizarlas
Reservas anteriores a la operación de empresas combinadas.	Son excluidas y no pueden emplearse para el pago de dividendos.	Son incluidas y pueden usarse para el pago de dividendos.

III.2.3.2. *Merger relief*

De acuerdo con la Ley de sociedades: *Companies Acts 1985*, será preciso reconocer primas de emisión en aquellas operaciones en las que la contraprestación consista en acciones y éstas tengan un valor de mercado superior a sus valores nominales. Dicha prima se halla sometida a imposición fiscal, salvo que la fusión se encuentre fiscalmente exenta, *merger relief*, tal como establece la Section 131 de la indicada ley.

Para poder acogerse a este régimen especial se deben cumplir, sin embargo, las siguientes condiciones (Begg, 1995, 13; Rojo Ramírez, 1988b, 36 y 67):

- a) Debe adquirirse en la operación, más del 90 por ciento de las acciones de la empresa que es objeto de absorción, aplicándose este porcentaje para cada clase distinta de acciones.
- b) Al menos una parte de la contraprestación debe consistir en acciones.
- c) Cuando la combinación calificada como *merger relief* es contabilizada a través del método de la compra, debe dotarse una reserva no estatutaria que no es distribuible vía dividendos.

Quisiéramos, por último, destacar que el ámbito de aplicación de la figura *merger relief* es aplicable en la práctica, tanto en el método de la compra como en el de la fusión.

III.2.3.3. La actual normativa contable: FRS 6 y FRS 7

La anterior normativa contable fue fuertemente contestada desde diferentes ámbitos, las principales críticas vertidas se centraron sobre todo en los siguientes aspectos (Sudarsanam, 1995, 169):

1. En primer lugar, el método de la fusión no era obligatorio, aún cuando las combinaciones cumplieran las condiciones contables exigidas para su registro.
2. Las empresas adquirentes estructuraban la adquisición, de manera que fuera posible clasificarla como una fusión y aplicar así el método de la fusión, transgrediendo el espíritu de las normas.
3. Las normas permitían mucha laxitud en la forma en que las empresas adquirentes pueden contabilizar el fondo de comercio.
4. El uso discrecional de la dotación de provisiones por pérdidas futuras y gastos operativos era empleado abusivamente por las sociedades adquirentes para manipular sus beneficios post-adquisición.
5. La figura *merger relief* contrariamente a la intención inicial en su creación ha sido utilizado principalmente con el método de la compra.

Sobre este último cuestión, véase el cuadro 46.

CUADRO 46

Métodos contables empleados en las combinaciones empresariales en el Reino Unido (período: 1980-90)

MÉTODO EMPLEADO	¿CLASIFICADA CON EL MÉTODO DE LA FUSIÓN?	COMBINACIONES	
		Nº	%
Método de la fusión	Sí	54	11
Método de la compra con <i>merger relief</i>	Sí	137	28
Método de la compra sin <i>merger relief</i>	Sí	20	4
Método de la compra con <i>merger relief</i>	No	127	26
Método de la compra sin <i>merger relief</i>	No	155	31
TOTAL	-	493	100

Fuente: Sudarsam (1995, 172).

A pesar de que, el método de la unión de intereses ofrece ciertas ventajas sobre el método de la adquisición, piénsese en la posibilidad que ofrece de incrementar aparentemente los resultados de la empresa combinada, en el Reino Unido las sociedades han seguido de forma abrumadora el método de la compra como indica el anterior cuadro. Sólo 54 de los 211 casos donde la operación fue calificada para poder emplear el método de la fusión decidió emplear el mismo.

En este mismo sentido, se muestran los resultados de la investigación empírica realizada por Higson (1990,51), el cual comprobó que para el período 1976-87, de un total de 373 operaciones sólo 34 fueron contabilizadas mediante el método de la fusión.

Existen diversas razones explicativas de esta relativa popularidad del método de la compra. La disponibilidad de la figura: *merger relief* ha ofrecido a las sociedades adquirentes del Reino Unido una mayor flexibilidad, reduciendo los problemas del método de la compra inherentes a las mayores cargas fiscales derivadas de la afloración del fondo de comercio y de posibles revalorizaciones de activos. Por otro lado, la posibilidad de reconocer contablemente provisiones por futuros costes de reorganización y otros costes relativos a la combinación, permitió a las sociedades adquirentes elevar sus beneficios post-fusión.

En este contexto de crítica el ASB emitió el FRS 6 y el FRS 7. En el primer pronunciamiento tras definirse las operación de fusión y adquisición y fijar unos minuciosos requisitos para diferenciar cada uno de ellos, se establece el uso obligatorio del método de la fusión para aquellas combinaciones calificadas como fusiones. Al mismo tiempo, para atajar la anterior discreción que existía en el uso de tal método, se dificulta la posibilidad de modificar las condiciones de la combinación según los intereses de las sociedades en concentración y, en suma, se reducen las vías de actuación de la llamada contabilidad "creativa".

La segunda norma, por su parte trata de solucionar el problema relativo a las dotaciones indiscriminadas de provisiones realizadas en el método de la compra. En este sentido, se prohíbe la dotación de provisiones relativas a costes de reorganización y futuras pérdidas operativas inherentes a la combinación, debiéndose considerar como costes post-adquisición. Por tanto, se reduce la oportunidad para que las sociedades adquirentes manipulen las provisiones e incremente artificialmente sus beneficios futuros

La mayoría de compañías del Reino Unido se han opuesto enérgicamente al FRS 7, pues consideran que una correcta valoración de la empresa adquirida requiere que los costes esperados futuros de reorganización, así como las futuras pérdidas operativas deben ser consideradas en el momento de la adquisición e incorporadas a la misma.

Esta oposición es lógica si consideramos ha sido una de las prácticas más empleadas para manipular los resultados post-adquisición (Samuels *et alt.*, 1995, 180).

En las líneas que siguen abordamos los aspectos más relevantes del nuevo tratamiento previsto para cada uno de los métodos.

1. El método de la fusión

Para los períodos contables iniciados a partir del 23 de diciembre de 1994, se estableció la obligación de contabilizar las combinaciones empresariales atendiendo a las normas contables establecidas en el FRS 6. Con respecto al método de la fusión, la novedad más significativa incluida en relación con la normativa anterior radica en el establecimiento del uso obligatorio de este método cuando la combinación empresarial sea identificada como una fusión.

2. Método de la compra

Las combinaciones empresariales no contabilizadas por el método de la fusión deberán ser contabilizadas por el método de la compra.

En este último método, a diferencia del anterior, los activos y pasivos identificables de las compañías adquiridas deberán ser incluidos en los balances de situación de la empresa adquirente por su valor razonable en la fecha de adquisición. Los resultados y los flujos de caja de las compañías adquiridas deberán ser reconocidos sólo desde la fecha de la adquisición y, la diferencia entre el valor razonable de los activos netos identificables adquiridos y el valor razonable de la contraprestación de la compra constituye el fondo de comercio, positivo o negativo.

Los gastos de adquisición deben ser considerados como una parte del coste de adquisición, incluyéndose entre otros los honorarios de asesores legales y contables. En cambio, los gastos de emisión de acciones no deberían formar parte del coste de adquisición (FRS 7, apartado 7).

Ahora bien, el principal cambio radica en que ahora entre los pasivos de la entidad adquirida no deben incluirse provisiones para futuras pérdidas operativas.

Por otro lado, los valores razonables deberían basarse en el valor al que un activo o pasivo podría ser intercambiado en una transacción, esto es, el valor de mercado, mientras que el valor razonable de las partidas monetarias debería ser estimado de acuerdo con los importes que se prevén serán cobrados y pagados así como su duración. Ahora bien, si no es posible estimar el valor de mercado, los valores razonables de los activos no-monetarios normalmente serán fijados atendiendo al coste de reposición.

El coste de adquisición se define, pues, como el importe en efectivo o equivalente a efectivo pagado y el valor razonable de cualquier otra contraprestación de la compra que realiza la empresa adquirente, junto con los gastos de la adquisición.

Los principales criterios de valoración previstos en el FRS 7 para determinar los valores razonables de los activos y pasivos identificables adquiridos en la fecha de adquisición, son los que exponemos de forma sucinta en el cuadro 47:

CUADRO 47

Criterios para determinar los valores razonables de activos y pasivos adquiridos según el FRS 7 del Reino Unido

ELEMENTO ADQUIRIDO	CRITERIO DE VALORACIÓN
ACTIVOS TANGIBLES FIJOS	<ul style="list-style-type: none"> • Valor de mercado, si activos similares pueden ser comprados y vendidos en un mercado abierto. • En otro caso, el coste de reposición depreciado.
ACTIVOS INTANGIBLES	Coste de reposición, el cual es normalmente estimado según su valor de mercado.
EXISTENCIAS Y TRABAJOS EN CURSO	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Existencias</i>: incluyendo las de productos terminados, deberían valorarse a su precio actual de mercado. • <i>Otras existencias y trabajos en curso</i>: el menor entre: el coste de reposición y el valor neto realizable.
INVERSIONES FINANCIERAS	Valor de mercado, ajustado si es necesario por las fluctuaciones de precios.
ACTIVOS Y PASIVOS MONETARIOS	Por los importes que se esperan recibir o pagar, debiendo ser determinados por referencia a valores de mercado o precios corrientes.
ACTIVOS Y PASIVOS CONTINGENTES	Valores razonables cuando éstos puedan ser determinados.

3. Contabilidad del fondo de comercio

El fondo de comercio positivo reconocido en las adquisiciones y registrado en el método de la compra se determina como el exceso del valor pagado por la sociedad adquirente sobre el valor razonable de los activos netos identificados adquiridos. Este se contabiliza según las disposiciones incluidas en el SSAP 22. En tal pronunciamiento contable se establecen dos tratamientos distintos del fondo de comercio:

- a) Inmediata eliminación contra reservas.
- b) Capitalización y amortización contra la cuenta de pérdidas y ganancias.

Si bien, el primero constituye el tratamiento de referencia y el seguido en mayor medida por las empresas del Reino Unido.

Aunque, el fondo de comercio puede ser negativo, esto es, el valor razonable de la contraprestación puede ser inferior al valor razonable de los activos netos comprados. En la práctica, el fondo de comercio negativo suele ser poco habitual. De acuerdo con las actuales normas del Reino Unido el fondo de comercio negativo se elimina directamente contra reservas.

Esta forma de contabilización prevista en el SSAP 22, ha sido objeto de censura por la amplia libertad de la que disfrutaban las empresas adquirentes para su aplicación. Por ello en el seno del ASB está teniendo lugar un activo proceso de debate, del que ha surgido la emisión en junio de 1996 del FRED 12 "*Goodwill and Intangible Assets*" y más recientemente en junio de 1997 el FRED 15 "*Impairment of fixed assets and Goodwill*".

En el FRED 12 se establece dos métodos alternativos para contabilizar el fondo de comercio positivo adquirido:

- a) Capitalización y amortización en un período predeterminado, normalmente no superior a 20 años.
- b) Capitalización y cancelación sólo cuando existe una permanente disminución de valor.

Este nuevo borrador de norma del Reino Unido contempla la capitalización del fondo de comercio y el reconocimiento como un activo en el balance de situación aunque, a diferencia de la NIC 22, el período de amortización puede exceder de 20 años si puede

justificarse una vida útil superior. Además el FRED 12 admite la posibilidad de que el fondo de comercio pueda tener una vida indefinida, no debiéndose amortizar en tal caso. Si bien, hay que realizar una sistemática revisión anual de los valores contables de la empresa adquirida y, si existe una disminución relevante del valor del fondo de comercio, ha de disminuirse contra la cuenta de resultados si dicha pérdida de valor presenta un carácter permanente (Keegan y King, 1996, 65; Chitty y Vellacott, 1996, 26).

Según Phipps (1996, 69) esta propuesta presenta varios problemas, pues el propio ASB reconoce que el fondo de comercio no puede definirse como un activo y, sin embargo, concluye que debería ser reflejado en el balance de situación como si lo fuera. Un segundo problema radica en que la empresa que amortiza su fondo de comercio presenta unos menores beneficios que aquella que no lo hace. En opinión de esta autor, las compañías más pequeñas probablemente estarán más inclinadas hacia el empleo de la vía de la amortización, de manera que esta propuesta introduciría por primera vez en el Reino Unido, una distinción entre la contabilidad para grandes y pequeñas compañías.

Por lo que concierne al FRED 15, resulta relevante destacar que el valor del fondo de comercio cuya vida útil es en principio indefinida y, por tanto, no objeto de amortización, debería ser revisado para comprobar la existencia de posibles depreciaciones sólo si existen indicios de que dichas depreciaciones existen. Estas depreciaciones deberían ser estimadas comparando el valor contable del fondo de comercio, bien con el valor realizable neto de los activos fijos o, bien con el valor de uso de los activos fijos, eligiéndose entre estos dos aquél que sea mayor.

A estos efectos, el valor en uso es definido como el valor actual de los flujos de caja futuros obtenibles como resultado del uso continuado de los activos.

Además, se indica que en el contexto de una combinación empresarial, las depreciaciones posteriores del fondo de comercio deben ser imputadas entre el fondo de comercio generado internamente que existiera al tiempo de la adquisición y el fondo de comercio adquirido con motivo de la combinación.

III.2.4. ANÁLISIS COMPARADO

Al objeto de realizar una comparación del tratamiento contable de las combinaciones empresariales en los contextos anteriores, hemos optado por emplear un doble enfoque. El primero, lo hemos circunscrito a la comparación entre los dos métodos existentes, es decir, al análisis de las repercusiones inherentes a los dos métodos fundamentales de registro contable, indicando las principales ventajas e inconvenientes que han sido señaladas tradicionalmente por la doctrina.

En el segundo, hemos efectuado un estudio comparado de las diferencias existentes entre los pronunciamientos contables de cada uno de los ámbitos examinados, esto es, la normativa del IASC, los pronunciamientos de Estados Unidos y del Reino Unido.

III.2.4.1. Comparación entre los dos métodos contables

Ambos métodos contables presentan evidentes diferencias, los principales rasgos característicos pueden sintetizarse tal como se muestra en el siguiente cuadro.

CUADRO 48

**Rasgos distintivos del método de la compra y
del método de la unión de intereses**

CONCEPTO	MÉTODO DE LA COMPRA	MÉTODO DE UNIÓN DE INTERESES
Combinaciones en las que debe aplicarse	Adquisiciones	Fusiones (uniones de intereses)
Empleo	Mayoritario	Minoritario
Reconocimiento del fondo de comercio	Permitido	No permitido
Beneficios anteriores de las empresas combinadas	Sólo permanece el de la sociedad adquirente	Se suman
Registro contable de empresas incorporadas	Por valores razonables	Valores contables históricos (sólo ajustes técnicos)
Patrimonio empresa resultante de la combinación	Incluye el reconocimiento de plusvalías y minusvalías	Procede de la suma de patrimonio contable de empresas combinadas
Comparabilidad de estados contables	No existe	Existe pero con ciertas limitaciones

De las anteriores discrepancias emanan una serie de consecuencias sobre la imagen que se ofrece de la empresa resultante de la combinación, es decir, sobre su patrimonio, situación financiera y resultados. Y así, el método de la unión de intereses o, el método de la fusión en el Reino Unido, frente al de la compra muestra en los estados contables de la empresa combinada mayores resultados y menores valores de los activos, ya que en el método de la compra con frecuencia se contabilizan plusvalías de activos y fondos de comercio positivos.

Ello supone que la imagen que se muestra de la empresa resultante de la combinación a través del método de la unión de intereses resulte más atractiva que la que proporciona el método de la compra, sobre todo, si se trata de empresas cotizadas, ya que desde este punto de vista, los ratios de rentabilidad económica de la empresa resultante

tomarán valores mayores al emplear el primer método. Y además, los beneficios por acción para las distintas empresas que se concentran, en el corto plazo, aparentemente mostrarán valores superiores si los comparamos con los niveles que presentaban antes de la combinación.

Otro aspecto sobre el que se ha incidido es el relativo a la falta de comparabilidad de los estados contables anteriores y posteriores a la fusión que se produce al emplear el método de la compra frente al de la unión de intereses.

Si bien, hay que significar que existen posturas discrepantes al respecto. En este sentido, la profesora Mazarracín (1994, 304) señala que habitualmente tampoco existe continuidad en las cuentas anuales cuando se emplea el método de la unión de intereses, pues la corriente de beneficios tras la combinación sólo se mantiene igual en la que medida en que el coste de los activos que producen los ingresos sea idéntico para las empresas combinadas, lo que sucede con escasa frecuencia puesto que el proceso negociador se basa en valores actuales y no en valores históricos.

Lógicamente, cada método presenta un conjunto de ventajas e inconvenientes, existiendo partidarios de uno y otro método. Así, el profesor Rojo Ramírez (1988b, 144) considera que el empleo del método de la unión de intereses puede ser adecuado de forma especial para las operaciones de fusión con creación de nueva sociedad llevadas a cabo entre sociedades de tamaño y capacidad competitiva semejante.

Un excelente compendio de las ventajas y desventajas que presentan ambos métodos aparece recogido en el pronunciamiento estadounidense APB 16. En efecto, en lo que concierne al método de la unión de intereses, sus partidarios señalan que con el mismo es posible conservar la información sobre las empresas fusionadas en el pasado, no se quiebra el principio de precio de adquisición al no existir una compra y es posible incluir en la relación de canje las modificaciones de valor de las empresas debidas a las expectativas de futuro existentes.

Sus detractores, en sentido contrario esgrimen que no refleja la esencia económica de la operación al obviar las valoraciones tenidas en cuenta en el proceso negociador, y sobre todo argumentan que la existencia de una unión de intereses (o una fusión en el Reino Unido) es muy difícil de probar y sólo resulta posible en escasos casos.

En esta última línea, el profesor Garrido Miralles (1996, 201) indica que resulta muy difícil imaginar una combinación de empresas por igual en donde unas empresas no aporten

más que otras, aunque sólo sea en la mente del que se une, lo que supone que la probabilidad de que se produzca una unión de intereses sea muy limitada.

En relación con el método de la compra sus defensores señalan que en la práctica, toda combinación supone, en última instancia, la adquisición de una empresa por otra, puesto que existe un proceso negociador en el que se abandonan los valores históricos y se emplean los actuales y futuros. Además, también argumentan que la forma de pago no debe alterar la esencia de la operación.

En cambio, las principales objeciones al mismo giran en torno a las dificultades que entraña determinar el coste de adquisición, puesto que muchos de los activos que deben valorarse no tienen un mercado de referencia, recurriéndose por ello a emplear el valor de mercado de las acciones entregadas o recibidas, con las expectativas y factores que sobre el mismo pueden influir. Esta dificultad se pone especialmente de manifiesto cuando se trata de determina el valor del fondo de comercio.

En nuestra opinión, el método que debe emplearse fundamentalmente es el de la compra, por las razones antes apuntadas. Pero ello no es óbice para reconocer que en determinadas ocasiones también puedan existir verdaderas uniones de intereses y ser registradas mediante el método de la unión de intereses pero, tal como apuntan las últimas normas emitidas por el IASC y por organismos anglosajones, siempre contando con unos criterios precisos que las delimiten y asimismo restrinjan su utilización únicamente para los supuestos en que se haya comprobado la existencia de tal unión.

Aunque, quizás, valdría la pena reflexionar si tanto esfuerzo regulador es conveniente cuando resulta tan complejo la diferenciación de estas operaciones. En este sentido, tal vez existirían menos subterfugios para la denominada contabilidad "creativa", si existiera una única forma de registro contemplada en el método de la compra.

III.2.4.2. Comparación entre los distintos pronunciamientos contables

Las diferencias más significativas se producen, sin duda, en el tratamiento contable relativo al método de la compra. Una visión resumida de las principales discrepancias existentes puede observarse en el cuadro 49.

CUADRO 49

Comparación del método de la compra según diversos pronunciamientos

CONCEPTO	IASC	EEUU	REINO UNIDO
La empresa adquirida debe registrarse por el coste de adquisición.	Sí	Sí	Sí
El coste de adquisición es el importe de efectivo o equivalente pagado por la sociedad adquirente o el valor razonable de cualquier otra contraprestación entregada, más los gastos imputables directamente a la operación.	Sí	Sí	Sí
Los costes de emisión de acciones disminuyen el coste de adquisición.	No	Sí	No
Los activos identificables debe determinarse atendiendo a la intención de uso que pretende darles la empresa adquirente.	Sí	Sí	No
Fondo de comercio positivo se reconoce contablemente como un activo.	Sí	Sí	• SSAP 22: por lo general, No. • FRED 12: Sí
El importe del fondo de comercio positivo se cancela contra reservas.	No	No	•SSAP 22: Sí •FRED 12: No
El valor del fondo de comercio positivo en caso de disminución de valor debe regularizarse su saldo reconociéndose como un gasto.	Sí	Sí	•SSAP 22: No •FRED 12: Sí
El fondo de comercio negativo se puede determinar directamente como el exceso de la suma del valor razonable de activos y pasivos identificables sobre el coste de adquisición de la empresa adquirida.	Sí	No	Sí
El fondo de comercio negativo se contabiliza como un ingreso diferido.	Sí	Sí	• SSAP 22: No

Algunas de las reflexiones que se desprende de esta comparación indican que aunque tradicionalmente una parte de la literatura contable se ha referido al método de la compra en estos ámbitos estudiados como una única fórmula con diferencias insignificantes puede apreciarse que por lo que respecta a este método no puede decirse que existan discrepancias inapreciables entre los mismos.

Resulta interesante resaltar que puede observarse que, a tenor de los aspectos comparados, existe una mayor proximidad entre la normativa emitida por el IASC y la contenida en los pronunciamientos contables de Estados Unidos, que si comparamos la primera normativa con la existente en el Reino Unido.

La mayor distancia existe, sin embargo, entre los pronunciamientos de Estados Unidos y el Reino Unido, aunque conviene poner de manifiesto que si atendemos a la nueva normativa propuesta por el *Accounting Standard Board* (ASB) del Reino Unido contenida esencialmente en el FRED 12, puede observarse cómo la normativa relativa a este método en el Reino Unido se acerca sensiblemente a las posiciones tanto del IASC como de los pronunciamientos contables de Estados Unidos.

Además, puede comprobarse como la mayor parte de discrepancias surgen en el tratamiento del fondo de comercio. Una visión sinóptica de las discrepancias y similitudes existentes sobre el mismo puede verse en el siguiente cuadro.

CUADRO 50

Comparación del fondo de comercio en las normas del IASC y los pronunciamientos contables anglosajones

CONCEPTOS	IASC	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO
DETERMINACIÓN DEL FONDO DE COMERCIO POSITIVO	Diferencia positiva entre el coste de adquisición de la empresa adquirida y la suma de los valores razonable de los activos menos los pasivos identificables adquiridos.	Exceso del coste de la empresa adquirida sobre la suma de los importes asignados a los activos identificables adquiridos menos los pasivos asumidos.	Exceso del valor razonable pagado por la sociedad adquirente sobre el valor razonable de los activos netos adquiridos identificables.
RECONOCIMIENTO CONTABLE DEL FONDO DE COMERCIO POSITIVO	Como un activo que se amortiza de forma sistemática durante toda su vida útil.	Como un activo y se amortiza de forma sistemática durante toda su vida útil.	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Normativa actual:</i> - Inmediata amortización contra reservas. - Capitalización y amortización contra resultados. • <i>Normativa propuesta:</i> - Capitalización y amortización en un período predeterminado, no superior a 20 años. - Capitalización sin amortización, excepto cuando exista una reducción permanente de su valor.
PERÍODO DE AMORTIZACIÓN DEL FONDO DE COMERCIO POSITIVO	<p><i>Normativa actual:</i> 5 años o, 20 años como máximo cuando se justifique.</p> <p><i>Normativa propuesta:</i> podría superar los 20 años si se justifica anualmente.</p>	Se establece un período máximo de 40 años.	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Normativa actual:</i> no existe período máximo. • <i>Normativa propuesta:</i> en su caso podría situarse en 20 años.

CONCEPTOS	IASC	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO
MÉTODO DE AMORTIZACIÓN DEL FONDO DE COMERCIO POSITIVO	Lineal	Lineal	No especificado
DETERMINACIÓN DEL FONDO DE COMERCIO NEGATIVO	Diferencia negativa entre el coste de adquisición y los valores razonables de los activos y pasivos identificados adquiridos.	Exceso de la suma de los importes asignados a los activos identificables adquiridos menos los pasivos asumidos sobre el coste de la empresa adquirida.	Diferencia negativa entre el valor razonable de la contraprestación pagada por la empresa adquirente y el valor razonable de los activos netos adquiridos.
RECONOCIMIENTO CONTABLE DEL FONDO DE COMERCIO NEGATIVO	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Tratamiento de referencia</i>: asignarlo entre los activos no monetarios adquiridos en proporción a sus valores razonables y el resto registrarlos como un ingreso diferido. • <i>Tratamiento alternativo</i>: registrarlos directamente como un ingreso diferido y amortizarlos de forma sistemática. 	Esta diferencia debe distribuirse reduciendo proporcionalmente el valor razonable de los activos identificables y la diferencia que persista debe registrarse como un crédito diferido, el cual deberá imputarse de forma sistemática.	Esta diferencia debe eliminarse contra reservas.
AMORTIZACIÓN DEL FONDO DE COMERCIO NEGATIVO	Mismos criterios que para el fondo de comercio positivo.	Mismos criterios que para el fondo de comercio positivo.	No especificado.
INFORMACIÓN EN ESTADOS FINANCIEROS	<ul style="list-style-type: none"> • Tratamiento contable. • Plazo de amortización. • Justificación cuando el plazo de amortización supere los 5 años o no se emplee el método lineal. • Conciliación del fondo de comercio tanto positivo como negativo existente al comienzo y el final del período. 	<ul style="list-style-type: none"> • Descripción del plan de amortización, método y período de amortización. 	<ul style="list-style-type: none"> • Importe del fondo de comercio positivo o negativo existente en la adquisición. • Descripción del método de amortización y la vida útil. • Dotación a la amortización realizada y la amortización acumulada existente.

La mayor discrepancia entre las diferentes normas internacionales del IASC y la normativa contable del Reino Unido, aparece precisamente en relación con la NIC 22, y en particular referida al fondo de comercio, puesto que en la práctica la mayoría de compañías del Reino Unido han optado por la cancelación directa del fondo de comercio contra reservas, de manera que, inicialmente no existe impacto del fondo de comercio en los beneficios de la sociedad adquirente (Keegan y King, 1996, 65).

Además, esta eliminación inmediata contra reservas del fondo de comercio positivo afluado en la adquisición ha sido criticada porque reduce el valor contable del patrimonio de la empresa adquirente y es inconsistente con la contabilización de los restantes componentes del coste de adquisición, esto es, los activos y pasivos individuales identificados. Estas críticas se han intensificado últimamente debido a que este tratamiento es incompatible con las actuales prácticas contables de países tan significativos como Australia, Canadá y Estados Unidos, así como con la postura adoptada en el IASC (Chitty y Vellacott, 1996, 26).

Como consecuencias de estas diferencias entre el tratamiento contable del fondo de comercio, aquellas combinaciones de empresas contabilizadas en el Reino Unido empleando el método de la compra y que opten por cancelar inmediatamente el fondo de comercio contra reservas presentarán:

- mayores resultados que si esas mismas combinaciones se hubieran realizado en Estados Unidos o se hubiesen contabilizado atendiendo a las normas emitidas por el IASC y;
- menores valores contables de su patrimonio neto y, por tanto, de sus activos.

De estos dos factores se derivarán, por un lado, unas mayores ventajas competitivas para las empresas que llevan a cabo su combinación en el Reino Unido frente a las registradas en Estados Unidos, pues aparentemente sus empresas obtendrán mejores resultados.

Y, por otro lado, a la vez presentarán mejores ratios de rentabilidad de los fondos propios (beneficios después de impuestos/ fondos propios), ya que para una misma combinación los estados contables presentarán mayores beneficios y menos fondos propios cuando la operación se contabilice en el Reino Unido.

De ahí que, como muy bien señala el profesor Archel (1995, 879), no deba sorprender las resistencias que ofrecen las empresas del Reino Unido para cambiar su actual normativa.

Por otro lado, otra de las discrepancias existentes entre la actual NIC 22, los pronunciamientos de Estados Unidos y el FRS 7 del Reino Unido radican en que en las dos primeras normas el valor razonable de los activos identificables debe determinarse atendiendo al uso que pretende darles la empresa adquirente; mientras que el FRS 7 sólo exige que los activos y pasivos identificables sean registrados por sus valores razonables en la fecha de la adquisición.

Además, puede comprobarse cómo la determinación de los valores razonables de los activos intangibles difiere en el Reino Unido en relación con los criterios seguidos en Estados Unidos y en el IASC, puesto que en el FRS 7 se recurre al coste de reposición estimado normalmente mediante su valor de mercado, mientras que en Estados Unidos por ejemplo se emplean valores de tasación.

En cambio, por lo que respecta al método de la unión de intereses (o método de la fusión en el Reino Unido) puede decirse que se trata de un mismo procedimiento, puesto que no es posible distinguir diferencias relevantes.

La información que debe incluir la empresa resultante de la fusión en sus estados financieros para los dos métodos contables es muy similar si comparamos el contenido de la NIC 22 y los pronunciamientos de Estados Unidos. Por lo que se refiere a la normativa del Reino Unido, ésta se encuentra regulada en los párrafos 21 a 35 del FRS 6 y, aunque existen bastantes similitudes con las dos anteriores, no existe un grado de coincidencia tal elevado como entre la NIC 22 y los pronunciamientos de Estados Unidos.

III.3. CONTABILIDAD DE LA FUSIÓN EN ESPAÑA. REPERCUSIONES DE LA REGULACIÓN MERCANTIL

Pese a la ausencia de una normativa contable *ad hoc* sobre fusiones en España, es posible distinguir una serie de referencias contenidas en la regulación mercantil que influyen en el ámbito contable. En las líneas que siguen abordamos los principales reflejos contables de tales disposiciones, centrándolos esencialmente en las sociedades anónimas por su gran relevancia, y por constituir la forma social cuyo tratamiento legal ha sido más desarrollado, siendo además extrapolable su contenido a otras formas sociales como las sociedades limitadas.

Tal como comentamos al comienzo de este capítulo, hemos considerado pertinente diferenciar el actual tratamiento contable de las fusiones empresariales en el ámbito español contenido e influenciado por la regulación mercantil (y fiscal) de estas operaciones, de aquél otro que podría derivarse de la posterior aprobación del BNCFES, o de cualquier otra normativa contable específica. De ahí, que no hayamos englobado el análisis de dicho BNCFES en este apartado.

En efecto, hay que insistir en que tampoco ninguna organización profesional se ha ocupado de desarrollar sus aspectos contables y, aunque al emitirse el PGC ya se subrayaba esta necesidad, la realidad es que en la actualidad sólo existe un Borrador y éste data de finales de 1993.

Antes de iniciar nuestra labor, sin embargo, quisiéramos establecer las siguientes precisiones terminológicas:

- Al emplear la expresión sociedades o empresas *extinguidas*, nos referimos a todas aquellas sociedades que se disuelven sin liquidarse en el procedimiento de fusión, cualquiera que sea la modalidad empleada, esto es, fusión por absorción o fusión por creación de una nueva sociedad. En consecuencia, en la primera modalidad serán sociedades extinguidas todas aquéllas que intervienen en la fusión, mientras que en el supuesto de una absorción, las sociedades extinguidas serán todas las sociedades que se fusionan salvo la sociedad absorbente, o en otras palabras, este término será equivalente al de sociedades absorbidas.

- el término sociedades o empresas *fusionadas* abarca todas las empresas que participan en la operación de fusión, tanto las que se extinguen como las que pudieran conservar su personalidad jurídica (sociedades absorbentes).

III.3.1. VALORACIÓN DE EMPRESAS FUSIONADAS

Es sabido que el substrato primordial sobre el que se sustenta todo proceso de fusión, se halla precisamente en la valoración de las empresas fusionadas, es decir, en la asignación de un valor al patrimonio de cada una de las empresas que participan en un procedimiento de fusión. Ello es así, porque de un lado, los accionistas de las sociedades que se disuelven necesitan conocer el valor del patrimonio que transfieren y, de otro lado, la sociedad receptora de tal patrimonio ha de estimar correctamente el valor de las acciones que debe emitir como contraprestación.

En suma, en función del valor atribuido a los patrimonios de las empresas que se fusionan se establece la participación de cada empresa sobre el patrimonio de la sociedad resultante de la fusión, bien sea ésta última una sociedad de nueva creación o la sociedad absorbente. Y precisamente tomando como base estas participaciones, se determina la relación de canje de acciones a efectos de la fusión y, en definitiva, la participación de los accionistas en el capital de la sociedad resultante.

Así pues, el hecho de que en todo proceso de fusión a la luz de las disposiciones legales (art. 247 TRLSA) se establezca como forma esencial de pago a los accionistas de las sociedades extinguidas, la entrega de acciones de la sociedad combinada, y que al mismo tiempo se garantice a éstos últimos el mantenimiento de una participación proporcional a la poseída antes de la fusión, exige:

- En primer lugar, estimar el valor de los patrimonios de las empresas fusionadas, del que se desprenderá tras el proceso negociador previo a la redacción del proyecto de fusión, el valor convenido (o precio) de cada una de las sociedades que se fusionan.
- En segundo lugar, y teniendo en cuenta la participación de cada sociedad sobre la empresa resultante de la concentración, calcular el tipo de canje que

salvaguarda el mantenimiento de la participación relativa de todos los accionistas.

III.3.1.1. Principales aspectos legales: su repercusión contable

1) *El Valor Real: base de la valoración*

El rasgo más relevante relativo al proceso valorativo establecido en la regulación mercantil consiste en que el tipo de canje de las acciones:

“se determinará sobre la base del valor real del patrimonio social, y la compensación complementaria en dinero que, en su caso, se prevea” (art. 235.b TRLSA).

Por tanto, las valoraciones de los patrimonios aportados por las sociedades fusionadas se establecerán tomando como referencia el valor real del patrimonio social.

En principio, parece éste un criterio acertado, puesto que los valores contables por los que figuran los diferentes elementos patrimoniales en los balances de situación de las empresas fusionadas, difícilmente pueden representar sus valores reales si simplemente consideramos el efecto de la inflación. En efecto, tales elementos aparecen registrados contablemente por sus costes históricos corregidos, en su caso, por sus respectivas provisiones y amortizaciones, y sólo actualizados por las escasas revalorizaciones admitidas legalmente.

No se proporciona, sin embargo, una definición expresa del concepto de valor real, es decir, si debe considerarse como tal el valor de mercado (el de cotización para las sociedades cotizadas), el valor venal, el establecido por peritos independientes, o simplemente el que pactan las empresas que se fusionan. De todas estas posibles interpretaciones, la doctrina indica que ha de considerarse como valor real aquél que se desprende de la negociación entre las empresas fusionadas; o en palabras de Becker y Becker (1995, 317) al valor asignado a bienes, derechos y obligaciones. Aunque, hay que recordar que esta inicial libertad se encuentra sometida al juicio de expertos independientes.

La consecuencia más relevante que se desprende de esta concepción, estriba en que desde la perspectiva legal y a los efectos de establecer la relación de canje, se admite la

consideración de plusvalías y minusvalías de activos y pasivos, así como la afloración de reservas ocultas o del llamado fondo de comercio.

Por otro lado, el hecho de que, en último término, este valor real sea fruto de las negociaciones realizada entre los administradores o Consejos de administración de las sociedades involucradas, y que culmina en la elaboración de los llamados protocolos de fusión (antesala del proyecto de fusión), no es óbice para que sean consideradas diversas técnicas a fin de estimar diferentes valoraciones de las empresas que, a su vez, sirvan de referencia para llegar al ulterior acuerdo final sobre el valor reconocido a cada sociedad a efectos de la fusión.

Es, por tanto, la valoración de las distintas empresas, a pesar de su componente de subjetividad, un estadio o fase inicial que sirve de base negociadora que, concluye, en último término, en el precio asignado a cada una de ellas en la fusión, el cual representa la expresión del valor consensuado que se reconoce a fin de establecer la relación de canje. A este respecto, queremos insistir que en la determinación del precio o valor reconocido a efectos de canje, influirá la capacidad negociadora de los agentes que intervienen en la misma y, el mayor o menor interés de las distintas empresas por llevar a cabo la operación. Y así, una empresa con dificultades financieras o deseosa de lograr los activos de otra, estará más dispuesta a ceder en el proceso negociador. Además, existen otra serie de factores que influyen en la determinación de este valor final (o precio), tales como las perspectivas de la economía en general y, del sector al que pertenezca la empresa en particular.

2) Compensación en efectivo

La razón de esta compensación en dinero responde al hecho de que, con frecuencia, los valores reales pactados con motivo de la fusión, no permiten establecer tipos de canjes de los que se deriven un número exacto de acciones a asignar a los accionistas.

Esta compensación complementaria en dinero en ningún caso podrá superar el 10 por ciento del valor nominal de las acciones atribuidas (art. 247.2). De este modo se asegura que la contraprestación recibida por los accionistas de las empresas extinguidas sea sustancialmente en acciones, y que los mismos mantengan una participación proporcional en la sociedad resultante de la fusión.

Tal restricción porcentual se refiere al valor nominal de las acciones recibidas de forma individual por cada uno de los accionistas y, también al valor nominal del total de las acciones emitidas por la sociedad resultante, es decir, de la ampliación de capital realizada por la sociedad absorbente, si se trata de una absorción, o de la emisión de acciones en el supuesto de constitución de una nueva sociedad (Sequeira 1993, 107-108).

Esta compensación dineraria sólo aparecerá, pues, si es estrictamente necesario para ajustar la relación de canje y, además exigirá un desembolso en efectivo por parte de la sociedad resultante que habrá de contar con la liquidez suficiente.

Un aspecto de gran relevancia que, sin duda, conviene resaltar y sobre el que no existe un total acuerdo entre la comunidad científica es el relativo a quién puede realizar tal aportación complementaria en metálico. Así el profesor Loring (1995, 343) opina que esta aportación sólo puede ser recibida por los accionistas, pero no realizada por los mismos. Mientras que los profesores Rojo Ramírez (1992, 472) y, Goxens y Goxens (1994, 485) consideran que, a efectos de ajustar la relación de canje, dicha compensación dineraria no sólo puede efectuarla la sociedad, con la limitación legal antes mencionada, sino también los propios accionistas.

En nuestra opinión, nada impide que los accionistas realicen estos desembolsos en efectivo para ajustar el tipo de canje de las acciones. Toda vez, que la única objeción que cabría hacer, se refiere a que, en tal circunstancia, se estaría exigiendo a los accionistas nuevas aportaciones dinerarias para la sociedad resultante de la fusión. Pero, hay que recordar que esta relación de canje es tomada en cuenta por la Junta general de accionistas al decidir adoptar el correspondiente acuerdo de fusión.

Otra cuestión, es la situación particular de cada accionista frente al tipo de canje. En efecto, éste puede poseer un número de acciones superior o inferior al establecido en dicha relación. En tal caso, el accionista dispondrá de dos posibilidades. La primera consistirá en recibir más acciones hasta completar la unidad de canje aportando la diferencia en efectivo; y la segunda, en renunciar a la participación que le correspondería en la sociedad absorbente por el exceso de acciones recibiendo la diferencia en efectivo (Mazarracín, 1994, 293).

Al respecto, nos planteamos las siguientes cuestiones:

- ¿Qué sucedería si existiera mayor número de accionistas que eligieran la primera opción frente a la segunda?. En tal caso ¿podría ocurrir que la sociedad no contara con suficientes acciones emitidas?.
- En otro sentido ¿podría suceder que la sociedad no entregara todas las acciones emitidas si el número de accionistas que optara por la segunda vía fuera mayor que el que optara por la primera?.

Nos parece que la sociedad resultante de la fusión debe evitar la aparición de tales desajustes entre sus acciones emitidas y las realmente canjeadas, puesto que la cifra de capital social debidamente escritura e inscrita en el Registro Mercantil no podrá ser objeto de variaciones. Una posible solución creemos, consiste en establecer claramente en el proyecto de fusión tal como prevé su apartado c) el procedimiento por el que serán canjeados los títulos de las sociedades que hayan de extinguirse, previendo estas posibles situaciones anómalas, que en el supuesto de presentarse pueden solucionarse mediante la realización, por ejemplo, de un sorteo.

3) Informes sobre la fusión

Aun cuando a priori podría inferirse que la valoración de las sociedades que se fusionan responde exclusivamente a la voluntad de las partes negociadoras. Hay que matizar que esto no es así, y ello en la medida en que el TRLSA en consonancia con la Tercera Directiva, establece ciertos requisitos que pretenden objetivar este proceso de valoración. Con este propósito, se introduce la intervención de uno o varios expertos independientes nombrados por el Registrador mercantil, encargados de elaborar un informe en el que se justifique la adecuación de las valoraciones efectuadas y de las relaciones de canje establecidas. En definitiva, se pretende evitar, en la medida de lo posible, la aparición de fraudes que beneficien a unos accionistas en detrimento de otros, o que perjudiquen a otros colectivos afectados por la fusión, tales como acreedores o trabajadores. En concreto, en el informe que se formule debe cuanto menos ofrecerse información sobre (art. 236.4 TRLSA):

- Los métodos de valoración aplicados, indicando si éstos son adecuados y, las dificultades especiales de valoración que pudieran existir.
- El tipo de canje establecido y, si éste está o no justificado.

- Opinión sobre si el patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen es igual, por lo menos, al capital de la nueva sociedad o al aumento de capital de la sociedad absorbente, según la modalidad de fusión empleada.

Al respecto, nos gustaría subrayar dos cuestiones, en primer lugar, y con relación a la cifra del capital social que debe ser emitida por la sociedad resultante de la fusión, conviene precisar que tal precepto pretende salvaguardar la efectiva aportación de capital a la nueva sociedad o a la absorbente. En efecto, la cifra de capital social debe hallarse respaldada por verdaderas aportaciones patrimoniales, de manera que el valor nominal de todas las acciones emitidas nunca puede ser superior al valor del patrimonio aportado por las sociedades disueltas. En todo caso puede ser inferior, si las acciones se emiten con prima de emisión.

En segundo lugar, hay que indicar que del contenido de esta disposición se deduce que existe el reconocimiento de que los métodos de valoración de empresas que pueden emplearse son múltiples y que, en principio, no se prefiere ni excluye a ninguno de ellos. Ahora bien, sí que se exige que dicho método, al menos, sea coherente con el propósito de la valoración realizada.

Junto a los informes de expertos independientes, se exige además la elaboración de informes por los propios Administradores de las sociedades fusionadas, que expresarán asimismo, su opinión acerca del proyecto de fusión, y de forma especial sobre el tipo de canje y, en suma, sobre la valoración de las distintas empresas, haciendo mención de las especiales dificultades de valoración que pudieran existir (art. 237). Este informe, pues, suministrará información a los accionistas sobre el punto de vista de sus directivos y, será una medida más, que pretende lograr la *antedicha* "objetivación" del proceso de valoración.

4) Las acciones propias

El tratamiento de las acciones propias poseídas por las empresas que se fusionan es, sin duda, uno de los problemas más intrincados que ofrecen las fusiones empresariales desde el punto de vista contable y económico. Esta complejidad emana, de un lado, de la farragosa redacción que ofrece la normativa legal, y de otro lado, de las consecuencias que su existencia acarrea en todo el proceso de fusión, pues afecta no sólo al aspecto valorativo de las empresas que se fusionan y, a los correspondientes tipos de canje de las acciones, sino también a la determinación del número de acciones a emitir por la sociedad resultante de la fusión y al registro contable de la operación.

Aunque estas consecuencias contables y económicas serán abordadas con detalle en los siguientes epígrafes de este capítulo, parece conveniente examinar ahora la posición más generalizada adoptada por la doctrina y, en especial, lo relativo a la interpretación del marco jurídico existente.

En el TRLSA, por lo que respecta a las acciones propias en el contexto de una fusión, sólo se expresa la prohibición de canje de las mismas, lo cual se hace en los siguientes términos (art. 249):

"Las acciones de las Sociedades que se fusionan que estuvieran en poder de cualquiera de ellas o en poder de otras personas que actuasen en su propio nombre, pero por cuenta de esas Sociedades no podrán canjarse por acciones de la Sociedad absorbente o de la nueva Sociedad que resulte de la fusión y, en su caso, deberán ser amortizadas."

No existe, por tanto, una definición precisa de los supuestos concretos en los que es aplicable esta prohibición de canje de acciones y su correspondiente amortización, a diferencia del texto de la Tercera Directiva (véase art.19.2). Si bien, la postura más generalizada respecto a la interpretación de este precepto legal coincide en los siguientes planteamientos (Sequeira Martín, 1993, 305-312; Sánchez Oliván, 1993, 133-134; Fernández Gámez *et alt.*, 1993, 383-390; Larriba, 1992, 330-331):

a) La prohibición de canje de acciones propias por acciones de la sociedad resultante de la fusión y su consiguiente amortización se extiende a los siguientes supuestos:

- *Acciones propias en poder de cualquiera de las sociedades que se extinguen en una fusión, tanto en el supuesto de fusión por absorción (sociedades absorbidas), como en el de creación de nueva sociedad.*

Estas acciones se toman en cuenta al valorar sus respectivos patrimonios para poder establecer la participación que les corresponde sobre el patrimonio total de la sociedad resultante de la fusión. Para ello se valorarán considerando su valor real en el momento de la fusión.

Dichas acciones propias, sin embargo, no se incorporarán como

tales en el patrimonio de la sociedad que resulte de la fusión (la absorbente o la sociedad de nueva creación), sino sólo el valor que, en su caso, pudieran tener y en relación con el conjunto del patrimonio transferido.

Así pues, estas acciones propias en autocartera de empresas que se disuelven se amortizarán y, serán sólo sus accionistas quienes recibirán las nuevas acciones que les correspondan de acuerdo con el tipo de canje establecido, puesto que la sociedad que poseía acciones en autocartera se extingue y no podrá, por tanto, recibir acciones de la sociedad que emane de la fusión.

- *Acciones de una sociedad que se extingue en poder de otra sociedad que también se extingue con motivo de la fusión, igualmente en cualquiera de los dos procedimientos legales de fusión.*

De nuevo, hay que indicar que estas participaciones en el capital que unas empresas mantienen en el capital de las otras, habrán de ser consideradas al valorar el patrimonio de estas sociedades extinguidas y, por tanto, al establecer la relación de canje. Ahora bien, lógicamente una sociedad que posea acciones de otra sociedad que se extinguirá a la vez que ella, no recibirá ninguna acción a cambio de la sociedad que dimana de la fusión. En consecuencia, se procederá a valorar las acciones por el valor real que se desprende del patrimonio de la sociedad participada, y en el proceso de fusión quedarán amortizadas.

- *Acciones de la sociedad absorbida en poder de la absorbente.*

Estas acciones deben ser amortizadas ya que la sociedad absorbida desaparece y, además, carece de sentido que la sociedad absorbente emita acciones por la parte del patrimonio de la sociedad absorbida que ya es de su propiedad. Al respecto, piénsese en el supuesto de absorción de sociedad íntegramente participada, en la que todas las acciones de la sociedad absorbida están en poder de la sociedad

absorbente y, evidentemente, no procederá la emisión de ninguna acción.

Igualmente, el hecho de que estas acciones no puedan emplearse para el canje y deban ser amortizadas, no significa que éstas no sean tenidas en cuenta en la valoración del patrimonio de la empresa absorbente para determinar el porcentaje que le corresponde en el total del patrimonio de la sociedad resultante y poder establecer así el tipo de canje.

b) Las acciones propias que posea en cartera la sociedad absorbente en el supuesto de fusión por absorción, no deben incluirse en el ámbito de este precepto, es decir, no deben ser necesariamente amortizadas, sino que en relación con éstas cabe las tres siguientes posibles vías de actuación, dependiendo de cuales sean los intereses de la sociedad absorbente:

- Pueden ser amortizadas si así lo desea la empresa absorbente.
- Pueden mantenerse en cartera, de acuerdo con las disposiciones legales previstas sobre las acciones propias en cartera, especificadas en la Sección Cuarta del Capítulo III del TRLSA (arts. 74 a 89).
- Pueden destinarse al canje, si la empresa absorbente opta por ello.

Al igual, que los diversos estudios realizados, consideramos que no es aplicable a estas acciones la obligación de amortización, puesto que ello constituiría un planteamiento absurdo, pues resulta incongruente que la sociedad absorbente canjee sus propias acciones. Y además, desde otra óptica también cabría argumentar que al tratarse de una sociedad que conserva su propia personalidad jurídica, no parece justificado dicha obligación de amortización.

En el caso en que se decidiera su mantenimiento en cartera, habría que cumplir con los requisitos legales establecidos en el TRLSA sobre los negocios sobre acciones propias. Al respecto, y por lo que se refiere al ámbito contable, conviene recordar que, en este caso, la empresa absorbente tiene la obligación de dotar una reserva de carácter indisponible por un

importe equivalente al precio de adquisición de estas acciones propias; debiendo mantenerse dicha reserva hasta que se proceda a la amortización o venta de tales acciones.

- c) En relación con las acciones de la sociedad absorbente poseídas por una sociedad absorbida hay que señalar que no existe total consenso entre los investigadores, aunque la opinión que goza de mayor aceptación, y que compartimos, señala que las mismas no deben ser amortizadas necesariamente, sino que pueden destinarse al canje, de manera que la sociedad absorbente deberá emitir una cantidad inferior de acciones. Aunque, obviamente podrían ser también amortizadas si se considera conveniente adoptar esta decisión.

Es más, también hay quien señala (Sánchez Oliván, 1993, 133) que cabe la posibilidad de que sean mantenidas en cartera por la sociedad absorbente, merced al art. 77 del TRLSA, en el cual se indica que una sociedad podrá adquirir sus propias acciones sin que sean de aplicación las limitaciones impuestas para la autocartera, entre otros supuestos, cuando las acciones formen parte de un patrimonio adquirido a título universal, siendo éste precisamente el caso que se produce en una fusión. Si bien, conviene recordar que, estas acciones propias deberán ser enajenadas o amortizadas en el plazo máximo de tres años, salvo que unidas a las que anteriormente poseyera la sociedad, no superaran el 10 por ciento del capital social; siendo, asimismo, aplicable la obligación de dotar la aludida reserva de carácter indisponible.

En relación con este último posicionamiento, hemos de decir que no encontramos ningún inconveniente a su argumentación teórica. Ahora bien, sí que hay que matizar que, a priori, no parece ser ésta la solución que con mayor frecuencia adopten las sociedades absorbentes, y en el caso de hacerlo, creemos que ello debería incluirse expresamente en el proyecto de fusión, indicando las ventajas que se esperan que se deriven de tal adopción para la sociedad y los accionistas.

En suma, esta prohibición de canje de acciones propias y su correspondiente amortización afecta, por tanto, sólo a las acciones de las empresas que se extinguen con

motivo de la fusión, bien sean las sociedades absorbidas o aquellas que se extinguen al constituirse una nueva sociedad, con la excepción mencionada de las acciones de la sociedad absorbente poseídas por una sociedad absorbida, discutida por la doctrina. Las soluciones adoptadas pueden, pues, resumirse de forma sinóptica tal como mostramos en el cuadro 51:

Universitat d'Alacant
Universidad de Alicante

CUADRO 51

Acciones propias en las fusiones empresariales (art. 249 TRLSA)

TIPO DE INVERSIÓN EN ACCIONES	SOLUCIÓN ADOPTADA
Acciones propias poseídas por sociedades absorbidas.	Deben ser amortizadas.
Acciones propias poseídas por sociedades que se extinguen en una fusión por constitución de nueva sociedad .	Deben ser amortizadas.
Acciones propias poseídas por la sociedad absorbente.	Pueden adoptarse tres soluciones, en función de los intereses de la sociedad: <ul style="list-style-type: none"> • Amortizarlas. • Emplearlas para el canje. • Mantenerlas en cartera, cumpliendo los preceptos contenidos en la Sección Cuarta del TRLSA.
Acciones de una sociedad absorbida poseídas por otra sociedad también absorbida.	Deben ser amortizadas.
Acciones de una sociedad extinguida poseídas por otra sociedad también extinguida en una fusión por constitución de nueva sociedad.	Deben ser amortizadas.
Acciones de una sociedad absorbida poseídas por la sociedad absorbente.	Deben ser amortizadas.
Acciones de una sociedad absorbente poseídas por una sociedad absorbida.	No existe consenso en la doctrina. La solución más extendida: emplearlas para el canje. También puede ser amortizadas o mantenerse en cartera por la sociedad absorbente.

III.3.1.2. El proceso de valoración de empresas

Tal y como hemos puesto de manifiesto, la valoración de las sociedades que se fusionan constituye el primer paso para establecer el valor real (o precio) a partir de cual se establece el tipo de canje de las acciones de las empresas en concentración. El análisis de los múltiples métodos y técnicas de valoración de empresas que existen excede, sin duda, los límites de este trabajo. No obstante, dada su trascendencia sobre toda la operación de fusión conviene esbozar, al menos, una panorámica general.

Si bien, hay que insistir en que el proceso de valoración se halla influenciado por un cierto componente de subjetividad, que procede esencialmente de:

- La variedad de técnicas de cálculo que es posible emplear: existen diversos métodos para determinar el valor de una empresa y, a la vez, en relación con cada uno de ellos es posible distinguir diferentes procedimientos.
- Las hipótesis de valoración empleadas: habitualmente estos métodos exigen la consideración de ciertas estimaciones, tales como los beneficios previsibles de la empresa, el tipo de interés del mercado, etc. De modo que los mismos métodos conducen a distintos resultados dependiendo del sujeto evaluador.

1) La valoración de empresas: principales métodos de valoración

En todo proceso de valoración de empresas es posible distinguir las siguientes etapas que, de acuerdo con la profesor Rivero Menéndez (1990, 5), exponemos en el cuadro 52:

CUADRO 52

Fases del proceso de valoración de empresas

1º	Definición clara y concreta de la propiedad que va a ser valorada.
2º	Análisis de la situación económica y financiera de la empresa.
3º	Análisis de la oferta y demanda que existe para este tipo de empresas.
4º	Determinación del valor de la empresa, eligiendo el método o métodos más apropiados.

Por tanto, la elección del método de valoración debería ir ligada a las características especiales de la empresa y de su entorno económico. Con respecto a los métodos de valoración conviene puntualizar que, los mismos han sido objeto de distintas clasificaciones, siendo una de las más extendidas aquélla que los clasifica en métodos analíticos y sintéticos.

Los primeros, son métodos que tratan de valorar los diferentes elementos patrimoniales de una empresa, pero considerándolos de forma aislada o individual. Dentro de ellos se pueden distinguir diferentes procedimientos, tales como el cálculo del activo neto real, o del valor sustancial.

En cambio, frente a éstos, los métodos de valoración sintéticos, valoran una empresa considerándola en su conjunto, esto es, como un proyecto de inversión; determinando para ello el valor de los rendimientos futuros que se espera que generará la empresa expresados en términos de dividendos, beneficios o flujos de caja (Rojo Ramírez, 1988a, 2481).

Suele ser habitual que el valor de una empresa calculado siguiendo algún método sintético difiera del valor obtenido a través de métodos analíticos, representando tal diferencia el llamado fondo de comercio (Cañibano, 1995, 573).

Por su parte AECA (1983, 15-17) clasifica los métodos de valoración en simples y compuestos, siendo éstos últimos, aquéllos que resultan de combinar dos o más métodos simples. Los primeros se caracterizan por basarse en el análisis de alguno de los tres siguientes elementos: activo neto real, valor sustancial o, rendimiento futuro que de manera

razonable puede esperarse de la explotación. En cambio, los métodos compuestos, derivados de los anteriores, se diferencian entre sí en función del grado de importancia que atribuyen a cada uno de los tres elementos antes mencionados. Así, pues, atendiendo a tal criterio diferenciador los métodos de valoración de empresas pueden clasificarse tal como aparecen en el cuadro 53:

CUADRO 53

Clasificación de los métodos de valoración de empresas según AECA

MÉTODOS SIMPLES	MÉTODOS COMPUESTOS
<ol style="list-style-type: none"> 1. Valor nominal. 2. Valor histórico. 3. Activo neto real. 4. Valor substancial. 5. Valor de rendimiento: <ol style="list-style-type: none"> 5.a) Capitalización del beneficio. 5.b) Capitalización del Cash-flow. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Activo neto real + beneficios. 2. Método indirecto o de los prácticos. 3. Método directo o de los anglosajones. 4. Capitalización del goodwill durante un tiempo limitado (n superbeneficios).

Asimismo, existen otra serie de métodos basados en el valor de mercado de las empresas. En esta línea, hay que destacar la labor del profesor Caballer (1994, 34), quien propone como criterio delimitador de los diversos métodos, la procedencia de la información que cada uno de los métodos emplea, distinguiendo a la sazón, entre:

- métodos basados en la información contable de las empresas y la tasación;
- métodos basados en la información sobre los resultados económicos de las empresas y;
- métodos basados en la información bursátil.

En otro sentido, conviene indicar que, aunque son numerosos⁵³ los trabajos que abordan detalladamente estos distintos métodos, no puede decirse que se haya encontrado una solución definitiva, ya que todos presentan ventajas e inconvenientes, por lo que, generalmente, al proceder a valorar una empresa se suele optar por el empleo conjunto de varios de ellos.

Si bien, desde el punto de vista teórico, uno de los métodos que goza de mayor aceptación es el de la actualización de los flujos de tesorería futuros previstos, cuya formulación matemática sería:

$$V = \frac{F_1}{(1+i)} + \frac{F_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{F_n}{(1+i)^n}$$

Donde

V : valor actual de la empresa.

n : horizonte temporal o número de años durante los cuales se esperan flujos de caja positivos.

i : tipo de capitalización.

F_1, F_2, \dots, F_n : flujos de caja o diferencia entre cobros y pagos que se espera genere la empresas en los próximos n años.

2) Especial referencia al fondo de comercio

Suele ser bastante habitual la afloración de fondos de comercio con motivo de las fusiones, y aunque su reconocimiento contable será analizado más adelante, resulta interesante delimitar ahora su concepto, puesto que una parte significativa de los procedimientos de valoración de empresas existentes, toman en consideración dicho componente.

Su contenido ha sido tradicionalmente tratado como equivalente a los términos anglosajones *goodwill* o *negative goodwill*, dependiendo, respectivamente, de que tomara dicho fondo de comercio valores positivos o negativos.

⁵³ Sobre la problemática de la valoración de empresas puede consultarse: Brilman y Maire (1990); Santandreu Martínez (1990); Córdoba Bueno (1994, 227-260); Colino y Revello de Toro (1994, 261-295); Gaughan (1996, 423-549); Mascareñas (1996, 53-144); Ballarín *et al.* (1994, 73-116); Rojo Ramírez (1992, 197-212).

Existen autores, como Brillman y Maire (1990, 96) que consideran que este concepto varía en función del tipo de empresa, no siendo aplicable la misma concepción del fondo de comercio para las empresas comerciales e industriales, que para el comercio minorista. Con respecto a este último, indican que esta noción alcanza el conjunto de los elementos materiales e inmateriales utilizados por un comerciante en el ejercicio de su profesión, siendo éstos:

- La clientela, el nombre comercial, la marca, la razón social, el rótulo.
- Los derechos de arrendamiento.
- Eventualmente, los diseños y los modelos.
- Los equipos, herramientas y medios de explotación de valor no apreciable (que a menudo han de renovarse en los pequeños comercios).

En cambio, consideran que en las empresas industriales y comerciales el término presenta un carácter más restrictivo, ya que sólo se refiere a la clientela y con frecuencia las marcas, el nombre comercial y la razón social, no estando incluidos el resto de elementos antes citados. Desde esta perspectiva el fondo de comercio representaría los elementos inmateriales para los que no es posible una valoración directa, o también sería la aptitud de la empresa para generar beneficios en razón de las calidades de su equipo comercial. En definitiva, de acuerdo con estos autores, el fondo de comercio podría formularse como:

"la aptitud que posee cierta empresa para generar más o menos beneficios en un cuadro de explotación dado (hombres, productos, equipo, mercado, clientela)."

Desde una óptica contable, el fondo de comercio aparece definido en el PGC (cuenta 213. *Fondo de comercio*) como el conjunto de bienes inmateriales, tales como la clientela, nombre o razón social y otros de naturaleza análoga que impliquen valor para la empresa. No obstante, éste, sólo puede ponerse de manifiesto contablemente, cuando haya sido adquirido a título oneroso, hallándose, por tanto, incluido el supuesto de una fusión. Además, tal concepto ha de referirse a la empresa considerada en su conjunto.

Asimismo, la Resolución del ICAC de 21/1/ 1992, por la que se dictan normas de valoración del inmovilizado inmaterial (Boletín Oficial del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas -BOICAC- n.º 8 y n.º 9, enero y abril 1992, respectivamente) se ocupa de su concepto, señalando que:

"Se entiende por «Fondo de comercio» el conjunto de bienes inmateriales, tales como la clientela, nombre o razón social, localización, cuota de mercado y nivel de competencia

de la empresa, capital humano, canales comerciales y otros de naturaleza análoga que impliquen valor para la empresa".

Si bien, hay que señalar que en el ámbito contable español el fondo de comercio fue anteriormente definido por la AECA (1983, 62), quien lo formuló como:

"el exceso entre el importe satisfecho y la suma de los valores reales (que no excederán del valor de mercado) de los activos tangibles e intangibles adquiridos que se pueden identificar, menos los pasivos asumidos. Esta diferencia indica, por tanto, el valor de los activos intangibles que no resultan identificables."

El hecho de que se reconozca a una empresa un fondo de comercio positivo (o *goodwill*) se debe, pues, a su capacidad para generar unos beneficios superiores a los que consiguen la media de las empresas de su sector. En esta línea, es posible distinguir los siguientes componentes de dicho *goodwill* (Santandreu Martínez, 1990, 85):

- *Public Goodwill*: reputación de la empresa en un contexto global.
- *Comercial Goodwill*: se refiere a la actitud de los clientes en cuanto a calidad, servicio, distribución, etc.
- *Industrial Goodwill*: se incluye todo lo relacionado con la estructura industrial, por ejemplo, distribución, instalaciones, o tecnología.
- *Financial Goodwill*: recoge la actitud frente a terceros en relaciones de financiación, esto es, con proveedores, entidades financieras, o en Bolsa.
- *Political Goodwill*: reputación en relación con organismos públicos y administrativos.

Ahora bien, también puede ocurrir que el valor de la empresa reconocido a efectos de la fusión, sea inferior a la suma de los valores reales de los activos tangibles e intangibles que se pueden identificar menos los pasivos asumidos. En este supuesto existe un fondo de comercio negativo o *negative goodwill*.

Se trata de empresas cuyos beneficios se encuentran por debajo de los beneficios medios del sector y, por tanto, de empresas cuyo valor es menor que el sustancial, debido por ejemplo a una mala imagen de empresa o, a una clientela descontenta (Lozano Gutiérrez, 1995, 11).

A este respecto, recuérdese que cuando abordamos las causas que pueden explicar la realización de fusiones, se indicaba que en ocasiones se producían fusiones o absorciones de empresas en crisis con el propósito de “reflotarlas” y, a continuación enajenarlas, e incluso en ocasiones, también se procedía a su fragmentación y posterior venta.

3) Particularidades del proceso de valoración en las operaciones de fusión

A efectos de valorar empresas que han decidido participar en un procedimiento de fusión resulta conveniente disponer sobre las mismas, al menos de la siguiente información (Rivero Romero, 1995, 449):

- a) El balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, la memoria y el informe de gestión de, al menos, los tres últimos ejercicios económicos, junto con los correspondientes informes de los auditores de cuentas, en su caso.
- b) Información bursátil sobre los precios de compra y venta de las acciones en los últimos ejercicios, así como las cotizaciones de los títulos de empresas similares.
- c) Valor en libros de las acciones y su evolución.
- d) Valoraciones de inmovilizaciones, cartera de valores, así como posibles créditos fallidos.
- e) Proyecciones financieras de acuerdo con la mejor información disponible.
- f) Reuniones con directivos de las sociedades que se van a fusionar, así como con los auditores independientes para comentar las cuentas anuales, y la evolución posible de los respectivos negocios.
- g) Incidencia fiscal de la operación.

- h) Comparación de la información financiera con otras empresas del sector.
- i) Cuanta otra información pueda considerarse relevante.

Una vez que se dispone de la información necesaria se procederá a seleccionar el método o métodos de valoración que se juzguen más apropiados de acuerdo con las peculiaridades de cada una de las empresas que se fusionan, así como sus especiales circunstancias. Hay que subrayar que, generalmente, suele resultar conveniente conjugar la utilización conjunta de métodos sintéticos y analíticos.

Así, desde la óptica de valoración analítica, esto es, contemplando la valoración individual de cada uno de los elementos que integran el patrimonio empresarial y, tomando como base las propuestas de: Lozano Aragüés (1993a, 15) y el profesor Larriba (1994b, 15-16), es posible establecer los siguientes criterios particulares de valoración que se exponen en el cuadro 54:

CUADRO 54

Criterios particulares de valoración en los procesos de fusión

INMOVILIZADO MATERIAL	Tasación pericial.
INMOVILIZADO INMATERIAL	Tasación pericial.
VALORES MOBILIARIOS	Valores cotizados: valor de cotización. Valores no cotizados: valor teórico, valor de puesta en equivalencia, etc.
DERECHOS DE COBRO	Valor nominal o, valor de actualización a tipos de mercado si existieran infravaloraciones o sobrevaloraciones.
DISPONIBLE	Valor nominal.
PASIVO EXIGIBLE	Valor nominal o, valor de actualización a tipos de mercado si existen infravaloraciones o sobrevaloraciones.
ACTIVOS Y PASIVOS FISCALES	Permanecerán en la medida que sean efectivos tras la fusión, valorándose de acuerdo con los principios generales de contabilidad y las normas fiscales.

No obstante, en el contexto de una fusión empresarial parece que, el empleo de métodos de valoración sintéticos resulta particularmente útil, puesto que se trata de valorar sociedades que no serán objeto de liquidación. En efecto, con frecuencia el valor atribuido a una empresa con motivo de un proceso de fusión puede no corresponder a la suma de los valores individualizados de los respectivos elementos patrimoniales de las empresas consideradas (Serra *et al.* 1996, 133).

En este sentido, suele ser habitual que, tal como comentamos al analizar las posibles causas de los procesos de fusión, en ocasiones se esgrima la existencia de un efecto sinérgico derivado de la unión de las empresas fusionadas. En este caso, y teniendo en cuenta una sinergia con valores positivos, normalmente sucederá que el valor de las empresas determinado a través de procedimientos analíticos resulte inferior al obtenido mediante procedimientos sintéticos.

El mayor valor de la empresa considerada globalmente frente a la suma del valor de sus elementos patrimoniales contemplados de forma individual, se debe al reconocimiento de ciertos valores de carácter inmaterial no registrados por la contabilidad, tales como el una imagen de marca, una clientela consolidada, o unas buenas relaciones con entidades financieras, que corresponden con el valor de su fondo de comercio (o *goodwill*).

Por lo que se refiere a los pronunciamientos contables españoles, éstos apenas contienen referencias relativas a los métodos de valoración de empresas. Entre la escasa normativa existente, se encuentra la Resolución del 10/5/1991 del ICAC (BOICAC, n.º 5 y 6), modificada posteriormente por la Resolución del 1/9/1994 del ICAC (BOICAC n.º 18), por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 del TRLSA.

En este precepto legal del TRLSA se establece que, no habrá lugar al derecho de suscripción preferente en una ampliación de capital, cuando ésta última se deba a la conversión de obligaciones en acciones o a la absorción de otra sociedad o de parte del patrimonio escindido de otra sociedad. A este respecto, entre otros requisitos, se exige la elaboración de una memoria por parte de los administradores, en la que se justifiquen detalladamente la propuesta y el tipo de emisión de las acciones, así como un informe, emitido bajo su responsabilidad por el auditor de cuentas de la sociedad sobre el valor real de las acciones de la sociedad y sobre la exactitud de los datos contenidos en la memoria elaborada por los administradores.

Y, precisamente la mencionada Norma técnica emitida por el ICAC, en relación con los principios que deben regir la actuación del auditor al emitir este informe, señala que los métodos y datos utilizados en la valoración de acciones, han de ser, en cada caso, adecuadas en las circunstancias y contexto de la valoración; añadiéndose que, a efectos orientativos, los métodos de valoración más usuales o generalmente utilizados son:

- *Valor de cotización en Bolsa*: valor al que las acciones pudieran enajenarse en el mercado secundario en fechas cercanas a la fecha de referencia.
- *Valor del activo neto real*: valor contable de los fondos propios, corregido por las plusvalías o minusvalías que pudieran ponerse de manifiesto en los bienes, derechos y obligaciones de la sociedad a la fecha de referencia.
- *Valor de capitalización de resultados*: suma de los resultados futuros esperados de la sociedad durante un período determinado, descontados en el momento de la evaluación.
- *Valor actual de flujos monetarios*: suma del valor actual de todos los flujos netos futuros de tesorería esperados de la sociedad; todo ello descontado en el momento de la evaluación.

Tales métodos podrán ser aplicados en función de las circunstancias y especialmente de la disponibilidad de información histórica y/o prospectiva individualmente o, combinados entre sí.

En el plano empírico, el estudio realizado por Ansón Lapeña (1995, 36) sobre los métodos de valoración de empresas aplicados por los auditores de cuentas inscritos como ejercientes en el Instituto de Auditores Censores Jurados de Cuentas de España, entre los que se analizan aquéllos empleados en valoraciones de empresas fusionadas, se corrobora que, por lo general, se suele emplear más de un método para determinar el valor de una empresa, obteniéndose el valor final de la misma a partir de la combinación de los valores obtenidos conforme a los diferentes métodos empleados.

Por otro lado, se comprobó que los métodos más utilizados, son aquéllos que se basan en los beneficios o en los flujos de caja descontados, en especial, los primeros, aunque los métodos basados en los activos también son empleados, si bien con un carácter más secundario.

Hechas estas iniciales menciones sobre los métodos de valoración aplicados en los procedimientos de fusión, hay que poner de relieve que el valor real establecido finalmente para cada una de las sociedades, será fruto del acuerdo al que lleguen las partes negociadoras. Sobre este particular, resulta pertinente destacar que en la fusión, además, estos valores pactados han de someterse a la aprobación de la Junta general de accionistas. A este respecto, tal como ya hemos comentado, suele ser habitual pactar determinadas primas al fijar el valor de las sociedades con las que se pretende llevar a cabo una fusión y, en consecuencia, establecer un valor de las acciones de las empresas que se fusionan, lo suficientemente atractivo para incentivar la aprobación del acuerdo por parte de los accionistas de dichas sociedades. Esta prima, se reflejará fundamentalmente en la fijación de un mayor valor real, esto es, a través del reconocimiento de fondos de comercio positivos, o de ciertas plusvalías de los activos aportados por las sociedades fusionadas.

En este sentido, de acuerdo con los planteamientos del profesor Serra (1985, 399-400) la diferencia existente entre el valor fijado de una empresa a efectos del establecimiento de la relación de canje de acciones y el valor contable de los elementos de la empresa antes de iniciarse la fusión se puede subdividir de la siguiente manera:

- Corrección de valor de los elementos aportados en la fusión.
- Valoración atribuida a la rentabilidad de la empresa.
- Importe atribuible a la situación de ventaja-desventaja en el proceso de negociación.

Los dos últimos componentes son los que se identifican con el valor del fondo de comercio de la empresa valorada. Si bien, en realidad, sólo debería considerarse a la rentabilidad prevista en el futuro para la empresa, es decir, el valor inmaterial atribuible a factores internos, aunque también a externos, tales como la evolución de la economía en general o la específica del sector. Mientras que el último elemento, si fuera posible delimitarlo, expresaría la ganancia o pérdida producida como consecuencia de la situación de ventaja o no en el proceso negociador.

A nuestro juicio, la corrección de valor que se identifica como primer elemento, se explica, en buena parte, debido al efecto ejercido sobre las cuentas anuales por los procesos inflacionistas, mientras que, en el tercer componente, es decir, el derivado de la posición mantenida frente al proceso negociador, se hallaría incluida la prima (o incentivo) que se ofrece para que los accionistas decidan aprobar la operación de fusión.

En relación con este último aspecto, hay que indicar que un mal proceso negociador que desemboque en una valoración a favor de una sociedad y en detrimento de otra, perjudicará, al menos inicialmente, a los accionistas de esta última sociedad. En este sentido, resulta pertinente establecer los valores máximos y mínimos⁵⁴ que podrían ser aceptados por los accionistas a fin de aprobar el procedimiento de fusión.

Así, la valoración máxima que es posible admitir desde la óptica de los intereses de los accionistas de las sociedades absorbentes, esto es, aquella valoración y, por tanto, relación de canje que no suponga dilución del valor de las acciones (riqueza) ni del beneficio por acción, en un proceso de fusión por absorción sería (Sierra y Monterrey, 1991, 939-942):

$$B_{\text{máx}} = Va \Delta Na = Va [(\Delta BNa + BN'b - Cf) / BPAa]$$

Siendo:

$B_{\text{máx}}$: el precio máximo a satisfacer.

Va : valor teórico de cada acción de la empresa absorbente antes de la fusión.

ΔBNa : incremento esperado del beneficio neto de la sociedad absorbente.

$BN'b$: beneficio neto de la absorbida después de la fusión.

Cf : los costes asociados a la operación.

$BPAa$: beneficio por acción de la compañía absorbente antes de la operación.

ΔNa : número máximo de acciones a emitir por la absorbente.

Si el número de acciones nuevas a emitir por la sociedad absorbente se calcula de acuerdo con la anterior expresión, no existirá dilución del beneficio por acción, y si, además, dichos títulos se emiten por un valor de emisión Va (o superior) tampoco se producirá pérdida de riqueza patrimonial alguna para los accionistas de la sociedad absorbente.

⁵⁴ Un interesante trabajo sobre el precio a admitir para los distintos accionistas en el supuesto de una adquisición puede verse en Rojo Ramírez (1988a, 2479-2499).

Sustituyendo el valor teórico de cada acción de la absorbente antes de la fusión (Va) por la cotización bursátil (Pa), se obtiene el precio máximo a satisfacer expresado a precios de mercado; y, dado que, $Pa/BPAa$ viene a ser el PER bursátil de la compañía absorbente, la anterior expresión quedaría del siguiente modo:

$$B_{m\acute{a}x} = Pa \Delta Na = PERa (\Delta BNa + BN'b - Cf)$$

De acuerdo con esta ecuación, la empresa absorbente podrá admitir valores más elevados para la empresa absorbida, cuanto mayor sea: la relación PER de la sociedad absorbente, el beneficio esperado de la absorbida y el incremento de beneficio esperado de la sociedad absorbente. Por el contrario, cuanto más altos sean los costes asociados a la fusión o el beneficio por acción de la sociedad absorbente, menor debe ser la disposición a admitir valores elevados de las acciones.

III.3.1.3. Criterios de valoración contables en las fusiones: supuesto de absorción de sociedad íntegramente participada

De acuerdo con los textos legales el criterio general de valoración a emplear a efectos de la fusión, será el *valor real* del patrimonio. Ello supondrá que los valores contables de los elementos patrimoniales registrados en el balance de situación, teniendo en cuenta lo indicado sobre el balance de fusión (art. 239 TRLSA), podrán ajustarse a la valoración establecida a efectos de la fusión. De manera que, con carácter general, si se opta por tal registro se procederá a:

- eliminar aquellos activos y pasivos ficticios,
- incorporar las plusvalías o minusvalías de activos y pasivos admitidas en el proceso negociador,
- añadir aquellos activos y pasivos ocultos reconocidos con motivo de la fusión, y
- valorar el fondo de comercio (positivo o negativo) puesto de manifiesto a efectos de la fusión.

En suma, consideramos que, generalmente, en las fusiones se podrá abandonar el criterio de valoración del coste histórico, pues se admiten rectificaciones al mismo.

1) Supuesto de absorción de sociedad íntegramente participada

Sobre este caso particular, el ICAC (BOICAC n.º 12, 166-167) en respuesta a una consulta realizada sobre los criterios de valoración aplicables en las fusiones en que pertenezcan a la sociedad absorbente la totalidad de las acciones de la sociedad absorbida, indica que, habida cuenta que se halla pendiente el desarrollo en materia contable de la legislación mercantil en lo que se refiere a fusiones y escisiones de sociedades, entiende que en esta modalidad de absorción no existe ninguna norma de rango legal que permita rectificaciones contables al principio de precio de adquisición.

En este sentido, argumenta que, al tratarse de la fusión entre una sociedad dominante y una sociedad dependiente, la aplicación del principio de precio de adquisición determina que no se realice como consecuencia de la fusión por la parte del capital de la absorbida que posee la absorbente, ningún tipo de revalorización distinta a la derivada de la diferencia existente entre el precio de adquisición de la participación y el valor contable de los elementos patrimoniales de la sociedad dependiente en el momento de realizarse tal adquisición. Añade que, en aplicación del principio de precio de adquisición, en este supuesto especial de fusión:

“los elementos patrimoniales de la sociedad absorbente no deben ser objeto de revalorización y sólo será posible valorar los elementos patrimoniales de la sociedad absorbida hasta el importe de su valor de mercado en el momento que la sociedad absorbente adquirió la participación en la sociedad absorbida, siempre que el conjunto de tales valores no supere el precio de adquisición de la participación o el valor neto contable de la participación en el momento de la absorción si éste fuera menor”.

Por un lado, se prohíben, pues, las revalorizaciones de elementos patrimoniales de la sociedad absorbente, lo cual es correcto porque tales elementos no son objeto de ninguna transacción, y por otro lado, se permite que los elementos patrimoniales de la sociedad absorbida, que sí que son objeto de una transacción, se valoren por el precio de adquisición de la participación o por el valor real de los mismos caso de que fuera menor, de modo que, se identifica el valor de adquisición de dicha participación con el precio de adquisición de los bienes y derechos integrantes del patrimonio de la sociedad absorbida (Sanz Gadea y López-Santacruz, 1994, 23).

III.3.2. LA RELACIÓN DE CANJE DE LAS ACCIONES

III.3.2.1. Participación de cada empresa en la sociedad resultante de la fusión

Desde una óptica valorativa, el patrimonio de la sociedad resultante⁵⁵ de la fusión será igual a la suma de los patrimonios reales acordados a efectos de la fusión y aportados por cada una de las empresas que se fusionan. En consecuencia, cuando se establece la valoración real de cada sociedad a la vez se está fijando la participación que representa cada una de las empresas fusionadas sobre el patrimonio total de la sociedad resultante de la fusión, sea la sociedad de nueva creación o, la sociedad absorbente. De modo, que podemos calcular la participación relativa de una determinada sociedad que se fusiona sobre la sociedad resultante de la fusión de acuerdo con la siguiente expresión.

$$R_i = \frac{P_i}{\sum P_i}$$

Siendo;

R_i: la participación relativa de la empresa *i* sobre la empresa resultante de la fusión.

P_i: el valor del patrimonio real de la sociedad *i* reconocido a efectos de la fusión.

i: cada una de las empresas fusionadas, en donde

$$i = 1, \dots, n$$

En función de esta participación relativa se establecerá la relación de canje y el número de acciones a emitir por la sociedad resultante. Y en definitiva, la parte del capital de la empresa combinada, que corresponde a los accionistas de cada una de las empresas que participan en el proceso de fusión.

⁵⁵ Al referirnos a la sociedad resultante de la fusión lógicamente consideramos como tal, tanto a la empresa absorbente, como a la nueva sociedad que se crea con motivo de la fusión, según se trate, respectivamente, de una absorción o de una fusión con creación de nueva sociedad.

III.3.2.2. Determinación de los valores teóricos

Tomando como base el valor real del patrimonio de las empresas fusionadas, habrá que determinar el valor teórico de cada una de las acciones que integran sus respectivos capitales. Y, una vez conocidos los valores teóricos de las acciones de cada una de las empresas, se estará en disposición de establecer la relación de canje, que consistirá en la expresión del número concreto de acciones de la sociedad resultante que corresponde a un número determinado de acciones de cada una de las empresas extinguidas, teniendo en cuenta, el complemento en efectivo establecido, caso de que existiera.

A este respecto, hay que poner de relieve que, este valor teórico al que nos referimos, será igual al valor real de la acción, debido a la actualización de activos y pasivos a valores de mercado admitidos con motivo de la fusión. Además, al calcular este valor se deben considerar las posibles relaciones accionariales existentes entre las empresas fusionadas, ya que cualquier modificación en el patrimonio de una sociedad participada modifica el valor de la acción de la sociedad que posea tal participación.

Veamos a continuación cómo se determinan estos valores teóricos teniendo en cuenta las diferentes circunstancias posibles.

En primer lugar, quisiéramos recordar que, el concepto de valor teórico de una acción, independientemente del contexto de una fusión, indica la participación que corresponde sobre el patrimonio neto de una sociedad, a cada una de las acciones que integran su capital social, calculado dicho patrimonio en función de sus valores contables. Analíticamente se puede expresar como:

$$V = \frac{PN}{N}$$

Siendo:

- V : valor teórico de una acción.
- PN : el patrimonio neto de la empresa
- N : el número de acciones en circulación.

En donde el patrimonio neto de una empresa se puede calcular mediante dos procedimientos distintos que conducen al mismo resultado (Norverto y Bernabeu, 1997, 5-6):

- Como diferencia entre los saldos de las cuentas de activo (*A*) y los saldos de las cuentas del pasivo exigible (*PE*) de la empresa, esto es:

$$PN = A - PE$$

- Como diferencia entre los saldos de las cuentas de Neto positivas, y los saldos de las cuentas de Neto negativas.

$$PN = L - G$$

donde:

- L*: Suma de los saldos de las cuentas de Neto positivas.
- G*: Suma de los saldos de las cuentas de Neto negativas.

Siendo cuentas de Netos positivas:

- Capital suscrito.
- Prima de emisión.
- Reservas de revalorización.
- Otras reservas, cuyo origen sean beneficios no distribuidos.
- Remanentes de ejercicios anteriores.
- Aportaciones de socios para compensación de pérdidas.
- Beneficio del ejercicio, del que habrá que deducir, en su caso, la parte correspondiente a la distribución de dividendos.

Mientras que serían cuentas de Neto negativo:

- Resultados negativos de ejercicios anteriores.
- Pérdidas del ejercicio.
- Acciones propias.

En cambio, de acuerdo con la Resolución⁵⁶ del ICAC de 20/12/96, por la que se fijan criterios generales para determinar el concepto de patrimonio contable a efectos de los supuesto de reducción de capital y disolución de sociedades regulados en la Legislación Mercantil, no deben considerarse como partidas minoradoras del patrimonio neto, los gastos de establecimiento, por tratarse de activos necesarios para el funcionamiento de la empresa, ni los gastos a distribuir en varios ejercicios, ya que, éstos últimos constituyen, bien partidas compensadoras de pasivo (gastos financieros diferidos), bien, activos con una naturaleza semejante al de los gastos de establecimiento (gastos de formalización de deudas).

Sobre este último aspecto, conviene puntualizar que tal norma sólo se refiere a unos supuestos específicos de reducción de capital y disolución de sociedades (en concreto, los regulados en los arts. 163 y 260 del TRLSA y, en los arts. 79 y 104 de la Ley de Responsabilidad Limitada), por lo que pudiera no seguirse esta solución al contemplarse el cálculo del patrimonio neto a efectos de las operaciones de fusión. Además, esta interpretación puede ser discutible, pues, como indica Giménez Barriocanal (1997, 87), el TRLSA (art. 194.39) parece no considerar a los gastos de establecimiento como cualquier otro activo.

Este segundo procedimiento de cálculo del patrimonio, suele ser más empleado que el anterior, ya que requiere un menor esfuerzo de cálculo.

Ahora bien, éstos serían los cálculos a realizar para determinar el valor teórico de una acción en el supuesto en que todas las acciones en circulación tuvieran el mismo valor nominal. Puede suceder, sin embargo, que el capital social de la empresa esté integrado por acciones con diferente valor nominal (art. 48 TRLSA). En este caso, el valor teórico para las acciones que correspondan a diferentes series se puede determinar como:

$$V_r = (PN/T) \cdot VN_r$$

En donde:

⁵⁶ Sobre las Resoluciones del ICAC hay que insistir en que el Tribunal Superior de Justicia de Madrid, mediante sentencia de 19/1/92 declaró la nulidad de la Resolución del ICAC de 21/1/1992 sobre normas de valoración del inmovilizado inmaterial, lo que podría significar la invalidez de las restantes Resoluciones del ICAC, incluida ésta última. Si bien, esta sentencia no es firme por hallarse recurrida ante el Tribunal Supremo. En este sentido, una reflexión sobre la capacidad normativa del ICAC al hilo de la Resolución de 20/12/96 puede encontrarse en Serrano (1997, 11-13).

- V_r : es el valor teórico que corresponde a acciones de la clase r .
- r : cada una de las clases de acciones que integran el capital de la empresa, pudiendo tomar valores $r = 1, \dots, S$.
- VNr : el valor nominal de las acciones pertenecientes a la clase r .
- PN : el patrimonio neto de la empresa.
- T : capital social total de la empresa.

Llegado este punto, conviene significar que, en el caso que nos ocupa, esto es, la determinación de los valores teóricos de las acciones de las empresas que se fusionan, el valor del patrimonio neto admitido a efectos de la fusión puede coincidir con el valor del patrimonio neto calculado a partir de valores contables o bien apartarse de éste último. En efecto, como hemos puesto de manifiesto, en esta situación los patrimonios de las empresas fusionadas se valorarán tomando como referencia los valores reales, de manera que, por lo general, existirá una modificación de los valores contables y, por tanto, del patrimonio neto de la empresa.

Por lo que resulta oportuno dejar constancia, que en el ámbito de los procesos de fusión de empresas el valor del patrimonio neto se calculará como:

$$PN = PNr = PNC \pm R$$

donde:

- PNr : patrimonio neto *real*.
- PNC : patrimonio neto contable.
- R : correcciones del patrimonio neto contable admitidas en la fusión, netas del efecto impositivo⁵⁷.

⁵⁷ A estos efectos, hay que tener en cuenta que normalmente aparecerán ajustes fiscales derivados de la diferencias existentes entre normas fiscales y contables. La problemática inherente a estas correcciones fiscales y sus repercusiones en el plano contable aparecen tratadas con detalle en el siguiente apartado III.4.

Es decir, el patrimonio neto de la empresa que se fusiona será igual al patrimonio neto *real*, y por tanto, será igual al patrimonio neto contable más las correcciones necesarias y que corresponden a los acuerdos en la valoración de cada empresa a los que se ha llegado como consecuencia del proceso de fusión, tales como el reconocimiento de minusvalías o plusvalías, de activos ocultos o, de fondos de comercio.

Y por tanto, el valor teórico será:

$$V = PN_r / N$$

Esta forma de cálculo del valor teórico de las empresas fusionadas, sin embargo, no contiene todas las situaciones posibles. En efecto, este procedimiento será válido, sólo si se cumple que todas las acciones emitidas por la empresa se hallan en manos de terceros no involucrados en la fusión, es decir:

- si las propias empresas no poseen acciones propias en cartera, y;
- ninguna de las empresas que se fusionan mantiene participaciones en el capital de otras de las empresas que participan de la fusión.

Teniendo en cuenta estas consideraciones se pueden distinguir las tres siguientes situaciones:

- Las sociedades que se fusionan poseen acciones propias en autocartera.
- Las sociedades que se fusionan poseen participaciones en el capital de otras, pero éstas últimas no en las primeras.
- Sociedades que se fusionan poseen participaciones en el capital de otras y éstas últimas en las primeras, es decir, existen participaciones recíprocas en el capital de las empresas que se fusionan.

Veamos cuál sería el cálculo del valor teórico de las acciones en las circunstancias aludidas, suponiendo que todas las acciones que forman el capital social de las compañías que se fusionan tienen el mismo valor nominal.

1) *Valor teórico de la acción cuando la sociedad posee acciones propias en cartera*

La opinión más generalizada en esta cuestión es la de considerar que tales acciones propias en cartera no pueden tenerse en cuenta a efectos de la fusión, y que, en consecuencia, reducen el patrimonio neto. Esta posición ha sido, asimismo, la seguida en la antes citada Resolución del ICAC de 20/12/96, en donde se señala que las acciones propias representan aquella parte del patrimonio contable que ha sido entregada a antiguos accionistas como precio en la venta de sus acciones, por lo que reducirán el valor patrimonial de la sociedad.

Se procede, por tanto, a asignar su valor a las restantes acciones. A tenor de esto, la expresión inicial para determinar el valor teórico se modificará tanto en el numerador como el denominador, ya que, por un lado, habrá que minorar el patrimonio neto por el valor contable de las acciones propias en cartera, y por otro lado, se tendrá que disminuir el número de acciones restando el número de acciones que posea la empresa como autocartera. De manera que, la determinación del valor teórico podrá alcanzarse a partir de la expresión:

$$V = (PN - P) / (N - B)$$

Cumpléndose que: $PN = PN_r$, tal como antes ha sido definido, siendo:

- P : el valor de la inversión realizada en acciones propias.
 B : número de acciones propias que posee la empresa.

Este valor de la inversión, será igual a la suma de los valores contables de las cuentas que figuren en las rúbricas *Acciones propias*, que existan en el activo del balance dentro de los epígrafes: B) Inmovilizado y D) Activo Circulante.

2) *Valor teórico de la acción cuando unas sociedades fusionadas poseen participaciones en el capital de otras, pero éstas últimas no en las primeras*

Como paso previo, conviene establecer las siguientes precisiones terminológicas:

- Designaremos como P a las empresas participadas, esto es, a aquéllas

sociedades en las que una parte de sus acciones está en poder de otra de las sociedades que se fusionan, siendo V_p el valor teórico de estas empresas participadas.

- Llamaremos I a las empresas inversoras, es decir, aquéllas que mantienen una inversión en el capital de otras empresas fusionadas, siendo V_i el valor teórico de las acciones de estas compañías inversoras.

Por lo que se refiere al valor teórico de las acciones de la empresa cuyas acciones están en manos de otra empresa que participa en la fusión, éste no sufrirá ninguna alteración conforme a los planteamientos antes indicados, por lo que su valor teórico puede expresarse como:

$$V_p = PN_p / N_p$$

Donde:

- PN_p : patrimonio neto real de la empresa participada P .
 N_p : número de acciones de la empresa participada P .

Una vez, determinado el valor teórico de las acciones de las empresas del tipo "P", es posible fijar el valor teórico de las acciones de las sociedades del tipo "I" del siguiente modo:

$$V_i = (PN_i - I_p + y V_p) / N_i$$

Siendo:

- PN_i : el patrimonio *real* de la empresa inversora I .
 I_p : el valor neto contable de la inversión en acciones de la empresa P .
 y : el número de acciones de la empresa P que posee la empresa I .
 N_i : número de acciones que integran el capital de la empresa I .

En definitiva, para hallar el valor teórico de las acciones de las empresas a las que hemos calificado como inversoras habrá que, sustituir el valor contable neto de la inversión en acciones por su valor teórico de estas inversiones. El primero, será igual al precio de

adquisición de tales títulos corregido, en su caso, por las correspondientes dotaciones a provisiones, mientras que el segundo será igual al producto de multiplicar el número de acciones adquiridas por el valor teórico a efectos de la fusión de cada una de las acciones de la empresa participada.

Además, como es lógico, también se puede producir el caso en que ambas empresas *I* y *P* posean acciones propias en cartera, debiéndose extraer en el numerador el valor contable de las acciones propias en cartera y, asimismo, minorar en el denominador de sus respectivas expresiones, el número de acciones al restar el número de acciones propias en su poder.

3) *Valor teórico de la acción cuando existen participaciones recíprocas en el capital de las empresas que se fusionan*

Si consideramos la fusión de dos empresas *I* y *P*, las cuales mantienen una inversión mutua unas en el capital de las otras, en tal caso, a fin de establecer los valores teóricos de las acciones de las respectivas empresas, habrá que plantear el siguiente sistema de ecuaciones:

$$V_i = (PN_i - I_p + y V_p) / N_i$$

$$V_p = (PN_p - I_i + z V_i) / N_p$$

En donde se emplea la misma nomenclatura establecida en el apartado anterior, siendo ahora:

- I_i*: El valor neto contable de la inversión en acciones de *I* que mantiene la empresa *P*.
z: el número de acciones que posee *P* de la empresa *I*.

En el que todos los datos son conocidos salvo las incógnitas que son los valores teóricos que se desean calcular, en el caso que nos ocupa *V_i* y *V_p*. Por tanto, será necesario resolver un sistema de ecuaciones con tantas incógnitas y ecuaciones como sociedades mantengan relaciones accionarias recíprocas.

Ahora bien, estas empresas también pueden poseer acciones propias en autocartera, siendo en tal caso, de acuerdo con los planteamientos anteriores, el sistema a plantear:

$$V_i = [(PN_i - P_i) - I_p + y V_p] / (N_i - B_i)$$

$$V_p = [(PN_p - P_p) - I_i + z V_i] / (N_p - B_p)$$

En donde:

P_i, P_p : es el valor contable de la inversión en acciones propios de las empresas I y P , respectivamente.

B_i, B_p : el número de acciones propias en cartera que poseen, respectivamente, las empresas I y P .

4) *Una generalización del cálculo del valor teórico para i empresas fusionadas*

Tomando como base los anteriores razonamientos, proponemos la siguiente expresión general para determinar el valor teórico de una acción de una empresa que se fusiona en la que se pueden presentar simultáneamente todas las circunstancias antes indicadas y, considerando, además que, todas las acciones que componen su capital social tienen el mismo valor nominal:

$$V_i = [(PN_i - P_i) - \sum_j I_{ij} + \sum_j n_{ij} V_j] / (N_i - B_i)$$

Donde:

i : es el número de empresas que se fusionan, siendo $i = 1, \dots, n$

j : el número de empresas de las que la empresa i posee acciones, siendo:

$$j = 1, \dots, k \quad \text{y cumpliéndose que:} \quad k < n$$

Y además debe cumplirse que $i \neq j$, esto es, que no tomen a la vez el mismo valor.

V_i : el valor teórico de una acción de la empresa i .

- P_i : el valor contable de las acciones propias en cartera que posee la empresa i .
- I_{ij} : el valor contable de las acciones que la empresa i posee de la empresa j .
- N_{ij} : es el número de acciones que la empresa i tiene de la empresa j .
- V_j : el valor teórico de una acción de la empresa j .
- N_i : número de acciones de la empresa i .
- B_i : número de acciones propias que mantiene en cartera la empresa i .

A partir de la anterior expresión se plantearía el siguiente sistema de n ecuaciones para la determinación de los valores teóricos de i empresas fusionadas:

$$V_1 = [(PN_1 - P_1) - \sum_j I_{1j} + \sum_j N_{1j} V_j] / (N_1 - B_1)$$

$$V_2 = [(PN_2 - P_2) - \sum_j I_{2j} + \sum_j N_{2j} V_j] / (N_2 - B_2)$$

.....

$$V_n = [(PN_n - P_n) - \sum_j I_{nj} + \sum_j N_{nj} V_j] / (N_n - B_n)$$

Si además sucediera que el capital social de las empresas que se fusionan estuviera formado por acciones de distinto valor nominal, habría que calcular el valor teórico de cada una de estas series de acciones. En este sentido, proponemos como expresión general a partir de la cual se generará un sistema de n ecuaciones para el supuesto de i sociedades fusionadas:

$$V_{ir} = [(PN_i - P_i) - \sum_j I_{ij} - \sum_j N_{ij} V_j] (V_{ir} / T_i)$$

A estos efectos, sólo se incluyen con respecto al supuesto general anterior los siguientes términos:

- V_{ir} : valor teórico de una acción de la empresa i cuyo valor nominal es r .
- T_i : capital social de la empresa i .
- $V_{N_{ir}}$: acciones de la empresa i , cuyo valor nominal es r .

Análogamente, se establecería el siguiente sistema formado por n ecuaciones:

$$V_{1r} = [(PN_1 - P_1) - \sum_j I_{1j} - \sum_j N_{1j} V_j] (V_{1r} / T_1)$$

$$V_{2r} = [(PN_2 - P_2) - \sum_j I_{2j} - \sum_j N_{2j} V_j] (V_{2r} / T_2)$$

.....

.....

$$V_{nr} = [(PN_n - P_n) - \sum_j I_{nj} - \sum_j N_{nj} V_j] (V_{nr} / T_n)$$

Quisiéramos, por último significar que, obviamente estos procedimientos de cálculos son independientes del tipo de fusión que se realice, e igualmente aplicables para la fusión por absorción así como para la fusión por creación de nueva sociedad.

III.3.2.3. Establecimiento del tipo de canje de las acciones

Una vez que se han calculado los valores teóricos de las acciones de las sociedades que participan en la fusión, el siguiente paso consiste en determinar el tipo de canje. Este no es más que la expresión de la relación de proporcionalidad que subyace en la legislación y que, en última instancia, pretende que el intercambio de acciones entre empresas extinguidas y resultantes de la fusión sea equitativo.

El tipo de canje permite por tanto, por un lado, determinar el número de acciones a emitir por la sociedad resultante de la fusión, y, por otro lado, sirve para establecer el número de acciones de las sociedades extinguidas que dan derecho a una o varias de la sociedad absorbente o, en su caso, de la sociedad de nueva constitución (Largo Gil, 1992, 302).

De acuerdo con ello, tomando como base los valores teóricos de las acciones la relación o tipo de canje, sería igual a la expresión:

$$V_e/V_r$$

Siendo;

- V_e : el valor teórico de una acción de cada una de las sociedades que se extinguen, determinado a efectos de la fusión y;
- V_r : el valor teórico a efectos de la fusión de una acción de la sociedad resultante de la operación, es decir, la sociedad absorbente o la sociedad de nueva creación.

A este respecto, Corona Romero (1990, 590-591) señala que existirán infinitos pares de valoraciones de patrimonio que cumplen una determinada relación de canje.

Centrándonos en la repercusión que el tipo de canje tiene para cada uno de los accionistas⁵⁸ de las empresas extinguidas, éste expresará, pues, para un número dado de acciones de las sociedades extintas cuántas acciones corresponden de la sociedad resultante de la fusión. De manera que, este tipo de canje podría expresarse como:

$$a Va = w Vw$$

Lo que nos indicará que un accionista que posea “ a ” acciones de la sociedad extinguida “ A ” recibirá “ w ” acciones de la empresa resultante “ W ”. Por tanto, existirán tantos tipos de canje como sociedades se extingan.

Ahora bien, tal como antes comentamos, con el propósito de ajustar estas relaciones de canje es posible que el tipo de canje no se establezca exclusivamente en términos de intercambio de acciones, sino que en el mismo se incluya un complemento en efectivo.

En esta última circunstancia, la contraprestación que reciben los accionistas de las empresas extintas no coincidirá con el importe de la emisión de acciones que realizará la sociedad resultante, ya se trate de la ampliación de capital que llevará a cabo la empresa absorbente, ya sea la emisión de acciones a realizar por la nueva sociedad que se cree.

Con lo que la anterior expresión del tipo de canje se transformaría en:

$$aVa = w Vw + E$$

⁵⁸ En el siguiente apartado abordaremos las repercusiones que el tipo de canje ejerce sobre las características de las acciones a emitir por la sociedad resultante de la fusión, dada sus variadas consecuencias .

Siendo a estos efectos:

E: el efectivo recibido por los accionistas y que en ningún caso puede superar al 10 por ciento del valor nominal de las “*w*” acciones recibidas.

Si retomamos los comentarios, que sobre esta cuestión realizamos a tenor del contenido de nuestra regulación legal, en los que admitimos la posibilidad de sean los propios accionistas de las sociedades extinguidas quienes realicen una aportación en efectivo, consideramos que el tipo de canje también podría expresarse como:

$$a Va + M = w Vw$$

Donde;

M: es la aportación en efectivo que realizan los accionistas de las sociedades extinguidas.

Con respecto a este último caso de aportación en efectivo, en nuestra opinión, no sería aplicable la restricción relativa al 10 por ciento del valor nominal, debido a que aquí se mantendría igualmente la aludida relación de proporcionalidad. Si bien, con la diferencia de que ahora la contraprestación que reciben los accionistas por su aportación se realiza exclusivamente en acciones. Y por otro lado, los accionistas aportan a la nueva sociedad resultante de la fusión no sólo la parte que le corresponde sobre el patrimonio de la sociedad extinguida, sino además otra fracción de su patrimonio personal en efectivo.

III.3.3. ACCIONES EMITIDAS EN LA FUSIÓN: CARACTERÍSTICAS

Conocida la relación o relaciones de canje, existirán tantas como empresas extinguidas en la fusión, el siguiente paso consiste en fijar las características de la emisión de acciones que ha de efectuar la empresa resultante de la fusión, esto es, las que integran en su caso, la ampliación de capital que llevará a cabo la empresa absorbente o, las acciones a emitir por la nueva empresa que se cree. Estas características serán fundamentalmente el número de acciones a emitir y el valor de emisión de tales títulos.

Al respecto, debe tenerse en cuenta que como señala la profesora Cantorna (1992, 204) la sociedad resultante podrá emitir diversas series de acciones con diferentes valores nominales con el fin de facilitar el canje de acciones. Asimismo, normalmente se emitirán acciones ordinarias, salvo que existieran socios en las empresas participantes en la fusión que disfrutaran de derechos especiales (Rojo Ramírez, 1996, 385).

Tal como hemos puesto de manifiesto, para garantizar la proporcionalidad de las participaciones que poseen los accionistas, el valor de las acciones que emita la sociedad resultante ha de ser equivalente al valor de los patrimonios aportados por las empresas que se extinguen con motivo de la fusión. De manera que, tradicionalmente se ha empleado la siguiente ecuación de canje para establecer las características de la emisión de acciones a realizar (número y valor de emisión):

$$N_f V_f = \sum_i N_i V_i \quad (1)$$

Siendo,

- N_f : el número de acciones a emitir por la sociedad resultante de la fusión (la absorbente o la de nueva constitución).
- V_f : el valor de emisión de las acciones de la nueva sociedad resultante.
- i : el número de empresas extinguidas en la fusión; donde:

$$i = 1, \dots, n.$$

- N_i : número de acciones en circulación de la empresa i .
- V_i : valor teórico calculado a efectos de la fusión de una acción de la sociedad extinguida i .

Partiendo de esta expresión general, y con el propósito de efectuar un análisis detallado de las posibles circunstancias que pueden producirse, abordaremos en primer lugar el caso en que se produce una fusión por creación de nueva sociedad, y, a continuación, aquél en que existe una absorción, distinguiendo en cada uno de ellos las diversas modalidades que pueden presentarse en función de la existencia de participaciones en el capital entre las empresas que intervienen en la fusión. Por último, propondremos una generalización de tal procedimiento, considerando todos los tipos de inversiones en acciones que pueden mantener entre sí las distintas empresas que se fusionan.

III.3.3.1. En la fusión por creación de nueva sociedad

En este procedimiento de fusión, el número de sociedades que participan en la fusión es igual al número de sociedades extinguidas, esto es, “*i*” empresas según la nomenclatura propuesta, ya que todas se extinguen transfiriendo sus respectivos patrimonios a la nueva sociedad que se cree.

Ahora bien, es posible distinguir las siguientes situaciones relativas a la posesión de acciones de unas empresas que se fusionan en otras que también participan en la fusión:

1) *No existen inversiones en el capital de las empresas que se fusionan*

Partiendo de la anterior expresión general de la ecuación de canje, en este supuesto la sociedad resultante será la nueva sociedad que se constituye. Y, además no existe ninguna participación en el capital de ninguna de las sociedades que se extinguen (o fusionan).

$$N_f V_f = \sum_i N_i V_i \quad (2)$$

Para calcular el valor del importe de la emisión de acciones que debe realizar esta nueva empresa, habrá que determinar dos incógnitas: N_f , V_f . Por tanto, resulta preciso fijar el valor de una de ellas a fin de conocer el valor de la otra. En este sentido, se puede establecer el valor de emisión de los títulos que se desee, cumpliéndose que tal valor de emisión debe ser igual a la suma del valor nominal establecido de las acciones más el valor

de la prima de emisión establecida (caso que se opte por establecerla). En definitiva, habrá que establecer el valor nominal de las nuevas acciones y el valor de emisión, pudiendo coincidir ambos valores o no. En el primer caso, se trataría de una emisión realizada a la par, mientras que el segundo sería el de una emisión realizada por encima de la par.

Así pues, en la ecuación anterior (2):

$$Vf = VN + P$$

Siendo;

VN : valor nominal de cada una de las acciones emitidas.

P : prima de emisión de cada una de las acciones emitidas.

Una vez establecido el valor de emisión de las acciones, la única incógnita que existe en la ecuación (2) será Nf , que se calculará como:

$$Nf = \left(\sum_i Ni Vi \right) / Vr$$

Donde la expresión Vi/Vr es la relación o tipo de canje.

De esta forma, una vez conocido el número de acciones a emitir por la sociedad de nueva creación, teniendo en cuenta la relación de canje o el porcentaje de participación que cada sociedad representa sobre el patrimonio total de la nueva sociedad, se conoce el número de acciones que corresponde a los accionistas de cada una de las empresas extinguidas (dividiendo el patrimonio neto de la sociedad extinguida entre el valor de emisión fijado para las acciones de la nueva sociedad).

No obstante, resulta conveniente indicar que también podría haberse optado en la ecuación (2) por fijar previamente el número de acciones que se desea emitir, de modo que en este supuesto la incógnita a despejar sería el valor de emisión de tales títulos.

$$Vf = VN + P = \sum_i Ni Vi / Nf$$

Si se adopta esta segunda opción habría que decidir si el valor nominal de los títulos coincidirá con el valor de emisión o se establece una prima de emisión.

2) *Existen inversiones en el capital de las empresas que se fusionan*

Aquí sucede que unas empresas que se fusionan poseen participaciones en el capital de otras sociedades que, a su vez, también intervienen en la operación, pudiendo existir participaciones de carácter recíproco o no.

En este caso, las acciones correspondientes a estas participaciones no pueden ser computadas ya que la sociedad de nueva creación al producirse la fusión entra en poder de ellas (Rojo Ramírez, 1992, 473). De manera que, de cara a determinar el número de acciones a emitir habrá de nuevo que fijar el valor de emisión de los títulos, pero ahora empleando la siguiente ecuación:

$$N_f V_f = \sum_i N_i V_i - \sum_{ij} N_{ij} V_j$$

En donde;

N_{ij} : número de acciones que la empresa extinguida i posee de la empresa extinguida j .

Siendo $i = j = 1, \dots, n$. No pudiendo tomar el mismo valor a la vez en la expresión N_{ij} , pues la existencia de acciones propias, ya ha sido tenida en cuenta al calcular los correspondientes valores teóricos, al restarse su valor contable al valorar el patrimonio social y al restar el número de acciones propias en autocartera del número de acciones en circulación que posee la sociedad cuyo valor teórico se calcula.

V_j : valor teórico de las acciones de la empresa extinguida j .

El resto del proceso es similar al antes comentado y, de la misma manera en esta última igualdad, existen dos incógnitas a determinar: V_f , N_f y, análogamente, fijando el valor que se desee de una de las dos es posible determinar el valor de la otra, de modo que el número de acciones a emitir sería:

$$N_f = \sum_i N_i V_i / V_f - \sum_{ij} N_{ij} V_j / V_f$$

cumpléndose que $V_f = VN + P$

Así pues, puede concluirse que, en el supuesto de fusión por constitución de nueva sociedad, no existe una única solución de las ecuaciones (2) y (3), sino que cualquiera de los valores que tome el par (V_f, N_f) será una solución adecuada siempre y cuando satisfagan las anteriores igualdades.

Las participaciones en el capital que unas sociedades mantienen en las de las otras, así como las acciones propias que pudieran mantener en cartera las distintas sociedades que se fusionan deben, por tanto, amortizarse pues todas ellas corresponden a participaciones accionariales sobre el capital de sociedades que desaparecen con motivo de la fusión.

III.3.3.2. En la fusión por absorción

Cuando nos hallamos ante una absorción todas las empresas que se fusionan se extinguen salvo una: la empresa absorbente. Por tanto, el número de empresas que se fusionan será ahora igual a " $f + i$ "; donde f representa a la empresa absorbente. Ello significa que siempre será mayor la cifra de empresas que intervienen en la fusión que la de empresas extintas con motivo de la fusión (siendo este último número " i ", de acuerdo con la nomenclatura establecida).

Además, la empresa resultante es la absorbente, con lo que a cambio del patrimonio que recibe de las empresas que se extinguen (las absorbidas) deberá realizar una ampliación de capital. Y a diferencia del caso de fusión por constitución de nueva sociedad, sí se conoce el valor de emisión de los títulos que debe emitir la sociedad absorbente, pues previamente ya se ha calculado cuál es el valor teórico de las acciones de esta empresa a efectos de la fusión.

En suma, V_f (el valor de emisión de las acciones emitidas por la sociedad absorbente) será igual al valor teórico de las acciones de esta empresa, el cual ya es conocido, pues ha sido calculado para determinar la relación de canje, en el que ya se han tenido en cuenta el valor de los patrimonios reales a efectos de la fusión y el hecho, en su caso, de que las empresas fusionadas posean acciones propias en autocartera. No obstante, de nuevo este valor de emisión estará integrado por la suma del valor nominal de los títulos más la prima de emisión ($V_f = VN + P$), siendo bastante usual que se opte por emitir acciones con una prima de emisión, para mantener la equidad entre antiguos y nuevos accionistas.

Por lo que conocido el valor de emisión de los títulos, la única incógnita a determinar será el número de acciones por las que debe ampliar capital la empresa absorbente.

Aunque, de estos planteamientos iniciales puede inferirse que se trata de un proceso muy sencillo, hay que resaltar que existen situaciones bastante complicadas, ya que con cierta frecuencia las empresas antes de iniciar el proceso de fusión suelen realizar inversiones en el capital de aquellas sociedades con las que es posible que decidan fusionarse.

A efectos de sencillez expositiva y didáctica, hemos optado por partir del caso más simple, a saber, aquél en el que no existen participaciones en el capital de las empresas que se fusionan, abordando a continuación y por este orden, aquéllos en que la sociedad absorbente posee inversiones en el capital de la absorbida y viceversa, el caso en que existen participaciones recíprocas entre las empresas absorbidas y absorbente, para formular seguidamente, cuál sería el planteamiento a seguir en el supuesto en que se presentaran simultáneamente todas las circunstancias comentadas; haciendo, por último, referencia al supuesto de absorción de una sociedad íntegramente participada por la sociedad absorbente.

1) No existen inversiones en el capital de las empresas que se fusionan

Si partimos de la expresión (1):

$$N_f V_f = \sum_i N_i V_i$$

En este supuesto:

- N_f*: será el número de acciones a emitir por la empresa absorbente.
- V_f*: el valor de emisión de cada una de las acciones de que debe emitir la sociedad absorbente, que será igual al valor teórico determinado a efectos de la fusión.
- i*: número de empresas extinguidas (en este caso serán sólo las absorbidas).
- N_i*: el número de acciones en circulación de la sociedad absorbida *i* (se habrán restado las acciones propias).

V_i : el valor teórico de cada una de las acciones de la sociedad absorbida i .

Como se conoce V_f , el número de acciones por las que ha de ampliar capital la sociedad absorbente será:

$$N_f = \sum_i N_i V_i / V_f$$

Ahora bien, podría ocurrir que, pese a que ningún paquete accionarial estuviera en poder de otra sociedad que también participa en la fusión, las diferentes sociedades hubiesen procedido a la adquisición de acciones propias. Considerando que N_f en la expresión anterior representa el número de acciones que debe emitir la sociedad absorbente como contraprestación a la aportación que realiza cualquier accionista de la sociedad (no siendo dicho accionista ninguna de las restantes sociedades que se fusionan), veamos que situaciones pueden derivarse de ello:

- *La sociedad absorbente posee acciones propias en autocartera:* Estos títulos emitidos N_f serían los que deben entregarse a dichos accionistas, suponiendo que las acciones propias que mantiene en cartera la empresa absorbente no son empleadas para realizar el canje de títulos, en consecuencia, estas acciones propias que mantiene la sociedad absorbente deberían ser amortizadas o mantenerse en cartera, en éste último caso, siempre que no se contraviniera lo previsto en el TRLSA sobre operaciones con acciones propias.

Si la empresa absorbente desea emplear las acciones propias que posee a fin de realizar el canje de acciones, en tal caso la empresa ya no necesitará emitir N_f acciones, sino sólo $N_f - B$ siendo B : el número de acciones que la empresa absorbente posee en autocartera y que decide emplear para el canje, puesto que podría suceder que decidiera emplear sólo una parte de tales acciones propias para el canje.

- *Las sociedades absorbidas poseen acciones propias en autocartera:* En este supuesto, tal como expusimos anteriormente, debe procederse a la amortización de estas acciones, puesto que se refieren a sociedades que se extinguen al realizarse la fusión; no afectando a la cantidad N_f que debe emitir la sociedad absorbente.

2) *La sociedad absorbente posee acciones de las sociedades absorbidas*

En este contexto, la sociedad absorbente ya es propietaria de una parte del patrimonio de la sociedad que absorbe, por lo que no deberá emitir acciones por aquellas acciones de la sociedad absorbida que ya están en su poder, y sólo para los restantes accionistas de la empresa absorbida. De modo que la ecuación de canje, considerando que existen i empresas absorbidas será:

$$Nf Vf = \sum_i Ni Vi - \sum_r Sr - Vr \quad (4)$$

Donde;

i : número de empresas absorbidas.

r : número de empresas absorbidas de las que la empresa absorbente f posee acciones.

Tomado " i " y " r " los siguientes valores:

$i = 1, \dots, n$.

$r = 1, \dots, k$ siendo $k \leq n$.

En efecto, como máximo la empresa absorbente podrá tener acciones de todas las empresas absorbidas, pero será más frecuente que tenga sólo una parte de ellas.

Ni : número de acciones en circulación de la empresa i .

Sr : número de acciones que la empresa absorbente posee de la empresa absorbida r .

Vr : valor teórico de las acciones de la empresa r .

A partir de la expresión (4), el número de acciones a emitir por la sociedad absorbente será:

$$Nf = \sum_i N_i V_i / V_f - \sum_r S_r V_r / V_f$$

En el supuesto de que la sociedad absorbente y/o las absorbidas poseyeran acciones propias en cartera, se cumplirán los mismos razonamientos expuestos en el apartado anterior y, por lo que se refiere a las acciones que la sociedad absorbente posee de las sociedades absorbidas, éstas deben ser amortizadas, ya que se trata de acciones que integran el capital de sociedades que desaparecen al realizarse la fusión.

3) *La sociedad absorbida posee acciones de la absorbente*

En esta situación la sociedad absorbida posee una parte del capital de la empresa absorbente, de manera que la sociedad absorbente no deberá emitir acciones por esta parte del patrimonio que como consecuencia de la fusión le pertenecerá. De modo, que tal como indicamos antes, con estas acciones la sociedad absorbente podrá adoptar varias opciones: amortizarlas, mantenerlas en cartera o, emplearlas para el canje, disponiendo en este caso de estas acciones para entregarlas a los restantes accionistas de las empresas extinguidas.

Cualquiera que sea la solución que elija la empresa absorbente, queda claro, pues, que sólo deberá emitirse acciones para los restantes accionistas de las empresas extinguidas.

Por ello en la expresión (1) habrá que detraer la parte del patrimonio de la sociedad absorbente que poseen las acciones absorbidas, siendo ahora la ecuación de canje:

$$Nf V_f = \sum_i N_i V_i - \sum_p S'_p V_f \quad (5)$$

Siendo:

p : el número de empresas absorbidas que poseen acciones de la sociedad absorbente.

donde $p = 1, \dots, s$ siendo $s \leq i$

Ya que como máximo el número de empresas que poseen acciones de la absorbente puede ser igual a todas y cada una de las empresas absorbidas, aunque por lo general será un número menor.

$S'p$: el número de acciones de la empresa absorbente que posee la sociedad absorbida p .

Partiendo de la ecuación de canje (5) se deduce fácilmente el número de acciones a emitir por la sociedad absorbente:

$$Nf = \sum_i N_i V_i / V_f - \sum_p S'p$$

Ahora bien, en este caso, Nf será la cantidad de acciones que debe emitir la empresa absorbente, suponiendo que las acciones de la sociedad absorbente en manos de las distintas sociedades absorbidas ($S'p$) son amortizadas o se mantienen en cartera. Si se decide que tales acciones se mantengan en cartera, éstas pasarán a integrar el activo de la sociedad absorbente, siempre y cuando se cumpliera con el tratamiento sobre acciones propias previsto en el TRLSA. Sin embargo, en el supuesto de que se optara por emplear estas acciones para el canje, que suele ser la alternativa más seguida desde el punto de vista teórico, la empresa absorbente sólo necesitaría emitir: $Nf - S'p$ acciones para proceder a realizar el canje, siempre que se destinaran la totalidad de estas acciones para efectuar el canje.

En suma, el número de acciones a emitir Nf se verá minorado por el número de acciones que la sociedad absorbida posee de la sociedad absorbente y que se decide emplear para realizar el canje.

Asimismo, si las sociedades absorbidas y la absorbente mantuvieran en cartera acciones propias, serían aplicables los razonamientos antes indicados. De manera que, si la sociedad absorbente poseyera acciones propias en cartera, y alguna sociedad absorbida tuviese en su poder acciones de la sociedad absorbente, y todas ellas decidiesen emplearse para el canje, el total de acciones a emitir sería: $Nf - B - S'p$.

4) *Existen participaciones mutuas en el capital de la empresa absorbente y la absorbida*

En este caso, en que existen relaciones de dependencia mutua, para determinar las acciones a emitir por la sociedad absorbente hay que tener en cuenta que ambas empresas están interrelacionadas, por este motivo, es preciso determinar simultáneamente los

patrimonios netos de cada sociedad (Alvárez López, 1991, 424).

Habida cuenta de los razonamientos expuestos en los dos apartados anteriores, la ecuación de canje que recoge tal expresión será:

$$N_f V_f = \sum_i N_i V_i - \sum_r S_r V_r - \sum_p S'_p V_f$$

Donde el número de acciones a emitir será:

$$N_f = \sum_i N_i V_i / V_f - \sum_r S_r V_r / V_f - \sum_p S'_p$$

En este supuesto son, asimismo, aplicables las posibles alternativas comentadas en relación con las acciones propias en cartera y las participaciones accionariales que pueden mantener entre sí las distintas sociedades que intervienen en la fusión.

- 5) *Expresión general⁵⁹ para el caso de i empresas absorbidas en donde existen participaciones recíprocas entre las sociedades absorbidas y la sociedad absorbente; y además las empresas absorbidas poseen acciones entre sí*

Este sería, el caso más general, en el que se consideran todas las posibilidades que pueden establecerse en el capital de las empresas que participan en la absorción.

La ecuación que recoge la igualdad entre los patrimonios transferidos y el valor de las acciones que se emiten será:

$$N_f V_f = \sum_i N_i V_i - \sum_{rj} N_{rj} V_j \quad (6)$$

Donde:

⁵⁹ Asimismo, una interesante propuesta de generalización, si bien expresada a partir del cálculo del patrimonio social como diferencia entre activo y pasivo exigible se puede consultar en Fernández Gámez (1988, 1367-1380).

i : número de empresas absorbidas.

$r = j$: número total de empresas que se fusionan (es decir, incluyendo la sociedad absorbente)

pudiendo ser:

$i = 1, \dots, n$.

$r = f + i = f + (1, \dots, n)$.

$j = f + i = f + (1, \dots, n)$.

Siendo f : la empresa absorbente

N_{rj} : el número de acciones que la empresa r tiene de la empresa j .

No pudiendo tomar, a la vez, en esta expresión el mismo valor " r " y " j ". Es decir, no se incluyen por ejemplo, las acciones de la empresa 1 que posee la empresa 1, puesto que las acciones propias que mantienen en cartera cada una de las empresas que se fusionan ya han sido consideradas al establecer la expresión (6).

Por tanto el número de acciones a emitir por la sociedad resultante f se calculará como:

$$N_f = \sum_i N_i V_i / V_f - \sum_{rj} N_{rj} V_j / V_f$$

Siendo aplicables los comentarios antes referidos sobre los distintos casos que pueden presentarse sobre las acciones propias y las participaciones en el capital de unas sociedades que se fusionan sobre las otras. Si bien, quisiéramos agregar que, aquellas acciones que unas acciones absorbidas poseen de otras sociedades que, a su vez, también son absorbidas deben ser amortizadas, y no afectan al número de títulos N_f que debe emitir la sociedad absorbente.

6) *Absorción de sociedad íntegramente participada*

Cuando la sociedad absorbente posee todas las acciones de la sociedad absorbida, en tal supuesto, la sociedad absorbente no deberá emitir acciones (art. 250.2 TRLSA), puesto que el único accionista es ella misma y ya posee antes de realizar la fusión todas las acciones de la sociedad absorbida.

III.3.3.3. Una propuesta de generalización

De cuanto antecede, se puede concluir diciendo que la sociedad resultante de la fusión, sólo debe emitir acciones que correspondan al patrimonio que le ha sido transferido por accionistas que no sean ninguna de las empresas que intervienen en la fusión, es decir, sólo se tendrá en cuenta los restantes accionistas.

En consecuencia, el número de acciones a emitir cualquiera que sea el procedimiento de fusión (absorción o constitución de nueva sociedad) estará en función, fundamentalmente, de:

- El patrimonio que transfieren las sociedades extinguidas.
- La participación que mantienen entre sí las sociedades fusionadas.

En particular, a nuestro juicio, los principales factores de los que depende el número de acciones a emitir en el supuesto de fusión por absorción, así como en el de constitución de nueva sociedad son los mostramos en el cuadro 55.

CUADRO 55

Factores determinantes de las acciones a emitir

FUSIÓN POR ABSORCIÓN	FUSIÓN POR CONSTITUCIÓN
<ul style="list-style-type: none"> • El valor del patrimonio recibido de las sociedades absorbidas. • El valor de la participación que la empresa absorbente posee en el patrimonio de las absorbidas. • El valor de la participación que las empresas absorbidas poseen de la sociedad absorbente. • El valor de la participación que las empresas absorbidas poseen en el capital de otras sociedades absorbidas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Valor del patrimonio transferido por las empresas extinguidas. • Valor de la participación que las empresas extinguidas mantienen unas en el capital de las otras.

Si bien, tal como hemos visto, la determinación del número de acciones a emitir implica que previamente se conozca el valor de emisión de estos títulos, que en el caso de fusión por creación de nueva sociedad será fijado libremente, mientras que en el supuesto de absorción será igual al valor teórico calculado a efectos de la fusión de cada una de las acciones de la sociedad absorbente.

De forma analítica la ecuación de canje general considerando que se extinguen i empresas será:

$$N_f V_f = \sum_i N_i V_i - \sum_{rj} N_{rj} V_j$$

Siendo;

- N_f : el número de acciones que emite la sociedad resultante de la fusión.
- V_f : el valor de emisión de cada una de las acciones que emite la sociedad resultante de la fusión.
- i : el número de empresas extinguidas en la fusión.
- N_i : el número de acciones en circulación de la empresa extinguida i .
- V_i : valor teórico de cada una de las acciones de la empresa extinguida i .
- j : número de empresas que participan en la fusión.
- r : número de empresas que participan en la fusión.
- V_j : valor teórico de cada una de las acciones de la empresa j .

1) *El caso de fusión por absorción*

En este supuesto:

$$I = 1, \dots, n.$$

$$r = j = 1, \dots, k; \text{ siendo } k = f + i = f + (1, \dots, n)$$

cumpliéndose por tanto que $i < k$

f : la empresa absorbente.

No pudiendo cumplir que en la expresión Nrj tomen a la vez “ r ” y “ j ” el mismo valor, es decir:

$$Nrj / r \neq j$$

2) *El caso de fusión por constitución de nueva sociedad*

La única diferencia con respecto al supuesto de absorción consiste en que, ahora, se cumple que:

$$k = n$$

puesto que:

$$f = 0 \quad k = f + i$$

Es decir, el número de empresas extinguidas coincide con el número de empresas que participan en la fusión, ya que no existe la empresa absorbente.

Y en consecuencia:

$$r = 1, \dots, n.$$

$$j = 1, \dots, n.$$

III.3.4. EL BALANCE DE FUSIÓN

III.3.4.1. Principales aspectos legales del balance de fusión

Estos se hallan contenidos fundamentalmente en la Tercera Directiva, el TRLSA y en el Reglamento del Registro Mercantil.

En la Tercera Directiva, al indicar los documentos que deben ponerse a disposición de los accionistas, al menos, con un mes de antelación a la reunión de la Junta general, se citan entre otros:

- Un estado contable cerrado a una fecha que no deberá ser anterior al primer día del tercer mes precedente a la fecha del proyecto de fusión en el caso de que las últimas cuentas anuales se refieran a un ejercicio cuyo final sea anterior a esta fecha en más de seis meses (art. 11.1.c).
- Este estado contable se establecerá siguiendo los mismos métodos y presentación que el último balance anual (art. 11.2).

Asimismo, la Tercera Directiva establece (art. 11.2) en relación con este estado contable que, los estados miembros podrán prever:

- 1) Que no sea necesario realizar un nuevo inventario real.
- 2) Que las valoraciones que figuren en el último balance sólo se modifiquen en función de los movimientos contables. No obstante, se tendrán en cuenta:
 - a) las amortizaciones y provisiones temporales.
 - b) los cambios importantes de valor real que no aparezcan en los asientos.

En el ámbito de nuestra legislación mercantil, el TRLSA habla expresamente del que denomina balance de fusión y, no ya, de un estado contable como sucede en la Tercera Directiva. Este balance de fusión podrá ser el último balance de situación aprobado, siempre que hubiera sido cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha de celebración de la Junta general que ha de resolver sobre la fusión.

Notése que, a este respecto, se exige que sea un balance de situación no sólo cerrado dentro del mencionado plazo, sino además aprobado.

Si, por el contrario, el balance de situación no cumpliera con esta exigencia, se formulará otro cerrado con posterioridad al primer día del tercer mes precedente a la fecha del proyecto de fusión, siguiendo los mismos métodos y criterios del último balance anual.

En ambos casos, *podrán* modificarse las valoraciones contenidas en el último balance, en atención a alteraciones importantes del valor real que no aparezcan en la contabilidad (art. 239.1 TRLSA).

Sobre este punto, se ha incidido en el alto componente subjetivo que existe al hablarse de alternaciones "importantes".

Este balance de fusión deberá ser verificado por los auditores de cuentas de la sociedad cuando exista obligación de auditar y habrá de ser sometido a la aprobación de la Junta general de accionistas (art. 239.2).

Además, la impugnación del balance de fusión no podrá suspender, por sí sola, la ejecución de la fusión. Al respecto, Becker y Becker (1995, 319) indican que de este precepto se desprende que la impugnación solamente puede resolver correcciones de la valoración atribuida a las partidas que figuran en el balance de fusión, o relativas a la compensación complementaria en dinero.

Por su parte, el Reglamento del Registro Mercantil, al hacer referencia a la escritura pública de fusión, entre otras circunstancias, indica que se incluirá el balance de fusión de las sociedades que se extinguen y, en su caso, el informe de los auditores (art. 227. 2 RRM).

III.3.4.2. Clases y objetivo del balance de fusión

Del examen de la normativa legal comentada se deduce, pues, que pueden distinguirse dos clases de balance de fusión:

- Aquél que se corresponde con el balance de situación incluido en las últimas cuentas anuales, siempre que se hubiese cerrado y aprobado en un plazo no superior a los seis meses antes de reunirse la Junta general.

- Aquél elaborado expresamente como balance de fusión.

Conviene precisar que, en relación con la primera modalidad de balance de fusión, ésta constituye una opción que se ofrece a las sociedades, es decir, si se cumplen los requisitos establecidos en la ley; y, si así lo desean las empresas, pueden utilizar dicha cuenta anual como balance de fusión. Pero, en ningún caso, constituye una obligación, pues si se estima más conveniente, pueden elaborar un balance de fusión *ad hoc*.

Ambos tipos de balances, inicialmente, se habrán elaborado cumpliendo con los criterios o principios contables establecidos en el Código de Comercio (art 38 y 39), el TRLSA (arts. 184-188) y, el PGC (Primera Parte).

En efecto, si se trata del balance de fusión elaborado específicamente para la fusión, se confeccionará empleando los mismos métodos y criterios de presentación que el último balance anual.

Con respecto a la naturaleza de este balance de fusión, Lozano Aragüés (1993a, 10) considera que se trata de un balance próximo a un estado intermedio de los previstos en el PGC (Norma 12ª de la Cuarta Parte), si se admite que la aplicación de los principios contables generales es aplicable a dicho estado intermedio.

En definitiva, los criterios de valoración que se seguirán para elaborar este balance serán criterios de gestión y no criterios de liquidación, puesto que, ahora, el balance de fusión ya no constituye la base para calcular el valor de reembolso que correspondía a los accionistas disidentes tal como ocurría en la antigua legislación mercantil española. En efecto, en el actual marco legal, los accionistas sólo tendrían derecho de separación, cuando la fusión implicase un cambio del objeto social de la empresa que se fusiona, pero hay que subrayar que tal derecho sólo emanaría de la sustitución del objeto social y no de la propia operación de fusión (Loring Miró, 1995, 334).

Ahora bien, a partir de estos valores contables, es posible que las empresas hayan optado por incluir en cualquiera de las dos modalidades de balance mencionadas, las modificaciones de valor importantes que se hayan convenido o acordado a efectos de la fusión, o también puede suceder que, a efectos de determinar la relación de canje, no se hayan reconocido ninguna modificación con respecto a los valores contables.

Por lo que respecta a la primera situación, esto es, aquélla en la que se han pactado correcciones valorativas al establecer la relación de canje de las acciones, se pueden

distinguir, a su vez, tres posibilidades con respecto a la actitud de la sociedad al tratar en su balance de fusión estas modificaciones valorativas, puesto que puede haber decidido:

- incluir todas las correcciones valorativas,
- considerar sólo una parte de estas correcciones o,
- no incluir ninguna de dichas correcciones valorativas.

Con lo cual, tomando en consideración estas distinciones, a nuestro juicio, cabe diferenciar los siguientes 8 tipos de balance de fusión, que aparecen en el cuadro 56:

CUADRO 56

Clasificación del balance de fusión

BALANCE DE FUSIÓN INCLUIDO EN LAS ÚLTIMAS CUENTAS ANUALES				BALANCE DE FUSIÓN ELABORADO "AD HOC"			
CORRECCIONES VALORATIVAS				CORRECCIONES VALORATIVAS			
NO EXISTEN		EXISTEN Y SE INCLUYEN:		NO EXISTEN		EXISTEN Y SE INCLUYEN:	
		Ninguna	Todas			Ninguna	Todas
<i>TIPO 1</i>		<i>TIPO 2</i>	<i>TIPO 3</i>	<i>TIPO 4</i>	<i>TIPO 5</i>	<i>TIPO 6</i>	<i>TIPO 7</i>
						<i>TIPO 8</i>	

Conforme a esta clasificación resultaría que el:

- *Balance de fusión Tipo 1*: sería aquél elaborado a partir del balance de situación incluido en las últimas cuentas anuales, en el que aparecen los diferentes elementos patrimoniales de las empresas que se fusionan con los mismos valores contables que tenían antes de la fusión; verificándose, además que a efectos de calcular el tipo de canje no se ha incluido ninguna variación en ninguno de dichos valores, esto es, no existe diferencia, entre valores contables y valores reales reconocidos en la fusión.

- *Balance de fusión Tipo 2*: aquél elaborado a partir del balance de situación incluido en las últimas cuentas anuales, en el que a pesar de existir diferencias entre los valores contables contenidos en tal Balance de situación y los valores reales admitidos en la fusión, no se han incorporado en el balance de fusión de la sociedad.
- *Balance de fusión Tipo 3*: el elaborado partiendo del balance de situación incluido en las últimas cuentas anuales, en el que se han incluido todas las correcciones valorativas puestas de manifiesto al valorar el patrimonio de esta empresa a efectos de la fusión, es decir, a fin de establecer la relación de canje. Por tanto, existen diferencias entre valores contables existentes antes de la fusión y valores reales reconocidos en la fusión y tales diferencias valorativas han sido incorporadas íntegramente en el balance de fusión.
- *Balance de fusión Tipo 4*: sería aquél confeccionado a partir del balance de situación incluido en las últimas cuentas anuales, en el que sólo se incorporan una parte de las diferencias existentes entre los valores contables de los elementos patrimoniales antes de la fusión, y los valores reales reconocidos en la fusión.
- *Balance de fusión Tipo 5*: la única diferencia que lo distingue del balance de fusión definido como Tipo 1, radica en que aquí se ha elaborado expresamente para tal fin, y no partiendo del último balance de situación de la sociedad que se fusiona.
- *Balance de fusión Tipo 6*: únicamente se diferencia del balance de fusión denominado como Tipo 2, en que ahora se trata de un balance elaborado expresamente para tal propósito.
- *Balance de fusión Tipo 7*: se diferencia del balance de fusión Tipo 3, en que ahora tal documento ha sido preparado *ad hoc*.
- *Balance de fusión Tipo 8*: varía en relación con el balance de fusión calificado como de Tipo 4, en el hecho de que en este caso se trata de un balance confeccionado expresamente con motivo de la fusión.

Quisiéramos, además, puntualizar que, entre estas modificaciones valorativas se puede incluir no sólo el incremento o disminución del valor de elementos patrimoniales existentes, sino que, también cabe aflorar nuevos elementos patrimoniales tanto activos como pasivos, incluyendo la aparición del fondo de comercio.

La posibilidad de recoger nuevas valoraciones que pueden significar la afloración de plusvalías, implica que los principios de valoración aplicados ya no sean los contables, pues en tal caso como indica Lozano Aragüés (1993a, 10) se separan del principio de prudencia que impide reflejar contablemente beneficios potenciales que aún no se han realizado.

Es más, la confusión que puede generar esta variedad de vías que pueden seguirse en la elaboración del balance de fusión, se incrementa si consideramos que, a nuestro entender, nada impide que las diferentes empresas que se fusionan no sigan el mismo criterio a la hora de decidir incorporar o no las modificaciones del valor real que no aparezcan en los asientos contables. Aunque, opinamos que sería más conveniente que se hubiera llegado a un acuerdo inicial entre los Administradores de las diversas empresas que se fusionan, pues la confusión que puede generar este documento contable entre los accionistas, puede acentuarse en la medida en que en cada una de las sociedades que se fusionan se siga una opción diferente.

En este sentido, los profesores: Rivero Romero (1995, 446) y, Álvarez López (1991, 403) indican que los criterios de valoración aplicados deben ser idénticos en los balances de las sociedades que se fusionan.

Este notable grado de libertad sobre la elección de los valores de los activos transferidos en un proceso de fusión, también cabe constatarlo en la normativa francesa y, en este sentido, puede afirmarse que los valores contables constituyen los valores mínimos admitidos a efectos de la fusión, mientras que los valores reales se configuran como los valores máximos admitidos, existiendo entre estos dos límites bastante discrecionalidad en la valoración de los activos. La elección de valores intermedios entre ambos polos, se halla mediatizada, al igual que sucede en nuestro país, por el tratamiento fiscal de las plusvalías reconocidas, que no siempre son fiscalmente deducibles (Bass, 1997, 65-66).

Centrando nuestra atención en el objetivo del balance de fusión, hemos de significar que, si éste consiste en ofrecer información sobre los patrimonios de las empresas que se fusionan, parece claro que este propósito resultará inviable en buena parte de los casos, puesto que el accionista, a priori, nunca podrá saber si en el mismo se recogen los

elementos patrimoniales por sus valores reales, por sus valores contables o, si se existe una combinación de dichas valoraciones.

La explicación de esta cuanto menos nos atrevemos a calificar de "extraña" situación, se encuentra por una parte en la adaptación de nuestra legislación a la Tercera Directiva en donde se ofrece la posibilidad de incluir o no estas modificaciones en la valoración. Y por otra parte, como apunta Sequeira Martín (1993, 190-192) la desaparición del derecho de separación de los accionistas y, el hecho que no haya de valorarse los patrimonios con la finalidad de determinar la parte del haber social que correspondería a tales accionistas disidentes, ha supuesto que los criterios de valoración empleados en el balance de fusión, se sustenten ahora en los intereses de todos los accionistas y acreedores, los cuales unas veces estarán más interesados en que figuren valoraciones reales y otras contables.

En esta línea, piénsese que en el momento en que se aprobó el TRLSA, el tratamiento fiscal previsto para las fusiones suponía unos elevados costes fiscales cuando se reconocían revalorizaciones con motivo de la operación, salvo que logaran acogerse al régimen especial previsto en la Ley 76/1980.

Por tanto, queda claro que la intención del legislador no era que tal balance sirviera de base para determinar la relación de canje, siendo su función relegada a un ámbito meramente informativo, que no siempre logrará cumplir. Esta falta de relevancia del balance de fusión, parece ser incluso admitida por la propia legislación, al establecerse que la impugnación del balance de fusión no podrá suspender, por sí sola, la ejecución de la fusión.

Ante esta situación, coincidimos con el sentir de la mayoría de los investigadores (Sánchez Oliván, 1993; Larriba, 1994b, 12; Mazarracín, 1994, 291) quienes consideran que, en el balance de fusión deberían incluirse de manera obligatoria todas las correcciones valorativas reconocidas a efectos de la fusión, y no de forma optativa, como sucede en el actual TRLSA, de modo que a partir de las valoraciones en él contenidas fuera posible determinar el tipo de canje de las acciones.

Si bien, hay que indicar que también existen otras posiciones al respecto, como la manifestada por Sequeira Martín (1993, 197), quien considera que el actual balance de fusión no sólo cumple una función informativa, sino también como balance final, el cual condiciona o establece el límite que, como máximo, puede alcanzar la cifra de capital de la

sociedad resultante de la fusión, a tenor de lo establecido en el art. 244.1 y 236.4 del TRLSA.

Asimismo, la profesora Largo Gil (1992, 307-308) opina que el objetivo de este balance de fusión no es únicamente informativo, sino que actúa como elemento básico para la valoración en términos reales del patrimonio de las sociedades fusionadas, puesto que funciona a modo de límite de la discrecionalidad de que disfrutaban los administradores en el cálculo del tipo de canje, al ser objeto de auditoría. Esta última, argumentación nos parece discutible por cuanto no siempre este balance será sometido a auditoría, y como a continuación expondremos esta auditoría no se halla exenta de problemas.

III.3.4.3. La auditoría del balance de fusión

Al respecto hay que significar que, sólo se realizará una auditoría expresamente del balance de fusión, cuando la empresa a la que se refiera tuviera obligación legal de someter a auditoría sus cuentas anuales y el informe de gestión. Asimismo, no debe aparecer ninguna mención relativa al tipo de canje, ni a las valoraciones reales de los patrimonios, puesto que tal labor corresponde a los expertos independientes.

Ahora bien, conviene advertir que, cuando el balance de fusión hubiera sido elaborado anteriormente como cuenta anual, y en el caso en que hubiese existido la obligación de auditarlo, habrá estado sometido a auditoría, pero no como balance de fusión, sino como cuenta anual. Es más, sobre esta modalidad de balance de fusión, y su auditoría no existe consenso en la doctrina, pues mientras autores como Sequeira Martín (1993, 198) indican que debería realizarse de nuevo su auditoría si se alteran las valoraciones en atención a modificaciones importantes que trascendieran en su función escrituraria, en cambio el profesor Larriba (1996, 12-18) no contempla tal posibilidad.

En el supuesto en que se siguiera esta última interpretación del texto legal, conviene resaltar que el ámbito en que los auditores llevaron a cabo su inicial auditoría, habrá variado sensiblemente; con lo que la opinión emitida por los mismos ya no podrá considerarse siempre como válida en relación con el nuevo balance de fusión.

Si se trata de un balance de fusión elaborado expresamente, y éste debiera someterse a auditoría, la realización de tal auditoría no supondría en todos los casos mayor información y protección para los accionistas que deben decidir sobre la propuesta de fusión.

En efecto, si procedemos a relacionar los distintos tipos de balance de fusión propuestos en el cuadro 45, suponiendo que todos ellos deben ser objeto de auditoría, con las opciones que puede presentarse desde el punto de vista de la auditoría, según las opiniones expresadas por el profesor Larriba (1996,15-18), quien incluso postula la elaboración de unas normas técnicas de auditoría especiales para los supuestos de fusión, podrían presentarse, según nuestra opinión, las diferentes situaciones que mostramos en el cuadro 57:

CUADRO 57

Auditoría del balance de fusión: posibles opciones

TIPO DE BALANCE DE FUSIÓN	AUDITORÍA
<i>TIPO 1</i>	La opinión emitida por el auditor sobre dicho balance, como cuenta anual, es válida.
<i>TIPO 2</i>	La opinión emitida por el auditor sobre dicho balance, como cuenta anual, no es válida.
<i>TIPO 3 y TIPO 4</i>	La opinión emitida por el auditor sobre dicho balance, como cuenta anual, no es válida.
<i>TIPO 5</i>	Su auditoría es útil y válida.
<i>TIPO 6</i>	El auditor emitiría un informe de conformidad, pero la auditoría sería engañosa.
<i>TIPO 7 y TIPO 8</i>	El auditor puede adoptar una de las siguientes opciones: <ul style="list-style-type: none"> • Denegar su opinión. • Emitir una opinión negativa. • Emitir un informe con salvedades.

Nótese las situaciones tan controvertidas que se generan cuando:

- Al establecer el tipo de canje se han admitido modificaciones de los valores contables (esto es, valores contables y valores reales a efectos de la fusión difieren) y, si tales modificaciones se reconocen en el balance de fusión, el auditor se ve obligado cuanto menos a emitir un informe con salvedades, y

en casos más extremos que, en la medida de lo posible deben evitar seguirse, emitir una opinión negativa o denegar la misma. En cualquiera de las situaciones, el accionista no instruido en materia contable podría interpretar que en el proceso de negociación llevado a cabo por los Administradores, y por ende, en el tipo de canje pactado, existe alguna situación irregular pues el auditor emite un informe con salvedades sobre este balance de fusión.

- Al establecer el tipo de canje, sí se han reconocido variaciones en los valores contables de los elementos patrimoniales, pero éstas no han sido incorporadas en el balance de situación. En este contexto, el auditor emitirá un informe de conformidad que, sin embargo, puede infundir confusión en los accionistas legos en materia contable, quienes ante el informe del auditor no entenderán por qué no coinciden los valores contenidos en el balance de fusión, con aquéllos que se tienen en cuenta para establecer la relación de canje.

Además puede comprobarse, cómo en la mayor parte de las situaciones no resulta válida la opinión del auditor expresada en el informe emitido sobre el balance de situación que, más tarde es tomado como base para confeccionar el balance de fusión.

Estas consideraciones, llevan a pensar que, la auditoría del balance de fusión parece un requisito innecesario, si lo que se pretende es garantizar la objetividad de las relaciones de canje, ya que éstas se establecen sobre los valores reales de los patrimonios, y no, sobre los balances de fusión; máxime cuando las valoraciones de los patrimonios ya cuentan con la garantía de los informes de los expertos independientes.

No tiene sentido, pues, incurrir en los elevados costes que conlleva una auditoría, cuando su realización, en gran medida, puede ser una fuente de confusión para los accionistas y la utilidad que puede proporcionarles generalmente será muy reducida, al mismo tiempo que significa un incremento notable del riesgo asumido por los profesionales de la auditoría (Sánchez Oliván, 1993, 189-190; Larriba, 1996, 17; Rivero Menéndez, 1997, 249).

En definitiva, las repercusiones que en el ámbito contable se desprenden de la actual formulación del balance de fusión, se hallan influenciadas por su antigua regulación legal, en la que se preveía la separación de aquellos accionistas disidentes que no estaban de

acuerdo con la fusión, por lo que su vigente tratamiento constituye, a nuestro juicio, un punto que conviene revisar. Y en este sentido, consideramos que cabe la siguiente alternativa:

- Incrementar su actual papel, de manera que sirva de base para determinar la relación de canje, incluyéndose para ello, todas las modificaciones contables surgidas de las nuevas valoraciones derivadas de los acuerdos de fusión. Con lo que se evitaría confundir a accionistas y, su auditoría estaría justificada.
- Eliminar su elaboración, si sólo constituye un documento que se confecciona para cumplir una regulación legal, pero que no cumple ninguna función práctica.

Esta solución, sin embargo, no es posible llevarlo a cabo, si consideramos que, en la Tercera Directiva se establece la elaboración del mencionado estado contable, por lo que nos decantamos por la primera vía apuntada.

En síntesis, el balance de fusión es un estado contable de naturaleza extraordinaria que, sin embargo, no posee ninguna repercusión contable, el cual es elaborado a efectos de informar sobre el patrimonio de una sociedad interviniente en un proceso de fusión, siguiendo unos criterios valorativos propios, que admiten la combinación conjunta de criterios valorativos contables y *reales*.

III.3.5. IMAGEN FIEL Y PRINCIPIOS CONTABLES EN LA FUSIÓN

III.3.5.1. Concepto de imagen fiel y principios generales de contabilidad

1) *Concepto de imagen fiel*

Como paso previo al análisis de la consecución de la imagen fiel en los procesos de fusión, resulta conveniente abordar, siquiera someramente, el concepto de imagen fiel y el ámbito de aplicación que a la misma es posible atribuirle.

Inserto en la tradición contable anglosajona el concepto de “*true and fair view*” (imagen fiel) ha sido objeto de un amplio debate, y a este respecto cabe distinguir distintas acepciones del mismo⁶⁰.

Sin ánimo de adentrarnos en tal controversia, podemos señalar de manera sucinta, siguiendo a los profesores Amat *et al.* (1997, 88), que se trata de un concepto difuso, tanto en la normativa internacional como en la española. Con respecto a este último ámbito, cabe diferenciar una disociación entre teoría y práctica contable. En efecto, existen dos grandes tendencias sobre su concepción: la “*legalista*” y la “*económica*”. La primera visión postula que las cuentas anuales representan la imagen fiel, cuando se han elaborado de acuerdo con la normativa contable vigente. En cambio, la segunda posición, considera que tales cuentas deben informar de la realidad de la empresa, aunque para ello dejen de cumplirse ciertas disposiciones legales; siendo ésta última postura la que predomina en la esfera teórica, mientras que en el plano práctico las empresas siguen la visión “*legalista*”.

La introducción en nuestro ordenamiento jurídico del concepto de imagen fiel contenido en la Cuarta Directiva, cabe situarla en el contexto de la reforma contable abordada por la Ley 19/1989, de 25 de julio, de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades. En concreto, esta concepción se plasmó en el Código de Comercio español (art. 34), el TRLSA (art. 172) y en el PGC (Primera parte).

Con insignificantes variaciones de estilo, en los estos distintos textos legales se establece que, las cuentas anuales deben redactarse con claridad y mostrar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa, de conformidad con

⁶⁰ Sobre las interpretaciones dadas al concepto de imagen fiel véase Rivero Torre (1993, 159).

las disposiciones legales. Y así el PGC, en su introducción, señala que tal concepto trata de transmitir la doble noción de imparcialidad y objetividad que debe presidir la elaboración de las cuentas anuales.

2) Principios generales de contabilidad

Conforme a la aludida adaptación a la normativa contable comunitaria contenida en la sección 7 de la Cuarta Directiva, cabe inscribir los principios generales de contabilidad que se especifican en el Código de Comercio (art.38): empresa en funcionamiento, uniformidad, prudencia, devengo, no compensación de partidas y precio de adquisición, así como las referencias que aparecen en el TRLSA (art. 193) y el desarrollo de tales principios que se recoge en la Primera Parte del PGC, en donde se indica que la contabilidad de la empresa se desarrollará aplicando obligatoriamente los siguientes principios contables:

- Principio de prudencia.
- Principio de empresa en funcionamiento.
- Principio del registro.
- Principio del precio de adquisición.
- Principio del devengo.
- Principio de correlación de ingresos y gastos.
- Principio de no compensación.
- Principio de uniformidad.
- Principio de importancia relativa.

En otro orden de ideas, el PGC al referirse a los principios contables nos dice que la aplicación de éstos, deberá conducir a que las cuentas anuales formuladas con claridad, expresen la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiero y de los resultados de la empresa y que en caso de conflicto entre dichos principios deberá prevalecer aquél que mejor conduzca a que las cuentas anuales expresen la ya mencionada imagen fiel.

Se establece además que, en casos excepcionales se admitirá la no aplicación de estos principios, debiéndose justificar esta decisión en la memoria, así como sus repercusiones sobre el patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa.

Conviene precisar, pues, que el cumplimiento del objetivo de imagen fiel para la información financiera está por encima de la aplicación mecánica de los principios contables;

y aunque, se presume que la observancia de los principios contables conduce a la consecución de la imagen fiel, si ello no fuera así, no bastaría con el cumplimiento de estos principios, sino que, sería necesario arbitrar los medios necesarios para que se alcanzara tal objetivo de imagen fiel (Tua Pereda, 1993, 150).

III.3.5.2. Imagen fiel y principios generales de contabilidad en la fusión

Por lo que respecta al ámbito de aplicación de la imagen fiel, aunque a tenor del texto legal, en principio, sólo parece referirse a la elaboración de las cuentas anuales, la opinión más extendida aboga porque tal concepto abarque a la contabilidad en su conjunto, siendo, por tanto, también aplicable para los supuestos de fusión de empresas.

El hecho de que se indique expresamente en el PGC que la contabilidad de la empresa deba elaborarse siguiendo estos principios, los cuales deben conducir a la consecución de la imagen fiel, nos lleva a la reflexión de que éstos principios contables no sólo van dirigidos a la preparación de las cuentas anuales, sino que, por el contrario, deben aplicarse a todo el proceso contable, por lo que cabría extender la aplicación del concepto de imagen fiel a las operaciones de fusión.

Considerando, pues, que tal concepto debe referirse también a las fusiones, antes de abordar si tal objetivo se cumple, conviene analizar si los principios generales de contabilidad, tal como son definidos en nuestro marco contable, son asimismo aplicables a los procedimientos de fusión.

En este sentido, es posible distinguir en todo proceso de fusión dos circunstancias, que afectan directamente a estos principios contables (Larriba, 1992, 322, y 1994b, 19; Lozano Aragüés (1993a, 13):

- a) la admisión de la valoración real de los patrimonios de todas las sociedades que intervienen en el proceso.
- b) la extinción de todas las sociedades que se fusionan (fusión por constitución), o de todas las sociedades excepto la sociedad absorbente (fusión por absorción).

Veamos cómo incide cada una de estos aspectos sobre los principios generales de contabilidad.

El primero de ellos, significa que en virtud de la fusión los elementos patrimoniales de las empresas participantes en estas operaciones pueden tomar valores diferentes a los registrados en la contabilidad, lo cual incide en los principios de precio de adquisición y de uniformidad.

Efectivamente, afecta al principio de precio de adquisición; ya que éste señala que todos los bienes y derechos se contabilizarán por su precio de adquisición o coste de producción, y no por su valor real; y asimismo, afectará al principio de prudencia.

Al mismo tiempo, también afecta al principio de uniformidad, puesto que éste establece que una vez adoptado un criterio en la aplicación de los principios contables dentro de las alternativas que, en su caso, se permitan, deberá mantenerse en el tiempo y aplicarse a todos los elementos patrimoniales que tengan las mismas características en tanto no se modifiquen los supuestos que motivaron la elección de dicho criterio.

Por lo que se refiere a la extinción de las sociedades fusionadas o absorbidas, tal circunstancia incide en el principio de empresa en funcionamiento y ello porque tal como señala este principio:

"Se considerará que la gestión de la empresa tiene prácticamente una duración ilimitada. En consecuencia, la aplicación de los principios contables no irá encaminada a determinar el valor del patrimonio a efectos de su enajenación global o parcial ni el importe resultante en caso de liquidación." (PGC, Primera parte).

Sobre este particular, consideramos que tal principio no es posible aplicarlo en las operaciones de fusión, porque los patrimonios, ahora, sí serán valorados desde la óptica de sus valores reales, es decir, con fines de su traspaso a una nueva entidad empresarial, aunque no se trate estrictamente de una enajenación y posterior liquidación. En suma, en una fusión no se cumple la continuidad en funcionamiento de todas las sociedades que intervienen en el proceso de fusión. Y de la misma manera, la sociedad absorbente, tampoco podrá cumplir este principio ante los importantes cambios que tendrán lugar en su propio patrimonio y su actividad futura.

Por tanto, la conclusión que se desprende, es que ninguno de los principios de contabilidad en su actual definición es directamente aplicable a los procesos de fusión, unos

por verse afectados de forma directa, y otros como consecuencia del incumplimiento del principio de empresa en funcionamiento, puesto que la aplicación de ninguno de los principios puede hallarse encaminada a la determinación del valor del patrimonio a efectos de una posible enajenación o liquidación, circunstancia que, en último término, aunque con ciertas matizaciones, se produce en el proceso de fusión.

En consecuencia, la aplicación de estos principios contables no proporcionará la imagen fiel de los procedimientos de fusión.

III.3.5.3. Algunas propuestas para la consecución de la imagen fiel en las operaciones de fusión

El hecho de que los principios generales de contabilidad, tal como son definidos en nuestra normativa contable, no conduzcan a la consecución de la imagen fiel de las fusiones empresariales, ha significado la formulación de algunas posibles soluciones.

A este respecto, el profesor Rivero Torre (1993, 164) señala que:

“ Los principios contables configuran un marco de referencia de extrema utilidad para valorar el grado de corrección alcanzado en la representación de los hechos económicos. Pero en situaciones económicas particulares, en las que las condiciones del entorno económico no son las concebidas a la hora de establecer ese marco de referencia general, puede ser necesario introducir excepciones, eliminando los principios incompatibles y buscando las soluciones que mejor convengan al logro del objetivo de imagen fiel.”

En esta línea, una de las vías propuestas para lograr este propósito, consiste en que se incluya en la memoria la información relativa sobre la fusión, siendo ésta, tal como veremos, la posición adoptada en el BNCFES.

Dicha propuesta se halla fundamentada en las indicaciones especificadas en el PGC. En efecto, al referirse al principio de precio de adquisición, se establece que este principio deberá respetarse siempre, salvo cuando se autoricen, por disposición legal, rectificaciones al mismo; en cuyo caso deberá proporcionarse la oportuna información en la memoria. A este respecto, en la memoria (apartado 2) se indica que en relación con la imagen fiel habrá de incluirse:

- Las razones excepcionales por las que para mostrar la imagen fiel, no se han aplicado disposiciones legales en materia contable e influencia de tal proceder sobre el patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa.
- Informaciones complementarias que resulte necesario incluir cuando la aplicación de las disposiciones legales no sea suficiente para mostrar la imagen fiel.

Asimismo, sobre los principios contables debe especificarse:

- Las razones excepcionales que justifican la falta de aplicación de un principio contable obligatorio, indicando su incidencia en el patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa.
- Otros principios contables no obligatorios aplicados.

Esta posible solución ha sido, sin embargo, objeto de crítica por considerar, entre otras razones, que al verse afectados todos los principios contables, sería conveniente la formulación de unos principios contables, así como unas cuentas anuales específicos para las operaciones de fusión.

A este respecto, cabría establecer los siguientes principios contables (Larriba, 1992, 324-325):

- a) *Principio de prudencia*: definido en términos similares al actual.
- b) *Principio de empresa en proceso de fusión o absorción*: señalando que los principios que aquí se formulan sólo son aplicables al registro contable de operaciones de fusión, siendo inaplicables en cualquier otro tipo de operaciones o actividades.
- c) *Principio del registro*: todas las operaciones realizadas con motivo de una fusión tienen que ser debidamente registradas en los libros de las distintas sociedades que participen.

- d) *Principio de valoración real*: en este principio se indicarían los criterios necesarios para determinar el valor real del patrimonio, haciendo abstracción de los precios históricos.
- e) *Principio del devengo*: expresado en términos parecidos a los actuales, en el que deberían hacerse referencia a cuestiones como:
- Las diferencias de valoración de los patrimonios se considerarán efectivamente devengadas desde el momento del acuerdo de su aceptación.
 - El fondo de comercio, bien sea positivo o negativo, se devenga en el momento en que se calcula con motivo de estas operaciones y es aceptado en el proceso de negociación.
- f) *Principio de correlación de ingresos y gastos*: enunciado en términos parecidos al actual pero señalando que ahora no nos referimos al resultado del ejercicio, sino al resultado de la fusión.
- g) *Principio de compensación*: señalándose que deberán ser compensadas las diferencias positivas y negativas que se pongan de manifiesto durante el proceso de valoración, pero no en otra clase de partidas o cuentas.
- h) *Principio de uniformidad*: este principio debería orientarse no sólo hacia una sola empresa, sino hacia todas las empresas que intervengan en la fusión, indicando que "adoptado un criterio en la aplicación de los principios contables debería ser aplicado por todas las empresas que intervienen en la operación".
- i) *Principio de importancia relativa*: redactado en términos análogos a los actuales.

Otra propuesta es la realizada por Lozano Aragüés (1993a, 13-14), quien propone los siguientes principios aplicables a los procesos de fusión: principio de prudencia, principio de empresa en funcionamiento, principio de registro, principio de devengo, principio de no compensación y principio de uniformidad. Los principios de registro, devengo y uniformidad son definidos en términos similares a la anterior propuesta. En

cambio, no coinciden los restantes principios propuestos puesto que en opinión de este autor el:

- *Principio de prudencia:* habría que limitarlo, ya que si bien las pérdidas potenciales hay que recogerlas inmediatamente, los beneficios potenciales, en cuanto se permite la actualización de los activos de las sociedades absorbidas no resulta aplicable en los términos actuales.
- *Principio de empresa en funcionamiento:* significaría que las sociedades disueltas, en la medida que no van a continuar en sus operaciones podrán reflejar los activos y pasivos a valor actual, ya que se transmiten en su totalidad; mientras que la sociedad absorbente, dado que va a continuar con sus operaciones debe seguir aplicando los principios contables generales, sin recoger sus activos y pasivos a valor de liquidación o valor actual, ya que aquélla no se va a producir.
- *Principio de no compensación:* no parece que tenga una interpretación diferente en el proceso de fusión, a diferencia de la propuesta anterior.

Por nuestra parte, coincidimos básicamente con la primera propuesta, si bien, nos decantamos por la formulación del principio de precio de adquisición, tal como es expresado en el segundo planteamiento.

III.3.6. REPRESENTACIÓN CONTABLE DE LA FUSIÓN

III.3.6.1. Principales posturas adoptadas

La representación contable de las fusiones constituye uno de los aspectos más controvertidos de las operaciones de fusión. Tal debate no sólo procede de la evidente complejidad que generan estos procedimientos de reestructuración empresarial, sino también de la ausencia de una normativa contable que delimiten la forma de su registro contable.

Ante este panorama, en España cabe distinguir dos posiciones:

1. Una primera postura, que es la seguida por la mayor parte de la doctrina (Rivero Romero, 1995, 479-595; Besteiro y Sánchez, 1996, 278-320; Goxens y Goxens, 1994, 474-509; Becker y Becker, 1995, 326-341; Álvarez López, 1991, 400-430; Serrano, 1990, 74; Loring Miró, 1995, 345-370; Cantorna Agra, 1992, 200-242; Amat y Moya, 1994, 113-145; Larriba, 1992, 317-339; Domínguez Pérez, 1994, 59-99; Amado *et alt.*, 1993, 35-42; Lozano Aragüés, 1993a, 4-24), que establece la forma de registro contable atendiendo a la confusa regulación mercantil existente, así como al tratamiento fiscal previsto para estas operaciones.
2. Una segunda posición, entre cuyos seguidores pueden citarse a los profesores Rojo Ramírez (1988b,80-92; 1992, 469-471 y 1996, 404-406); Labatut y Pardo (1995, 48-52) y, Mora y Pardo (1996, 41-55) que postula que, ante la ausencia de una normativa contable española, pueden emplearse los métodos contables de la compra y de la unión de intereses⁶¹ establecidos en el ámbito internacional, en concreto en la aludida NIC 22 emitida por el IASC.

En este sentido el profesor Rojo Ramírez (1992, 471) señala que:

“... según la redacción del TRLSA en relación con este tipo de operaciones los dos métodos tienen cabida”.

⁶¹ Las características más relevantes de estos dos métodos han sido tratadas en el apartado III.2. de este mismo capítulo.

Desde nuestro punto de vista, ambas posturas son admisibles, pues el marco legal español es tan amplio, que es posible admitir que, en esencia, no resulta incompatible la aplicación de estos dos métodos de registro contable.

El principal problema contable estriba, sin embargo, en determinar si se han de registrar contablemente las diferencias que pueden surgir entre valores contables y valores reales de los patrimonios de aquellas sociedades que se fusionan, puesto que, a tenor de lo establecido en el TRLSA estas diferencias, caso de existir, pueden o no ponerse de relieve contablemente por las sociedades implicadas, quedando al albedrío de las sociedades que se fusionan.

Esta circunstancia, es decir, el hecho de que no se obligue a registrar íntegramente la totalidad de plusvalías y minusvalías reconocidas a efectos de la determinación de la relación de canje de las acciones, acarrea graves consecuencias. En efecto, en líneas precedentes hemos podido comprobar, las repercusiones que se derivan sobre la representación de la imagen fiel de la operación, el balance de fusión y su correspondiente auditoría, así como la incongruencia que supone tener que contabilizar elementos patrimoniales por diferentes valoraciones. En este contexto autores como el profesor Larriba (1992, 327-328) han propuesto la elaboración de unas cuentas especiales para la fusión que contemplan:

- La definición de principios y normas de contabilidad especiales.
- La aplicación para ellas del objetivo de imagen fiel.
- Estructuración de cuentas propias de la fusión, señalando modelos y contenido mínimo.
- Establecimiento de cuentas anuales especiales para las operaciones de fusión, en donde se incluirían: balance de fusión, cuenta de pérdidas y ganancias de fusión y memoria de la fusión.

Esta postura, a nuestro entender, puede explicarse desde una concepción de las operaciones de fusión como un proceso, la cual considera que no es posible limitar estas operaciones a un instante concreto de tiempo, en sintonía con la interrogante planteada por el profesor Cea García (1996, 70), quien se cuestiona acerca de esta problemática. Esta concepción de las fusiones se halla en conexión con el posicionamiento de cierta parte de la doctrina económica, en la que se defiende un concepto de los procedimientos de fusión empresarial como un proceso que no se cierra con la escritura de fusión, sino que continúa con el necesario control y seguimiento de lo que puede calificarse como etapa post-fusión (Ballarín *et al.*, 1994, 30-31).

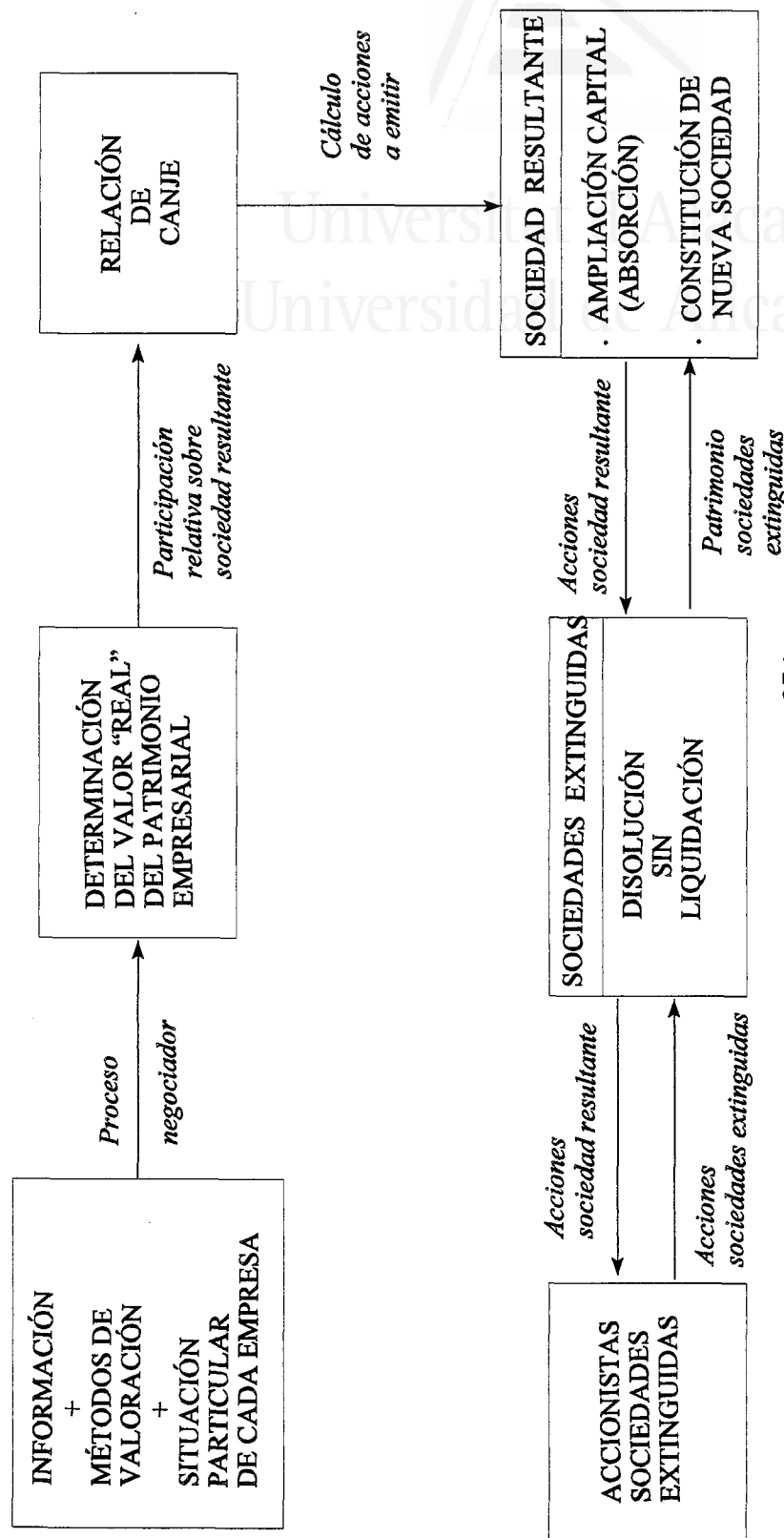
Teniendo en cuenta que, anteriormente, ya hemos analizado los métodos contables de combinación de empresas: *pooling interest method* y *el purchase method*, a continuación abordaremos la postura más extendida en la literatura contable, esto es, aquella que se desprende de las disposiciones contenidas en nuestro ordenamiento legal. Si bien, hay que puntualizar que, ahora, no nos ocuparemos de las repercusiones contables derivadas de nuestra legislación fiscal, por ser objeto de estudio en un epígrafe posterior. Aunque, no puede ignorarse que, el registro contable de las revalorizaciones afloradas en la fusión, en nuestro país, ha estado muy condicionado por su tratamiento fiscal.

III.3.6.2. Etapas del reconocimiento contable

A lo largo de las páginas precedentes, hemos puesto de manifiesto que, en un procedimiento de fusión desde el punto de vista económico y contable, es posible distinguir una serie de etapas que de manera esquemática exponemos en el gráfico 22.

GRÁFICO 22

Proceso económico-contable de una fusión



Estas fases generales, admiten ciertas matizaciones en función de las características de cada tipo de fusión. Y así, por ejemplo, habrá que considerar la existencia de acciones propias y las participaciones que unas sociedades pueden mantener en el capital de otras y, en consecuencia, las repercusiones que se deriven sobre el reconocimiento contable de la fusión.

En concomitancia con estas fases, desde la perspectiva contable, cabe, asimismo, distinguir el registro de una serie de etapas esenciales, que se pueden resumir como:

1. *Traspaso de patrimonios de las sociedades extinguidas.*
2. *Recepción de tales patrimonios por la sociedad resultante de la fusión y emisión de acciones por parte de ésta última:*
 - Ampliación de capital de la sociedad absorbente, en el supuesto de fusión por absorción.
 - Constitución de una nueva sociedad, en el supuesto de fusión por creación de nueva sociedad.

Tanto en el supuesto de ampliación de capital como en el de constitución de nueva sociedad, se producirán una serie de gastos inherentes a tales operaciones que será necesario contabilizar. Normalmente en cuentas del subgrupo 20. *Gastos de establecimiento* del PGC.

3. *Entrega de acciones a las sociedades que se extinguen.*
4. *Disolución de las empresas extinguidas.*
5. *Entrega de acciones a los accionistas de las sociedades extinguidas.*

En cualquiera de los dos procedimientos legales de fusión se seguirán procedimientos contables muy semejantes, pudiéndose diferenciar al respecto la contabilidad que corresponde a:

- *las sociedades que se extinguen*, o transmitentes, es decir, las que proceden a transmitir su patrimonio y a extinguirse, que en el caso de la fusión por creación de nueva sociedad, comprenderán todas las sociedades que participan en la fusión, mientras que en el supuesto de fusión por absorción se referirá a las sociedades absorbidas.

- *la sociedad absorbente*, si se trata de una fusión por absorción.
- *la nueva sociedad* que se constituye con motivo de la fusión, caso de fusión por creación de nueva sociedad.

Antes de iniciar el estudio de los principales aspectos que afectan a la contabilidad conforme a esta última distinción, quisiéramos, no obstante, indicar que, dado que no existen cuentas anuales especiales para reflejar estas operaciones, consideramos que, desde la perspectiva mercantil y contable, cuando una sociedad se halle inmersa en una operación de fusión aún no concluida, dicha información debería incluirse en la memoria anual de dicha empresa, en concreto en la nota 19. *Acontecimientos posteriores al cierre* y, asimismo, en el Informe de gestión que junto a las cuentas anuales y, la propuesta de aplicación del resultado deben formular los Administradores de la sociedad (art. 171 TRLSA).

A este respecto, creemos que no resulta del todo imprescindible la elaboración de una cuenta anual específica para la fusión, sino que, a nuestro juicio, la inclusión en las cuentas anuales durante el ejercicio en que tuvo lugar la concentración, de una información en los estados financieros similar a la que comentamos que establecía el IASC en la NIC 22, podría cumplir esta función informativa. En esta línea, tal como comprobaremos más adelante, cabe situar las obligaciones contables a consignar en la memoria que la normativa fiscal establece para la sociedad resultante de la fusión.

III.3.6.3. Contabilidad de las sociedades que se extinguen

Los principales apuntes contables que cabe distinguir en la contabilidad de las distintas empresas que se extinguen con motivo de la fusión serían con carácter previo al registro contable propiamente dicho de la fusión los siguientes:

- Cálculo de los resultados de la sociedad desde el inicio del ejercicio económico hasta el momento de la fusión.
- Cierre de la contabilidad.
- Elaboración de las últimas Cuentas Anuales (Dominguez Pérez, 1994,71).

Iniciándose el reconocimiento contable de la fusión con la correspondiente apertura de la contabilidad, pudiéndose distinguir las siguientes anotaciones contables:

1. *Reapertura de la contabilidad*
2. *Ajuste del activo contable al activo neto contable* mediante la eliminación de cuentas de compensación de activo, tales como amortizaciones y provisiones contra las cuentas de activo a las que se refieren. Así como la cancelación de cuentas de activo ficticio. En este último tipo de anotaciones consideramos que la contrapartida más adecuada es la cuenta de pérdidas y ganancias, ya que éstos resultados no proceden estrictamente de la operación de fusión.
3. *Registro de los valores reales derivados de los convenios o acuerdos de fusión:*

Constituye el punto más controvertido del reconocimiento contable. Al respecto, conviene subrayar que, la mayor parte de la doctrina contable ha abogado por la representación contable, en el caso de las sociedades extinguidas, de las posibles revalorizaciones o minusvalías de los diferentes elementos patrimoniales que se hubieran admitido a efectos de la fusión, esto es, al establecer la relación de canje.

Esta opción, a nuestro entender, como tendremos la ocasión de comprobar posteriormente, puede ser avalada también por la actual regulación fiscal de la fusiones contempla en la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades.

Ahora bien, en el registro contable de estas plusvalías y minusvalías, así como del fondo de comercio, si éste fuera el caso, aparte de intervenir aquellas partidas cuya cuantía se ve modificada, es necesario la intervención de otra cuenta, cuyo saldo representará las repercusiones que sobre el patrimonio neto de la sociedad ocasiona el reconocimiento contable de los indicados valores reales. Sobre este aspecto, es posible distinguir las siguientes posiciones:

- a) Emplear como contrapartida *Ingresos a distribuir en varios ejercicios*

Consiste en reconocer tales diferencias como ingresos en la medida en que se amortizan los bienes, de manera que en aquellos ejercicios en que se imputa estos ingresos se incrementan los beneficios de la sociedad resultante de la fusión y, en consecuencia, aumenta el riesgo de que se descapitalice la empresa, caso de proceder a efectuar el reparto de estos beneficios. Esta posición, es la menos extendida entre los estudios en la materia, y en este sentido sólo hemos encontrados breves referencias en Amado *et al.* (1993, 37) y Lozano Aragüés (1993a, 10-11).

b) Utilizar *Reservas*

Es ésta, quizás, la elección que mayor fuerza está cobrando últimamente y, a la que nosotros también nos adherimos. El argumento más esgrimido en favor de su empleo, consiste en que, tal opción no conlleva una descapitalización de la empresa.

Entre sus defensores se encuentran: Lozano Aragüés (1993a, 10-11); Amado *et al.* (1993, 37) quienes postulan su inclusión en el subgrupo *11. Reservas*, ya que opinan que la revalorización se realiza al amparo de disposiciones legales (art. 239 TRLSA) y, además, contemplándola desde una perspectiva económica, se trata del reconocimiento de la realidad de la empresa, esto es, el ajuste de valores contables a valores reales.

c) Emplear *Resultados*

Se trata de la posición más extendida dentro de la tradición contable. Y así autores como Goxens y Goxens (1994, 485); Besteiro y Sánchez (1996, 287-320), Álvarez López (1991, 404), Cantorna Agra (1992, 206-242), Rivero Romero (1995, 479-595) o, Domínguez Pérez (1994, 71) consideran que tal partida se incluya dentro del subgrupo *12. Resultados pendientes de aplicación*, siendo la denominación más empleada la de *resultados de fusión*.

Esta modalidad supone, sin embargo, reconocer la totalidad de los ingresos durante el primer ejercicio subsiguiente a la fusión, de

suerte que se incrementará notablemente el volumen de beneficios que es posible repartir. En esta línea, puede considerarse que esta elección contable beneficia a los accionistas de las empresas que se fusionan, dado que podrán percibir, si así se decide, unos dividendos superiores a los que hubiesen recibido de no haberse llevado a cabo la concentración.

Aunque lógicamente también existen investigadores que admiten cualquiera de estas dos últimas opciones (Amat y Moya, 1994, 116).

Llegado este momento, quisiéramos apuntar que, precisamente al proceder a contabilizar las alteraciones valorativas admitidas en la fusión, se pondrán de manifiesto las posibles discrepancias existentes entre el ámbito contable y fiscal, que obligarán a la contabilización, en su caso, de las correspondientes diferencias previstas en la norma de valoración n.º 16 sobre *Impuesto sobre Sociedades* del PGC.

4. En el caso de que exista *oposición de los acreedores*, se procede a reflejar contablemente el *pago o aseguramiento de sus créditos*.
5. Si la sociedad absorbida posee acciones de la absorbente, caso de fusión por absorción, o alguna de las sociedades que se extinguen tuviese acciones de otra de las sociedades que también intervienen en la fusión, supuesto de fusión por creación de nueva sociedad, todas estas *participaciones tendrán que quedar registradas contablemente por su valor teórico*, por lo que se procede a ajustar el precio de adquisición por el que aparecieran registradas contablemente, minorado, en su caso, por las correspondientes correcciones valorativas.

Al efectuar tal anotación contable, aparte de las cuentas de activos relativas a las inversiones financieras correspondientes, intervendrá de nuevo como contrapartida: la cuenta de reservas antes indicada, o cualquiera de las otras dos opciones, a saber: la de resultados de fusión y la cuenta de ingresos diferidos.

6. Cuando las distintas sociedades que se extinguen posean *acciones propias en cartera*, éstas sociedades procederán a registrar contablemente la amortización de estos títulos, así como a registrar la eliminación de las correspondientes reservas sobre acciones propias que, tal como establece

el TRLSA en su art. 80.1, habrán procedido a dotar.

7. *Traspaso del patrimonio neto a la sociedad que emane de la fusión*, sea la sociedad absorbente o, la de nueva creación.

En relación con esta cuestión, hay que mencionar que cuando la sociedad absorbida posee acciones de la sociedad absorbente, tal como vimos al abordar la problemática específica de las acciones propias, una de las opciones posibles consistía en emplear tales títulos para el canje; ésta es precisamente la vía más seguida al realizar el reflejo contable de la fusión y, en tal sentido al realizar el traspaso de su activo, la sociedad absorbida no entregará las acciones que posee de la sociedad absorbente, puesto que servirán para pagar en parte a sus accionistas (Besteiro y Sánchez, 1996, 291; Amat y Moya, 1994, 131; Cantorna Agra, 1992, 238-239).

En cambio, si alguna de las sociedades extinguidas mantuviera inversiones en el capital de otras sociedades que también se extinguieran con motivo de la fusión, en tal caso se contabilizará la amortización de tales títulos.

8. *Adjudicación y cancelación del neto patrimonial*:

Aquí, aparte de cerrar las cuentas del neto, determinamos la deuda de la sociedad que se extingue con sus accionistas; deuda que se pagará mediante las acciones que emita la sociedad que emane de la fusión y, en su caso, el complemento en efectivo que se fije. Además, recuérdese que, si la empresa absorbida poseía acciones de la absorbente, de acuerdo con lo antes indicado, también se procederá a su entrega, puesto que estos títulos no fueron traspasados a la sociedad absorbente.

Si se trata de una fusión por absorción y, resultara que la empresa absorbente posee acciones de la absorbida, en tal caso una parte del patrimonio neto habría que adjudicarla a dicha empresa absorbente y, por tanto, sólo habría que entregar la correspondiente contraprestación a los restantes accionistas, en forma de acciones de la sociedad absorbente (y el complemento en metálico previsto, en su caso).

III.3.6.4. Contabilidad de la sociedad absorbente

Antes de abordar cuáles son los principales registros contables que al respecto debe realizarse, resulta pertinente remarcar que usualmente se ha considerado (véase a este respecto Besteiro y Sánchez, 1996, 292) que las diferencias valorativas de los elementos patrimoniales de la sociedad absorbente tenidas en cuenta al establecer la relación de canje, sin embargo, no se registraban contablemente. La razón de ello se debía a la indudable influencia que ejercía la regulación fiscal existente que sometía a gravamen tales revalorizaciones, salvo que las sociedades lograran acogerse al régimen fiscal especial previsto en la ya citada Ley 76/1980. Tal ineludible realidad llevaba a la consideración de que sólo aquellas empresas que se acogieran a tal régimen fiscal especial estarían dispuestas a registrar contablemente tales diferencias valorativas. Esta situación, lamentablemente en el marco de la Ley 43/1995 no ha sido subsanada, como más adelante podremos contemplar.

Las anotaciones contables más significativos serían:

1. *Reapertura de la contabilidad.*
2. Dado que el *reconocimiento contable de plusvalías* (incluyendo el fondo de comercio) en la sociedad absorbente, de acuerdo con la anterior legislación fiscal implicaba el gravamen de las mismas, las sociedades por lo general, no procedían a contabilizar tales variaciones valorativas, a no ser que lograran acogerse al régimen de beneficios fiscales previstos en la antigua Ley 76/1980 o se desprendieran de tales revalorizaciones cobros o pagos, con lo que surgía la necesidad del registro contable de las mismas.

Por lo que respecta a la actual situación fiscal, hay que resaltar que, a diferencia de las revalorizaciones puestas de manifiesto en las sociedades que se disuelven en la fusión, aquéllas reconocidas en la sociedad absorbente no gozan de una auténtica neutralidad fiscal, por lo que nos tememos que en aquellas sociedades que actúan como absorbentes, permanecerá, en líneas generales, esta práctica de no reconocimiento contable de plusvalías.

3. En caso de producirse la *oposición de los acreedores*, igualmente procedería *contabilizar el pago o aseguramiento de sus créditos*.

4. *Si la sociedad absorbente posee acciones de la absorbida deberá ajustar el valor de éstas, hasta su valor teórico.*

5. *Emisión de acciones* para entregar a los accionistas de la sociedad absorbida:

Teniendo en cuenta que, en este supuesto de ampliación de capital el TRLSA (art. 159.2) no reconoce el derecho preferente de suscripción para los accionistas de la sociedad absorbente, generalmente la ampliación se realizará con prima de emisión.

Lógicamente, la sociedad absorbente deberá contabilizar los gastos que ocasione la ampliación de capital.

6. *Recepción del patrimonio de la sociedad absorbida.*

7. *Cancelación de la deuda de la sociedad absorbente con la absorbida:*

Si la sociedad absorbente posee acciones de la sociedad absorbida, estas acciones se anularán, puesto que ya ha sido recibido la parte del patrimonio que representan.

III.3.6.5. Contabilidad de la nueva sociedad que se crea.

Por lo que se refiere al proceso contable de la nueva sociedad que se constituye, es posible diferenciar los siguientes registros contables:

1. *Emisión de acciones:*

La sociedad procederá a emitir el número de acciones por el precio de emisión que se desprenda de la relación de canje acordada a efectos de la fusión, de acuerdo con las expresiones matemáticas antes expuesta y, además, cumpliendo el precepto legal de efectiva aportación patrimonial, según el cual en ningún caso, el valor nominal de los títulos emitidos por la nueva sociedad pueda superar el valor de los patrimonios transferidos por las sociedades que se disuelven con motivo de la fusión. Requisito, que

asimismo rige para la ampliación de capital realizada por la sociedad absorbente.

Al igual que, en cualquier procedimiento de constitución de una nueva sociedad, se procederá a contabilizar los gastos relacionados con dicha constitución, y de acuerdo con su naturaleza, podrán registrarse en cuentas del subgrupo 20. *Gastos de constitución*, siempre que se cumpla con lo previsto en la norma de valoración 6.ª *Gastos de establecimiento* del PGC.

2. *Recepción de patrimonios de las sociedades disueltas.*
3. *Entrega de las acciones* que corresponden a los accionistas de las sociedades disueltas en la fusión y, en su caso, la aportación en efectivo que se establezca.

III.3.6.6. Contabilidad del fondo de comercio

Dado que, anteriormente, al analizar los elementos esenciales del proceso de valoración ya hicimos referencia al concepto del fondo de comercio a florado en las fusiones, a continuación procederemos a abordar los aspectos contables más relevantes del mismo, a la luz de los principales preceptos mercantiles contemplados en nuestro marco legal.

Antes de iniciar esta tarea es preciso, sin embargo, recordar que, el concepto de fondo de comercio al que dedicamos nuestra atención, es aquél que se pone de manifiesto como consecuencia de operaciones onerosas, en nuestro caso, con motivo de un procedimiento de fusión. Hecha esta inicial aclaración, veamos la problemática más significativa de su reconocimiento contable.

1. Principal normativa contable sobre el fondo de comercio

Las principales fuentes legales de las que se deriva el registro contable del fondo de comercio, pueden resumirse tal como mostramos en el cuadro 58:

CUADRO 58

Principal normativa contable sobre el fondo de comercio

FUENTES REGULADORAS	PRECEPTO
Código de Comercio.	• art. 39.6
Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre).	• art. 194.2
Plan General de Contabilidad (Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre).	<ul style="list-style-type: none"> • Segunda Parte. <i>Cuadro de Cuentas</i>: cuenta 213. • Tercera Parte. <i>Definiciones y relaciones contables</i>: cuenta 213. • Cuarta Parte. <i>Cuentas anuales</i>: memoria, notas: 3, 4.b), 6, 17 y 20. • Quinta Parte. <i>Normas de valoración</i>, Norma 5.^a, apartado c).
Resolución del ICAC de 21 de enero de 1992, por la que se dictan normas de valoración del inmovilizado inmaterial.	• Norma 5 ^a .
Normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas (Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre).	<ul style="list-style-type: none"> • Capítulo III. <i>Método de integración global</i>, Sección 4, <i>Eliminaciones</i>: arts. 23 a 25. • Anexo <i>Modelo de cuentas anuales consolidadas</i>: memoria, notas 4 a 6.

Junto a esta normativa legal hay que resaltar, sin duda, la labor desarrollada por AECA (1983 y 1996) en el estudio y difusión de tal figura.

El antecedente de tal regulación en la esfera comunitaria⁶² cabe situarla en la IV Directiva, si nos referimos a las menciones contenidas en el PGC y la Resolución del ICAC, entre las que existe una gran similitud (Laínez, 1993, 243-250). Mientras que la VII

⁶² Un estudio comparado sobre el tratamiento contable del fondo de comercio previsto en varios países miembros de la Unión Europea puede encontrarse en: García Benau (1995, 163-164) y Samuels *et al.* (1995, 172-196).

Directiva constituye su equivalente en relación con las Normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas⁶³. Ahora bien, considerando que estas últimas normas se inscriben en el ámbito de la creación de grupos de empresas, hemos optado por centrarnos en la restante normativa relativa al fondo de comercio.

2. Reconocimiento contable del fondo de comercio

En primer lugar, hay que subrayar que el fondo de comercio únicamente podrá reconocerse contablemente, cuando haya sido adquirido a título oneroso. Si bien, su representación contable varía según se trate de un fondo de comercio positivo o negativo.

Por lo que respecta al fondo de comercio positivo, única posibilidad expresamente contemplada en el PGC, éste se contabilizará como un inmovilizado inmaterial en el activo del balance de situación de la sociedad en que se reconozca, procediéndose al abono de la tal cuenta cuando se produzcan: enajenaciones, su baja en inventario, así como en caso de pérdidas.

Si, por el contrario, se trata de un fondo de comercio negativo, debido por ejemplo a la existencia de una clientela descontenta, un exceso de personal, una mala imagen o una deficiente gestión, en este contexto (Serra, 1985, 401; Resolución del ICAC de 21/1/92 Norma Quinta, apartado 5; Amado *et al.*, 1993, 38):

- En primer lugar, habrá que proceder a realizar una corrección de los elementos transferidos, imputándose a estos efectos un incremento de valor de los pasivos y una disminución de valor de los activos.
- Si, una vez realizada tal corrección, el valor de la sociedad admitido a efectos de la fusión resulta inferior a la suma de los valores reales de los activos tangibles e intangibles que es posible identificar menos los pasivos asumidos, en tal caso se registrará este fondo de comercio como una “provisión para riesgos y gastos”.

La elección de esta forma de registro obedece a que, la existencia de una rentabilidad inferior a la normal o incluso negativa (pérdidas) implicará para la empresa que

⁶³ Un profundo análisis sobre el fondo de comercio en la *VII Directiva* puede verse en Gimeno Zuera (1988, 314-323 y 369-380).

recibe tal patrimonio la realización de una serie de gastos adicionales, tales como indemnizaciones a trabajadores o, gastos de publicidad, con el propósito de lograr un aumento de la rentabilidad.

Ahora bien, es posible encontrar otras soluciones con respecto a la contabilidad del *negative goodwill* y, en este sentido, AECA (1996, 104-105) propone, una vez efectuada la indicada corrección de los elementos afectados, que se abone a una cuenta de ingresos diferidos en el pasivo, la cual se imputará sistemáticamente con abono a resultados durante los períodos que se estimen afectados, que en ningún caso podrán superar los 10 años.

Centrando nuestra atención al marco de una fusión, el fondo de comercio puede reflejarse contablemente en cada una de las sociedades que intervienen en la operación, si éste se ha sido reconocido a efectos de la fusión. Pero, hay que puntualizar que, será la sociedad resultante del procedimiento de fusión (sea la de nueva constitución, sea la sociedad absorbente) la que, en última instancia, recogerá en su balance tales fondos de comercios, ya que el resto de sociedades se extinguirán como consecuencia del proceso de concentración.

En esta línea, suele ser habitual el reconocimiento contable del fondo de comercio en las diferentes empresas extinguidas. Mientras que, tradicionalmente, una parte importante de la doctrina (Besteiro y Sánchez, 1996, 292; Lozano Aragüés, 1993a, 9-10) sostienen que normalmente las sociedades absorbentes no proceden a reflejar contablemente su propio fondo de comercio debido a cuestiones fiscales, o por entender que la legislación no permite su afloración (Cantorna Agra, 1992, 217).

Así, en su caso, las distintas empresas extinguidas podrán registrar contablemente la existencia de un fondo de comercio, para a continuación, transferirlo junto a su restante patrimonio a la sociedad que resultante de la fusión; empleándose como contrapartida de tal registro la cuenta *reserva de fusión* (en su caso, *resultados de fusión* o, *ingresos diferidos*, según la opción elegida).

Llegado este punto, resulta conveniente recordar que, si se optara por registrar la fusión de acuerdo con el método de la compra y el de la unión de intereses desarrollados en la normativa contable internacional, el fondo de comercio sólo podría reconocerse contablemente cuando se empleara el primero de ellos. A estos efectos, en el caso de aplicación del método de la compra, sería posible contabilizar el fondo de comercio, tanto en las empresas que actúan como adquiridas, como en la adquirente.

3. Valoración del fondo de comercio

La valoración del fondo de comercio con carácter general, vendrá determinada por la diferencia entre el importe satisfecho en la adquisición de una empresa, o parte de la misma, y la suma de los valores identificables de los activos individuales adquiridos menos los pasivos asumidos en la adquisición. Por lo que se refiere a los activos, será el valor de mercado de los mismos, de acuerdo con las normas de valoración del Plan General de Contabilidad, el límite máximo a considerar para su valoración, mientras que los pasivos se valorarán a su valor actual, sin perjuicio de contabilizar el valor de reembolso, teniendo en cuenta el tipo de interés del mercado (Resolución del ICAC 21/1/92, Norma Quinta, apartado 3).

Así, pues, habida cuenta de las dificultades inherentes a otras fórmulas de valoración, la valoración del fondo de comercio se realizará al precio de adquisición (Ruiz Barbadillo, 1993, 150).

Sin embargo, cuando reflexionamos sobre la valoración del fondo de comercio en el ámbito de una fusión, es ineludible la consideración de ciertos componentes subjetivos derivados del proceso de negociación llevado a cabo entre las partes en concentración.

En esta línea, la existencia de un fondo de comercio se puede explicar como aquella parte de la diferencia existente entre el valor de la empresa admitido a efectos de la fusión y el valor contable de su patrimonio, que no se debe a correcciones de valor de los elementos patrimoniales, sino a la valoración atribuida a la rentabilidad de la empresa y el importe relativo a la situación de ventaja-desventaja en el proceso de negociación. Si bien, cabría identificar al fondo de comercio en sentido estricto con la mencionada valoración de la rentabilidad prevista para años posteriores (Serra, 1985, 395-409).

En efecto, la posición de cada parte frente al proceso negociador puede verse influida no sólo por factores internos, tales como la necesidad de acceder al mercado controlado por otra de las empresas fusionadas o, las dificultades financieras que pudiesen atravesar una de ellas; sino que, además el proceso suele hallarse influenciado por factores externos como pueden ser: la concurrencia de otras ofertas de fusión, la evolución del entorno económico en general o, del sector en que desarrollan su actividad las empresas en concentración.

4. Amortización del fondo de comercio

La amortización de fondo de comercio, que deberá realizarse de acuerdo con un plan sistemático, no podrá exceder del período durante el cual dicho fondo contribuya a la obtención de ingresos para la sociedad y siempre que no supere un período de cinco años. Si bien, se admite la ampliación de este plazo de amortización con el límite máximo de diez años, de acuerdo con lo previsto en el artículo 194 del TRLSA, debiendo recogerse en este último caso en la memoria la oportuna justificación.

El hecho de que dicho fondo de comercio sea objeto de amortización se debe a que su reconocimiento se basa fundamentalmente en la existencia de unos beneficios superiores a los considerados como normales para el sector de actividad y, estos excedentes por lo general no se producirán por períodos muy largos y mucho menos infinitos, puesto que la experiencia indica que, los mercados donde actúan las empresas, se encuentran afectados por circunstancias de carácter financiero, político y económico, que hacen que dichos beneficios no se mantengan. Es más, a este respecto AECA (1996, 104) indica que:

- En el caso de que el fondo de comercio haya perdido notoriamente su valor, este importe será saneado totalmente en el ejercicio en que se produzca dicha pérdida de valor.
- Cuando una parte importante del activo de una empresa, o toda la empresa adquirida y por la cual se pagó la compra del fondo de comercio se vendiera, todo el fondo de comercio, o la parte del mismo todavía no amortizada, deberá ser totalmente amortizado e incluido como parte del coste del activo vendido.

5. Información sobre el fondo de comercio en las cuentas anuales

Así, pues, al margen de su inclusión en el balance de situación y las correspondientes dotaciones en la cuenta de pérdidas y ganancias, deberá incluirse en la memoria la información antes reseñada, cuando el período de amortización supere los cinco años. En esta última cuenta anual, además habrá de indicarse la siguiente información sobre el fondo de comercio:

- La explicación del movimiento del fondo de comercio durante el ejercicio, así como los criterios de amortización empleados y sus correspondientes dotaciones a amortizaciones.
- En relación con la distribución de resultados y, por lo que se refiere a las limitaciones relacionadas con la distribución de dividendos, habrá de tenerse en cuenta que en este sentido el TRLSA expresa la prohibición de distribuir resultados hasta que el fondo de comercio no se halle íntegramente amortizado, a no ser que existan en la sociedad reservas disponibles por dicho importe.
- Si fuera necesario sanear una parte del fondo de comercio al producirse una pérdida evidente de su valor, habrá de mencionarse tal situación en la nota 17 al indicar la información sobre gastos extraordinarios.
- Al confecciona el Cuadro de Financiación, será necesario incluir un ajuste relativo a la amortización del fondo de comercio, puesto que éste no afectará al cálculo del capital circulante (Ruiz Barbadillo, 1993, 140).

III.3.7. ESPECIAL REFERENCIA AL SUPUESTO DE FUSIÓN-ESCISIÓN

Una forma especial de fusión, a la que ya aludimos en el epígrafe III.1 de este tercer capítulo, es la denominada “fusión-escisión”, cuyo concepto delimitábamos designándola como aquella fusión en la que, al menos, participa un patrimonio escindido. Aunque, cabe también la posibilidad de que la fusión se produzca exclusivamente entre patrimonios escindidos, pertenecientes a diferentes sociedades.

En efecto, a tenor de lo establecido en el art. 252.1. del TRLSA sobre el concepto de escisión⁶⁴ se indica que se entiende por tal:

“a) La extinción de una Sociedad anónima, con división de todo su patrimonio en dos o más partes, cada una de las cuales se traspasa en bloque a una Sociedad de nueva creación o es absorbida por una Sociedad ya existente.

b) La segregación de una o varias partes del patrimonio de una Sociedad anónima sin extinguirse, traspasando en bloque lo segregado a una o varias Sociedades de nueva creación o ya existentes.”

En consecuencia, la diferencia más significativa estriba en que, ahora, en lugar de fusionarse sociedades, se fusionan fracciones de sus patrimonios, bien con otras empresas, bien con otras fracciones de patrimonio social escindidas a su vez de otras sociedades. Si bien, en nuestra opinión, en cualquier caso, independientemente de que la sociedad que procede a escindirse se extinga o no, es posible distinguir los siguientes efectos:

1. La sociedad que se escinde procederá a transferir una parte de su patrimonio a la sociedad que reciba tal fracción patrimonial, pudiendo verificarse, asimismo, el reconocimiento de plusvalías y minusvalías de los elementos patrimoniales transferidos.
2. La sociedad absorbente o de nueva creación receptora de esta parte del patrimonio procederá a emitir las acciones correspondientes, teniendo en cuenta la relación de canje que se hubiera establecido.

⁶⁴ Un estudio sobre los aspectos problemáticos de la regulación legal de las escisiones de sociedades en España y su incidencia en la contabilidad puede consultarse en Besteiro Varela (1995).

3. Por último, la sociedad escindida procederá a entregar estos títulos a sus accionistas de manera proporcional a sus respectivas participaciones, de manera que pasarán a formar parte de la nueva sociedad que se constituya o de la sociedad absorbente.

Resulta interesante poner de relieve que, cuando varias fracciones del patrimonio de la sociedad escindida se transfieran a diferentes sociedades (unas actuarán como absorbentes y otras serán de nueva constitución), en este supuesto cabe la posibilidad de que se entreguen a los accionistas de la sociedad escindida únicamente acciones de una de las sociedades receptora de una fracción del patrimonio escindido, en cuyo caso será preciso contar con el consentimiento individual de cada uno de los accionistas afectados.

Por lo que respecta a la sociedad escindida, si sólo se produce la segregación de una parte de su patrimonio, ésta procederá a contabilizar la correspondiente reducción de capital, mientras que si se produce la división de todo su patrimonio, nos hallaremos ante un supuesto análogo al de las sociedades extinguidas comentado a lo largo de nuestra anterior exposición, aunque ahora con la particularidad de que aparecen dos o más sociedades distintas receptoras de este patrimonio.

Las discrepancias existentes, pues, con el caso de fusión entre sociedades independientes, son mínimas, ello es corroborado por el propio TRLSA en donde se indica que el régimen de la escisión se regirá por las normas establecidas por la fusión, salvo algunas pequeñas salvedades contenidas en los artículos 252 a 258. Por lo que resultan aplicables con carácter general las argumentaciones realizadas anteriormente en relación con los procesos de fusión entre sociedades independientes. No obstante, quisiéramos resaltar algunas peculiaridades propias de estos procedimientos de concentración:

- La exigencia en la escisión parcial de que la porción del patrimonio que se transfiere constituya por sí sola una unidad económica.
- La responsabilidad solidaria que corresponde a la sociedad absorbente o de nueva creación hasta el importe del activo neto recibido, cuando se produzca la falta de cumplimiento de una obligación asumida como consecuencia de la operación, por otra sociedad absorbente o de nueva creación receptora de otra fracción del patrimonio.

III.3.8. ANÁLISIS COMPARADO CON LA NORMATIVA CONTABLE DEL IASC Y DE PAÍSES ANGLOSAJONES

Llegado este punto, nos hallamos en condiciones de realizar una comparación entre las actuales disposiciones contables en España sobre los procesos de fusión y los pronunciamientos contables emitidos al respecto por los organismos de Estados Unidos, el Reino Unido, así como por el IASC.

Con este propósito en el cuadro 59, se muestran los elementos más significativos de la NIC 22 del IASC, para partiendo de esta norma de carácter internacional, observar el grado de congruencia que existe en relación con el tratamiento previsto en los otros tres ámbitos aludidos.

Si analizamos en primer término la proximidad existente entre la normativa del IASC y la correspondiente a cada uno de los tres países estudiamos, puede constatarse que, tal como pusimos de manifiesto anteriormente, en lo que concierne a las combinaciones de empresas son los pronunciamientos de Estados Unidos los que guardan mayor semejanza. Nótese que de los ocho aspectos examinados (se incluyen los tratamientos de referencia y obligatorios) las discrepancias más relevantes se refieren a los dos tratamientos alternativos que prevé el IASC sobre intereses minoritarios y el fondo de comercio. Si bien, también se diferencia en el mayor plazo de amortización previsto para el fondo de comercio negativo en las normas de Estados Unidos, aunque, sobre este aspecto, debe recordarse que el FASB ha incluido entre sus objetivos revisar este tratamiento con el propósito de lograr una mayor cohesión con la normativa del IASC.

CUADRO 59

Análisis comparado de la normativa contable sobre combinaciones

TRATAMIENTO PREVISTO EN LA NIC 22 DEL IASC	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	ESPAÑA
Las uniones de intereses deben ser contabilizadas empleando el método de la unión de intereses.	Sí	Sí	Sí
En el método de la compra el período para cambiar el importe del fondo de comercio y los valores razonables asignados a los activos y pasivos identificados, concluye al final del primer período anual contable que comienza tras la adquisición.	Sí	Sí	No
Reconocimiento de activos y pasivos identificables en el método de la compra se realiza cuando: <ul style="list-style-type: none"> • sea probable que beneficios económicos futuros afluya o fluyan desde la empresa adquirente; • la empresa adquirente pueda disponer de una medida fiable de su coste o, valor razonable. 	Sí	Sí	Sí, aunque sin especificar en ninguna regulación.
El fondo de comercio positivo debe ser reconocido como un activo y amortizado sistemáticamente en un plazo de 5 años, prorrogable como máximo hasta 20 años cuando sea posible justificarlo.	Sí, pero período máximo 40 años.	Sí, pero sin período máximo. (Empleo poco frecuente)	Sí, pero período máximo 10 años.

TRATAMIENTO PREVISTO EN LA NIC 22 DEL IASC	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	ESPAÑA
<p>Fondo de comercio negativo deberá ser contabilizado:</p> <p>a) <i>Tratamiento de referencia</i>: el valor razonable de los activos no monetarios adquiridos será reducido proporcionalmente hasta que el fondo de comercio negativo sea eliminado. La diferencia que persista debe registrarse como ingreso diferido y amortizarse como el fondo de comercio positivo.</p> <p>b) <i>Tratamiento alternativo</i>: el importe total del fondo de comercio negativo es tratado como un ingreso diferido y amortizado igual que el fondo de comercio positivo.</p>	<p>a) <i>Tratamiento de referencia</i>: Si</p> <p>b) <i>Tratamiento alternativo</i>: No</p>	<p>a) <i>Tratamiento de referencia</i>: No</p> <p>b) <i>Tratamiento alternativo</i>: No</p>	<p>a) <i>Tratamiento de referencia</i>: No</p> <p>b) <i>Tratamiento alternativo</i>: No</p>
<p>Intereses Minoritarios en el método de la compra:</p> <p>a) <i>Tratamiento de referencia</i>: los intereses minoritarios son registrados como la proporción correspondiente de los importes contables de los activos y pasivos de la filial anteriores a la adquisición.</p> <p>b) <i>Tratamiento alternativo</i>: los intereses minoritarios son registrados como la proporción correspondiente de los valores razonables de los activos y pasivos identificables de la filial.</p>	<p>a) <i>Tratamiento de referencia</i>: Si</p> <p>b) <i>Tratamiento alternativo</i>: No</p>	<p>a) <i>Tratamiento de referencia</i>: No</p> <p>b) <i>Tratamiento alternativo</i>: Si</p>	<p>a) <i>Tratamiento de referencia</i>: Si</p> <p>b) <i>Tratamiento alternativo</i>: Si (Se emplean ambos aunque no se encuentran regulados)</p>

Fuente: elaboración propia a partir Price Waterhouse (1995): *Financial Reporting- An International Survey*, págs. 53-58.

La regulación española también coincide con la mayor parte de cuestiones comparadas (en concreto, cinco); mientras que las principales diferencias se producen en:

- La imposibilidad de registrar contablemente en el caso de las empresas españolas los cambios acontecidos en los valores pactados a efectos de la fusión de los diferentes elementos patrimoniales, incluyendo el fondo de comercio.
- El tratamiento, tanto obligatorio como alternativo previsto en la NIC 22 para el fondo de comercio negativo. Sobre este último aspecto, recuérdese que la posición del ICAC y de una buena parte de la doctrina consistía en reconocer la diferencia que permaneciera tras la correspondiente corrección de los activos y pasivos transferidos, como una provisión para riesgos y gastos. Si bien, hay que apuntar que la posición adoptada por AECA sí sería coincidente con el tratamiento de referencia o preferente previsto en la NIC 22.

Sobre las diferencias entre las normas emitidas por AECA y el IASC, Giner y Mora (1997, 504) señalan que, mientras que en la NIC 22 en el precio de coste de la adquisición se incluyen los costes imputales directamente a la misma, incrementando el valor del fondo de comercio, en la normativa de AECA tales partidas se consideran como gastos de ampliación de capital, y en consecuencia se conceptúan como gastos amortizables.

- Además, aunque el tratamiento relativo al fondo de comercio positivo coincide básicamente, hay que subrayar que el período máximo de amortización existente en España es sustancialmente inferior pues representa sólo la mitad del permitido por el IASC.

No obstante, sobre este último aspecto, quisiéramos hacer constar una excepción a esta forma de contabilización del fondo de comercio en el ámbito español, nos referimos a aquél que aflora en procesos de fusiones celebrados entre entidades de crédito, en los cuales a tenor de lo dispuesto en la Circular del Banco de España 4/1993, de 26 de marzo, sobre Modificación de la Circular 4/1991, de Normas de Contabilidad de las Entidades de Crédito, se establece que el fondo de comercio que se hubiese puesto de manifiesto con motivo de procesos de fusión deberá amortizarse inmediatamente después de realizada la operación, con cargo a reservas de revalorización u a otros fondos genéricos o reservas, cuando no fueran suficientes las primeras (apartado 13.b). De manera que, el tratamiento

aquí previsto es muy semejante al establecido en las actuales normas del Reino Unido.

Las normas contables de este último país son, asimismo, congruentes con la mayor parte de las cuestiones abordadas, separándose del contenido de la NIC 22 en el tratamiento obligatorio y alternativo del fondo de comercio negativo, así como en el tratamiento alternativo previsto sobre los intereses minoritarios.

Si bien, conviene precisar que, aunque el reconocimiento contable previsto para el fondo de comercio positivo en el IASC, se encuentra contemplado en las actuales normas del Reino Unido, al margen de que en este último marco no se establezca un plazo máximo para su amortización, hay que subrayar que éste procedimiento es empleado de forma minoritaria, puesto que generalmente las empresas de este país optan por cancelarlo inmediatamente contra reservas. De ahí que, considerando la posición actual pueda decirse que el grado de discrepancia de la normativa del Reino Unido en materia de combinaciones empresariales sea semejante, cuando no mayor, que la que presenta el caso español.

No obstante, hay que tener en cuenta al respecto dos cuestiones. En primer lugar, que a favor del Reino Unido, cabe señalar que, en la actualidad, se está desarrollando un vivo debate relativo a la contabilización del fondo de comercio, que puede redundar en aras de una mayor normalización contable.

En segundo lugar, hay que mencionar que en nuestro país no asistimos a tal fenómeno y, aunque se emitió un Borrador de normas sobre la contabilidad de fusiones de empresas, hoy no existe una regulación específica, por lo que algunos de los aspectos analizados, sí que son contabilizados de forma coherente con la NIC 22, pero no aparecen regulados en ninguna norma, tal como sucede con los intereses minoritarios o el reconocimiento de activos y pasivos identificables.

Por otro lado, si pasamos a comparar la regulación española con la de Estados Unidos y el Reino Unido, con la primera se discrepa en las siguientes cuestiones:

- La posibilidad de revisar las valoraciones de los elementos patrimoniales admitidas a efectos de la fusión, que en nuestro país no puede realizarse.
- El tratamiento del fondo de comercio negativo, que en Estados Unidos es registrado en una cuenta de créditos diferidos, mientras que en España lo es en una perteneciente al grupo de provisiones y riesgos.

- El tratamiento de los intereses minoritarios, ya que en Estados Unidos sólo es posible registrarlos por sus valores razonables, mientras que en España en la práctica se admiten los dos criterios previstos en la NIC 22.
- El período máximo de amortización del fondo de comercio es mucho mayor en Estados Unidos, 40 años, que en España.

Con las normas del Reino Unido existen diferencias relativas: a la posibilidad de revisar las valoraciones de activos, pasivos y fondos de comercio admitidas en la combinación, la cual no es permitida en España, al período de amortización del fondo de comercio y la posibilidad de cancelarlo inmediatamente contra reservas que se emplea mayoritariamente en el Reino Unido, a diferencia del caso español y, por último, al tratamiento considerado como obligatorio en la NIC 22 sobre los intereses minoritarios, el cual es admitido en España pero no en el Reino Unido.

Como puede apreciarse, pues, considerando los aspectos analizados, resulta muy complejo decir que la regulación española sobre combinaciones se asemeje más a la de Estados Unidos o a la del Reino Unido.

Al margen de las cuestiones anteriores, no quisiéramos, por último, dejar de destacar un aspecto que nos parece relevante. En efecto, si centramos nuestra atención en el tratamiento del fondo de comercio positivo a florado en estas operaciones de concentración, la regulación contable española en relación con las restantes normas comparadas, es la que permite un período de amortización más bajo, sólo 10 años, la mitad que la norma internacional del IASC, una cuarta parte que el APB 17 de Estados Unidos y, si comparamos con el caso de las empresas del Reino Unido las diferencias son mucho más profundas puesto que en éste último país no se fija límite máximo, y además normalmente no se suele amortizar sistemáticamente sino que se cancela inmediatamente contra reservas.

En consecuencia, el impacto de la amortización del fondo de comercio sobre los resultados de las empresas que se fusionan será superior para las empresas españolas que para las de Estados Unidos o del Reino Unido; de manera que, en lo que se refiere a esta cuestión, la regulación contable española supondrá para una misma combinación empresarial el reflejo en los estados financieros de la sociedad resultante de la fusión menores beneficios contables, lo que, de acuerdo con los planteamientos ya comentados al abordar la normativa contable internacional, significará unos menores valores de los ratios de rentabilidad tanto financiera como económica, medido este último como el cociente de

dividir el resultado antes de intereses e impuestos entre el activo total. En suma, en lo concerniente a este aspecto, las empresas españolas que se fusionan mostrarán independientemente de su gestión una imagen peor que las empresas que se fusionan en Estados Unidos y el Reino Unido, pues aparentemente obtendrán peores resultados.

En definitiva, puede decirse que la regulación española sobre el reconocimiento contable de los procedimientos de fusiones empresariales, no se halla excesivamente alejada de la prevista en el IASC o en las normas de Estados Unidos y el Reino Unido, produciéndose las principales discrepancias en la contabilidad del fondo de comercio y en la imposibilidad de revisar los valores pactados en la fusión después de su realización en el caso español, cuestiones estas últimas que se inscriben en el seno del método de la compra, por lo que cabe constatar una mayor diferencia entre las normas contables relativas al método de la compra, frente a las escasas discrepancias que existen en el método de la unión de intereses.

Ahora bien, a nuestro juicio, conviene incidir especialmente en la necesidad del establecimiento de unas normas contables propias para las fusiones, las cuales, en la medida de lo posible deberían ser lo más próximas posibles a la normativa del IASC, pues hay que recordar que esta es la actual tendencia que se sigue en los otros dos países estudiados, y podría decirse lo mismo en relación con el ámbito de la Unión Europea.

A la vez que, no debería perderse de vista la grandes diferencias que existen con respecto al período de amortización del fondo de comercio positivo, por lo que sería conveniente estudiar posibles soluciones. Máxime, teniendo en cuenta las importantes repercusiones que origina, las cuales podrían quizás ir en la línea de prolongar este período de amortización.

Toda vez, que incluso en otros países de la Unión Europea como Alemania se permiten en la práctica períodos de amortización de hasta 40 años aunque la ley establezca cuatro años y, en Francia no exista un período máximo de amortización, si bien más de la mitad de grupos franceses amortizan el fondo de comercio en un plazo que oscila entre 20 y 40 años (Amat y Blake, 1996, 173 y 186).

Por último, quisiéramos significar que las conclusiones de este análisis pueden variar en un plazo no muy prolongado de tiempo, puesto que, como ya indicamos, en Estados Unidos el FASB está trabajando activamente en la modificación de sus pronunciamientos contables sobre combinaciones empresariales y lo mismo puede decirse en relación con el IASC.

III.4. CONTABILIDAD DE LA FUSIÓN EN ESPAÑA. REPERCUSIONES DE LA REGULACIÓN FISCAL

Una vez analizadas las principales repercusiones contables que emanan de nuestra legislación mercantil, nuestra atención se centra ahora en estudiar aquellos aspectos fiscales que presentan una incidencia más significativa sobre la vertiente contable de las fusiones, actualizados a la vigente regulación fiscal. No se trata, pues, de analizar exhaustivamente el régimen fiscal de las fusiones españolas a la luz de la legislación vigente, el cual, se halla fundamentalmente regulado, en la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades.

Resulta oportuno reseñar que, como punto de partida de las cuestiones que a continuación abordaremos, debe tenerse en cuenta que en la Ley 43/1995, se establecen dos regímenes distintos de tributación de las fusiones: uno general y otro especial. Este último regulado en sus artículos 97 a 110. Las empresas que se fusionan pueden, pues, optar libremente por la elección de un:

- *Régimen especial:* en el que se prevé un régimen fiscal de diferimiento impositivo. Para su aplicación se requiere que antes de inscribir la escritura de fusión, se comunique la elección del mismo a la Dirección General de Tributos.
- *Régimen general:* en el que no se produce el diferimiento impositivo, sino la tributación inmediata. Este es aplicable cuando no existe la anterior comunicación a la autoridad tributaria. Puede ser conveniente optar por él, cuando en alguna de las empresas que se fusionan existen bases imponibles negativas de ejercicios anteriores pendientes de compensación.

Estos dos regímenes son perfectamente compatibles en relación con las distintas sociedades que pueden participar en un procedimiento de fusión. En efecto, no existe ningún obstáculo para que unas empresas opten por tributar de acuerdo con el régimen general y otras por el especial. Es más, aún eligiendo la tributación a través de este último régimen, es posible la renuncia al mismo para una parte de los elementos patrimoniales integrantes del patrimonio social.

Asimismo, por lo que respecta al ámbito de las fusiones, conviene puntualizar que la regulación fiscal prevista en la ley 43/1995 distingue entre sociedades transmitentes y sociedades adquirentes. En este sentido denomina:

- *Entidades transmitentes* a las sociedades que transfieren su patrimonio a la sociedad que emane de la fusión, y por tanto, aquéllas que se disuelven sin liquidarse en el proceso de fusión, esto es, las sociedades extinguidas, que como es sabido, en la modalidad de fusión por absorción se corresponden con las llamadas sociedades absorbidas.
- *Entidades adquirentes* a las que reciben los patrimonios aportados en los procesos de fusión, es decir, la sociedad absorbente o de nueva creación, según se trate, respectivamente, de una fusión por absorción o de una fusión con creación de nueva sociedad.

Por último, quisiéramos indicar que, a nuestro juicio, las reflexiones que, a continuación exponemos resultan en esencia, asimismo, aplicables al supuesto de fusión-escisión, en la medida en que el régimen fiscal especial es también aplicable a las operaciones de escisión, y que el régimen general previsto para las fusiones, asimismo lo es para la escisión total o parcial (art. 15).

III.4.1. VALORACIÓN FISCAL DE LOS PATRIMONIOS DE LAS SOCIEDADES FUSIONADAS

Sobre esta importante cuestión, conviene destacar que al igual que en el ámbito mercantil se consagraba como principio de valoración de los elementos patrimoniales de las empresas en concentración, el valor real, entendido éste como aquél que se desprendería del proceso negociador entre las sociedades que se fusionan (si bien supeditado a la opinión de expertos independientes y, al requisito legal de efectiva aportación de capital), aunque también podía optarse por mantener los valores contables anteriores a la fusión, en el marco fiscal la base de la valoración ya no será dicho valor real.

Veamos qué se establece al respecto, en primer lugar en el régimen calificado como general, cuyo principal contenido se encuentra en los artículos: 15 y 16. Para, a continuación, profundizar en el régimen especial.

III.4.1.1. En el régimen fiscal general

La regla general de valoración establece que los elementos patrimoniales se valorarán al precio de adquisición o coste de producción. Si bien, el importe de las revalorizaciones contables no se integrará en la base imponible, excepto cuando se realicen en virtud de normas legales o reglamentarias que obliguen a incluir su importe en el resultado contable. El importe de la revalorización no integrada en la base imponible no determinará un mayor valor, a efectos fiscales, de los elementos revalorizados.

En relación con las operaciones de fusión, se establece que los elementos patrimoniales transmitidos en virtud de tales operaciones, se valorarán por su valor normal de mercado; siendo este mismo criterio, asimismo, el previsto para las operaciones de escisión total o parcial.

Al indicarse las reglas de valoración relativas a operaciones vinculadas, se preceptúa que dicho valor de mercado será aquél que hubiera sido convenido en condiciones normales de mercado entre partes independientes, empleándose para su determinación las siguientes reglas o métodos (art. 16.3):

- "a) *Precio de mercado del bien o servicio de que se trate o de otros de características similares, efectuando, en este caso, las correcciones necesarias para obtener la equivalencia, así como para considerar las particularidades de la operación.*

- b) *Supletoriamente resultarán aplicables:*
 - a') *Precio de venta de bienes y servicios calculado mediante el incremento del valor de adquisición o coste de producción de los mismos en el margen que habitualmente obtienen el sujeto pasivo en operaciones equiparables concertadas con personas o entidades independientes o en el margen que habitualmente obtienen las empresas que operan en el mismo sector en operaciones equiparables concertadas con personas o entidades independientes.*

- b') *Precio de reventa de bienes y servicios establecido por el comprador de los mismos, minorado en el margen que habitualmente obtienen el citado comprador en operaciones equiparables concertadas con personas o entidades independientes o en el margen que habitualmente obtienen las empresas que operan en el mismo sector en operaciones equiparables concertadas con personas o entidades independientes, considerando, en su caso, los costes en que hubiera incurrido el citado comprador para transformar los mencionados bienes y servicios.*
- c) *Cuando no resulten aplicables ninguno de los métodos anteriores, se aplicará el precio derivado de la distribución del resultado conjunto de la operación de que se trate, teniendo en cuenta los riesgos asumidos, los activos implicados y las funciones desempeñadas por las partes relacionadas."*

El empleo del valor de mercado como principio básico en la valoración de tales elementos se extiende, pues, expresamente a los supuestos de operaciones vinculadas, es decir, aquéllas que tienen lugar entre personas y sociedades vinculadas (conforme aparecen definidas en el art. 16.2 de la Ley 43/1995), cuando la valoración acordada hubiera determinado una tributación en España inferior a la que hubiese correspondido por aplicación del valor normal de mercado o un diferimiento de dicha tributación.

En esta línea, las sociedades vinculadas que pretendan fusionarse, pueden, con carácter previo a la realización de tal operación, someter a la Administración tributaria una propuesta sobre la valoración de las empresas que desean fusionarse basada en el valor normal de mercado. La aprobación de tal propuesta por al Administración tributaria surtirá efectos para la posterior operación de fusión, teniendo dicha aprobación una validez durante los tres períodos impositivos subsiguientes.

Llegado este punto, conviene examinar qué reglas de valoración concretas se establecen para los elementos patrimoniales de las sociedades extinguidas (denominación en la que también incluimos a las sociedades absorbidas, es decir, todas aquellas sociedades que se extinguen al llevarse a cabo la fusión) y las sociedades absorbentes o de nueva creación.

1) *Valoración de los elementos patrimoniales de las empresas extinguidas*

Estas sociedades que proceden a transmitir su patrimonio y a extinguirse con motivo de la fusión, desde el punto de vista fiscal, deben integrar en su base imponible la diferencia entre el valor normal de mercado de los elementos patrimoniales transmitidos y su valor contable.

Por tanto, independientemente de cuál haya sido la opción seguida por las sociedades de cara a la contabilidad de las posibles plusvalías y/o minusvalías consideradas al determinar el tipo de canje, entre las que se incluye la afloración de fondos de comercio, a efectos fiscales se tomará en cuenta únicamente su valor de mercado. Por tanto, el reconocimiento contable de posibles plusvalías no supondrá un mayor coste fiscal de la operación, ni viceversa.

2) *Valoración de los elementos patrimoniales de la sociedad resultante de la fusión*

Si se trata de una nueva sociedad constituida, cada una de las sociedades extinguidas habrá efectuado la correspondiente tributación de acuerdo con las normas antes comentadas. En consecuencia, a la nueva sociedad se trasladarán las cuentas representativas de los impuestos anticipados o diferidos puestos de manifiesto en las sociedades extinguidas. Al mismo tiempo, en la nueva sociedad que se crea, el cálculo de las dotaciones a amortizaciones se efectuará sobre los valores de los elementos patrimoniales sobre los que se ha tributado, esto es, sobre los valores de mercado.

En este sentido, el profesor Labatut (1996, 24) indica, que considerando que es posible trasladar, los derechos y obligaciones tributarias de las sociedades extinguidas a la nueva sociedad (o, en su caso, a la sociedad absorbente), desde el punto de vista fiscal, debería admitirse la amortización sobre valores revalorizados, aunque no se encuentren contabilizados. Sin embargo, como este último autor indica, ésta postura no es seguida por todos los autores.

Por lo que se refiere, a la valoración fiscal del patrimonio de la sociedad absorbente, cabe destacar la falta de una mención expresa a tal valoración. Ante esta circunstancia, autores como González García (1996, 68) sostienen que, debe aplicarse el criterio general

de tributación de las revalorizaciones contables antes comentado, de manera que las revalorizaciones contables reconocidas sobre elementos patrimoniales de la sociedad absorbente, no deben integrarse en su base imponible, pues tales revalorizaciones presentan un carácter voluntario, si bien en virtud de normas legales, y además no supondrán en el futuro un mayor valor a efectos fiscales de los elementos revalorizados, con objeto, por ejemplo del cálculo de las dotaciones a amortizaciones. En definitiva, se considera que, existe una neutralidad fiscal en relación con el criterio contable elegido, lo que conlleva el diferimiento fiscal.

Asimismo, se establece que la adquisición y amortización de acciones o participaciones propias no determinará, para la entidad resultante de la fusión, rentas positivas o negativas. En cambio, estas amortizaciones usualmente se reflejan contablemente, por lo que se derivarán efectos impositivos en el plano contable.

Al margen de estas consideraciones, la sociedad absorbente podrá incluir al proceder al cálculo de la cuota impositiva, una deducción por doble imposición de dividendos sobre los beneficios no distribuidos (reservas) procedentes de las sociedades absorbidas en proporción a la participación poseída, que podrá ser, respectivamente, del 100 por ciento o, del 50 por ciento de dichas reservas, dependiendo de que, la sociedad absorbente poseyera, respectivamente, antes de la operación, al menos, el 5 por ciento del capital de la sociedad extinguida o, no alcanzase tal participación.

3) Valoración fiscal de las acciones de los socios de las sociedades extinguidas

Los accionistas deberán integrar en su base imponible la diferencia entre el valor normal de mercado de las acciones que reciben menos el valor contable de las acciones entregadas, es decir, independiente de su contabilización o, no, las plusvalías que se generan por la diferencia de valor entre las acciones canjeadas y entregadas deberían ser objeto de tributación.

III.4.1.2. En el régimen fiscal especial

Recordemos que, este régimen se caracteriza por la neutralidad fiscal, representada en el diferimiento impositivo de las revalorizaciones afluoradas en el procedimiento de fusión; siendo las novedades más significativas que se introducen en él:

- El reconocimiento fiscal del fondo de comercio debido a la anulación de la participación de la sociedad absorbente en la extinguida.
- La admisión, con ciertos requisitos, de la compensación por parte de la sociedad resultante de la fusión, de las bases imponibles negativas pendientes de compensar en las sociedades extinguidas .

Ahora bien, el diferimiento en el gravamen de estas operaciones sólo se producirá cuando la posterior enajenación de los activos por la sociedad resultante de la fusión pueda ser gravada por el fisco español. Por tal motivo, la ley regula los supuestos de aplicación territorial del régimen de diferimiento en función de la residencia de las entidades intervinientes y de la localización de los bienes.

1) Valoración de los elementos patrimoniales de las sociedades extinguidas

Las empresas extinguidas (o absorbidas) no integrarán en su base imponible las rentas que se pongan de manifiesto a efectos de la fusión. En consecuencia, el reconocimiento contable o no de las plusvalías o minusvalías pactadas al establecer el tipo de canje de las fusiones, no supondrá un mayor o menor pago de impuesto, aunque, como podremos comprobar, sí existirán repercusiones contables, al proceder al registro contable del impuesto sobre sociedades.

Si bien, hay que destacar que también cabe la posibilidad de renuncia a tal tratamiento fiscal, para parte o la totalidad de las plusvalías afluoradas en los diferentes elementos patrimoniales transferidos. En efecto, el régimen especial es de carácter voluntario por lo que las empresas pueden renunciar al mismo, pero sobre esta cuestión conviene subrayar que en la Ley 43/1995 se contempla la posibilidad de renuncia parcial al régimen de diferimiento impositivo, pues es posible la integración en la base imponible de las rentas derivadas de la transmisión de parte de los elementos patrimoniales (art. 98.2).

Además, cuando las empresas extinguidas en la fusión son más de una, es posible que unas opten por acogerse al anterior régimen especial y otras no.

Existe, sin embargo, una excepción a esta posible renuncia al régimen especial, no siendo la misma efectiva, indicándose al respecto que:

“Cuando la entidad transmitente participe en el capital de la adquirente no se integrará en la base imponible de aquélla las rentas que se pongan de manifiesto con ocasión de la transmisión de la participación...” (art. 103.4).

2) Valoración de los elementos patrimoniales de la sociedad resultante de la fusión

Las sociedades resultantes de la fusión valorarán, en cambio, desde el punto de vista fiscal, los patrimonios recibidos con los mismos valores con que figuraban en la sociedad extinguida antes de efectuarse la operación, conservando tales valoraciones a efectos de amortizaciones, provisiones y enajenaciones futuras. A tal fin, se mantendrá, asimismo, la fecha de adquisición de estos elementos por la entidad extinguida al objeto de realizar la corrección monetaria prevista en el art. 15.11 de Ley 43/1995 cuando se produzca la enajenación posterior de estos bienes o derechos. Dichos valores se corregirán en el importe de las rentas que hayan tributado efectivamente con ocasión de la operación.

Puede, pues, considerarse que el criterio de valoración que se sigue en el ámbito fiscal, es el valor contable de los patrimonios antes de realizar tal operación, esto es, el precio de adquisición o el coste de producción, minorado, en su caso, por las correcciones valorativas correspondientes, y, sólo modificado por las actualizaciones de balances legalmente establecidas.

Este régimen de diferimiento hay que resaltar que, sólo se refiere a los bienes y derechos transmitidos, y por tanto, no a los que ya poseyera la sociedad absorbente.

En efecto, aparte de este criterio de valoración fiscal, en el texto legal (art. 99.2) sólo se indica que, para la valoración fiscal de los bienes adquiridos en aquellos casos en que no sea de aplicación el criterio anterior, se tomará el valor convenido entre las partes con el límite del valor normal de mercado (art. 99.2).

Podría considerarse, por tanto, que esta última indicación resulta aplicable a la valoración de aquellos bienes y derechos recibidos sobre los que se ha optado por renunciar al régimen de diferimiento impositivo.

Nos hallamos, pues, igual que sucedía en el régimen general, ante una ausencia de referencia expresa sobre la valoración fiscal del patrimonio de la sociedad absorbente. Sobre esta cuestión consideramos que cabe seguir una argumentación análoga a la esgrimida a efectos del régimen general fiscal, o en otro caso, considerar que las revalorizaciones reconocidas en la empresa absorbente son objeto de tributación.

Sobre esta última reflexión, conviene recordar que, en la anterior legislación fiscal (Ley 29/1991), se exigía la tributación de tales plusvalías reconocidas contablemente, de tal manera que, se optaba generalmente por el no reconocimiento contable de las mismas. Y en este sentido, resultaba más ventajoso llevar a cabo el proceso de fusión mediante la constitución de una nueva sociedad, que a través de una absorción (Domínguez Pérez, 1994, 98). Si bien, a nuestro juicio, también debiera considerarse la diferente tributación de cada modalidad de fusión en relación con el ITP y AJD.

Ahora bien, la exigencia de esta tributación en el actual contexto, implicaría que el régimen de diferimiento fiscal no sería aplicable para aquellas sociedades que actuaran como sociedad absorbente, siendo preferible, en una buena parte de casos, llevar a cabo la fusión mediante la modalidad de constitución de nueva sociedad, pues de este modo podrían beneficiarse todas las sociedades que se fusionan del régimen de diferimiento en la tributación, mientras que en el caso de elegir la modalidad de absorción, las plusvalías existentes en la sociedad absorbente sería objeto de una inmediata tributación.

Esta situación, a nuestro entender, constituiría un ejemplo de incumplimiento del principio de neutralidad al que se invoca en la exposición de motivos de la Ley 43/1995, según el cual la aplicación del tributo no debe alterar el comportamiento económico de los sujetos pasivos, salvo que dicha alteración tienda a superar equilibrios ineficientes de mercado.

En definitiva, los rasgos esenciales que sintetizan los criterios de valoración aplicables, a efectos fiscales, a los patrimonios de las sociedades que se fusionan, de forma sintética serían los que se recogen en el siguiente cuadro:

CUADRO 60

**Criterios de valoración de patrimonios en las fusiones
empresariales según el régimen fiscal especial (Ley 43/1995)**

SOCIEDADES EXTINGUIDAS/ABSORBIDAS	SOCIEDAD ABSORBENTE/ O DE NUEVA CREACIÓN
<ul style="list-style-type: none"> • No integración en la base imponible (BI) de las rentas puestas de manifiesto con motivo de la fusión. • Se admite la posibilidad de renuncia parcial. 	<ul style="list-style-type: none"> • Valoración a efectos fiscales de los patrimonios recibidos por valores contables anteriores a la fusión, manteniéndolos a efectos de provisiones, amortizaciones y enajenaciones futuras.

3) Valoración de las acciones de los socios de las sociedades extinguidas

El régimen de los socios de las empresas extinguidas se regula, suspendiendo el gravamen de las plusvalías que se produzcan como consecuencia de la atribución de valores de las sociedades resultantes de la fusión. Es decir, las acciones recibidas al efectuar el canje de títulos, independientemente de cuál sea su valor contabilizado, se valorarán desde el punto de vista fiscal, por el mismo valor de las entregadas, calculado de acuerdo con las normas del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o con las expuestas en el propio Impuesto sobre Sociedades. Esta valoración se aumentará o disminuirá en el importe de la compensación en dinero⁶⁵ entregada o recibida (art. 102.2).

Además, la recepción de acciones no altera la antigüedad de la cartera poseída por el socio.

⁶⁵ Esta indicación de la legislación fiscal, consideramos que apoya la posición que adoptamos sobre el tipo de canje de las acciones, expuesta en la anterior apartado III.3 de este trabajo, en la que manifestamos nuestra opinión sobre la posibilidad de que, al proceder a establecer dicha relación de canje, sea factible que, en la misma, se contemple una compensación en efectivo no realizada por la empresa resultante de la fusión sino por los propios accionistas.

Notése que, la suspensión de gravamen que se produce en virtud de este régimen especial en las sociedades extinguidas y en los socios de ésta, no es definitiva, sino temporal, es decir, no se trata de una exención, sino de un diferimiento hasta el momento en que los bienes o derechos vuelvan a transmitirse y salgan del patrimonio de la sociedad absorbente o de nueva creación o, en su caso, de los socios que han recibido las acciones. Si esta circunstancia no se produce nunca y los bienes se amortizan totalmente permaneciendo en la sociedad resultante de la fusión, el gravamen tampoco se producirá (Blesa *et alt.*, 1996, 229-230).

4) *Supuestos especiales de valoración: fusión de sociedades vinculadas*

Si la sociedad absorbente participara en el capital de la absorbida se establecen los siguientes tratamientos dependiendo del tipo de participación existente:

- Si la participación es de, al menos, un 5 por ciento, no se considerarán las diferencias valorativas (plusvalías o minusvalías) que puedan surgir como consecuencia de la anulación contable de la participación, siempre y cuando se correspondan con reservas de la sociedad absorbida; no siendo aplicable en este supuesto la deducción por doble imposición de dividendos.
- Si la sociedad absorbente poseyera una participación en el capital de la absorbida inferior al 5 por ciento, la anulación contable de la participación determinará una renta, positiva o negativa, por el importe de la diferencia entre valor normal de mercado de los elementos patrimoniales recibidos proporcionalmente atribuibles a la participación y el valor contable de la misma, aplicándose aquí la indicada deducción por doble imposición de dividendos del 50 por ciento.

III.4.1.3. Incidencias contables del efecto impositivo

Una vez fijadas las coordenadas esenciales que vertebran las distintas valoraciones fiscales, analizamos los efectos impositivos que se derivan del diferente criterio valorativo empleado en el marco contable y el fiscal; pues el hecho de que en el ámbito contable el

resultado se determine empleando como criterio valorativo, el valor real, o el valor de adquisición (dependiendo de si se registran contablemente o no las plusvalías o minusvalías acordadas en la fusión), mientras que en el fiscal se siga el valor de mercado, o el valor contable anterior a la operación, puede suponer la aparición de divergencias entre resultado contable y base imponible del impuesto, que han de ser consideradas al contabilizar el impuesto de sociedades.

1. En el régimen fiscal general

En este sentido, la cuantificación de tales diferencias valorativas (plusvalías, minusvalías) habrá sido la siguiente:

- a) En el ámbito mercantil:

$$Dm = VR - VC$$

En donde

Dm: Diferencias valorativas de los patrimonios acordadas en la fusión y admitidas para determinar el tipo de canje.

VR: Valor *real* de los elementos patrimoniales admitidos a efectos de la fusión. Entre los que también puede incluirse el reconocimiento de un fondo de comercio.

VC: Valor contable de los diferentes elementos patrimoniales antes de la fusión.

Ahora bien, a tenor de lo dispuesto en el marco mercantil, las sociedades extinguidas, en el supuesto de que existan estas diferencias, pueden haber optado por registrarlas contablemente o no.

A pesar, de que no se trate de un supuesto habitual, podría ocurrir que no existieran estas diferencias valorativas, si se verificara que el valor del neto contable de los elementos patrimoniales coincidiera con su valor real y además no se reconociera ningún fondo de comercio. Este, podría ser, por ejemplo, el caso de una sociedad que acabara de constituirse y que, a continuación, participara en un procedimiento de fusión.

Asimismo, quisiéramos remarcar que entendemos que la vía más adecuada será la de proceder al registro contable de estas diferencias valorativas por su falta de incidencia fiscal y por contribuir a proporcionar una mejor imagen fiel de la operación.

b) En el ámbito fiscal:

$$Df = VM - VC$$

Siendo:

Df: Diferencias valorativas de los elementos patrimoniales de las empresas que se fusionan, admitidas desde el punto de vista fiscal.

VM: Valor de mercado de los patrimoniales de acuerdo con los métodos de valoración previstos en el art. 16.3 de la Ley 43/1995.

VC: Valor contable de los elementos patrimoniales.

Podría, también, suceder que no surgieran estas diferencias si el valor de mercado y el valor contable de los patrimonios transferidos por las sociedades extinguidas son coincidentes.

Aunque, del planteamiento realizado, *a priori*, pudiera inferirse que, normalmente no coincidirán en su cuantía las diferencias valorativas admitidas en el ámbito mercantil y fiscal, creemos que, sin embargo, en bastantes ocasiones, los valores reales convenidos al establecer la relación de canje y los valores de mercados considerados a efectos fiscales serán bastante similares, si no prácticamente iguales. La razón de ello se debe a que, tal como apuntamos anteriormente, cuando empresas vinculadas desean fusionarse, pueden presentar, antes de llevar a cabo la operación, una propuesta de la valoración referida a dicha operación basada en el valor de mercado.

Partiendo de esta última reflexión, y teniendo en cuenta, que este régimen general será mucho menos empleado que el régimen especial de las fusiones, a efectos de nuestro estudio, consideraremos que, en el caso de que existan diferencias valorativas, coincidirán en su cuantía ambos valores y, en consecuencia, se cumplirá que:

$$Dm = Df$$

Es más, dada la diversidad de circunstancias posibles, y considerando que la repercusión contable de la existencia de fondos de comercio será objeto de análisis en un apartado posterior, centraremos ahora nuestro análisis, en dos situaciones genéricas: la existencia de plusvalías valorativas circunscrita a la revalorización de activos, y el caso de minusvalías valorativas limitado a la disminución de valor de activos:

a) Plusvalías valorativas:

- Si esta revalorización ha sido reflejada contablemente, se cumplirá que resultado contable y base imponible serán iguales, por lo que, no habrá que registrar ninguna diferencia temporal.
- En cambio, si esta revalorización no se reconoce contablemente, sucederá que el resultado contable será menor que la base imponible y, en consecuencia, habrá que proceder a realizar un ajuste positivo en la base imponible, que significará el reflejo contable de una diferencia temporal, en concreto de un *impuesto anticipado*, que de acuerdo con la norma de valoración n.º 16 del PGC, se debe al empleo de diferentes criterios temporales de imputación y que revertirán en ejercicios subsiguientes. Piénsese sobre este último punto, que en los sucesivos ejercicios, los valores contables considerados al calcular las dotaciones a amortizaciones, provisiones o enajenaciones futuras serán menores que los establecidos fiscalmente.

b) Minusvalías valorativas:

- Circunscribiendo nuestro análisis a las disminuciones de valor de activos y, suponiendo que tales depreciaciones son registradas contablemente, habida cuenta, que coincidirá con la valoración admitida fiscalmente, sucederá al igual que en el caso anterior, que resultado contable será igual a la base imponible del impuesto y no existirán diferencias que registrar contablemente.

- Suponiendo, que estas disminuciones de valor no han sido reflejadas contablemente, se cumplirá que el resultado contable será superior a la base imponible, surgiendo una diferencia temporal negativa, contabilizada como impuestos diferidos y, que revertirá en futuros ejercicios. En efecto, así por ejemplo, en los períodos subsiguientes, las dotaciones a amortizaciones contabilizadas serán superiores a las que son fiscalmente deducibles.

2. En el régimen fiscal especial

La sociedad resultante de la fusión, por lo que se refiere a los elementos patrimoniales que les son transferidos por las sociedades extinguidas, fiscalmente debe valorarlos por sus valores contables antes de iniciarse la fusión.

Sin embargo, desde el punto de vista mercantil, puede haberse alterado o, no, el valor de estos elementos patrimoniales a efectos de determinar la relación de canje. Y, asimismo, en caso de existir tales diferencias valorativas, la sociedad resultante puede haber optado por el reconocimiento contable de las mismas o, no.

En este contexto, la cuantificación de las diferencias valorativas de los elementos patrimoniales, siguiendo la terminología antes definida sería:

$$Dm = VR - VC$$

En cambio, desde el prisma fiscal sólo cabe una única valoración: el valor neto contable existente antes de iniciar el procedimiento de fusión.

Antes de exponer cuáles serían las principales incidencias fiscales derivadas del efecto impositivo, hay que poner de manifiesto que, considerando la literatura especializada no es posible hablar de conclusiones definitivas, pues son escasos los trabajos realizados teniendo en cuenta la Ley 43/1995. En este sentido, entre otros, cabe situar los estudios realizados por Labatut (1996, 19-29) y González García (1996, 70), si bien, con relación al BNCFES. No obstante, son más abundantes los trabajos referidos a la anterior Ley 29/1991, y entre ellos pueden citarse los realizados por: Amado *et al* (1993, 33-42); López Iranzo (1994, 1-39); Malvárez Pascual (1994, 103-162); Domínguez Pérez (1994, 59-99).

Al establecer el tratamiento contable que, a continuación, exponemos, nos hemos basado en alguna de las valiosas aportaciones de estos estudios. Ahora bien, hemos de advertir que ninguno de estos trabajos se ciñe al objeto de análisis que nosotros abordamos, esto es, el estudio del régimen fiscal para las fusiones previsto en la Ley 43/1995 a la luz de la regulación mercantil existentes de estas operaciones. Hecha esta inicial aclaración, veamos las incidencias contables derivadas de los efectos impositivos de este régimen fiscal especial, contemplando, asimismo, los supuestos de revalorización de activos (plusvalías) y de disminución de activos (minusvalías).

a) Plusvalías valorativas, esto es $Dm > 0$:

- Cuando han sido reconocidas contablemente estas revalorizaciones de activos, dado que fiscalmente estos activos serán valorados por sus valores contables anteriores a la fusión, se verificará que el resultado contable será mayor que el fiscal (BI), de manera que procederá realizar un ajuste negativo de la base imponible que se materializará en una diferencia temporal negativa contabilizada como impuesto sobre beneficios diferido.

En consecuencia, no se gravan de inmediato las posibles plusvalías o revalorizaciones afloradas en la fusión, sino que se aplazan. En efecto, en los ejercicios siguientes las dotaciones a amortizaciones admitidas fiscalmente serán inferiores a las registradas contablemente, pues las segundas se calcularán sobre los valores reales registrados contablemente, mientras que, las primeras, se determinarán sobre el valor contable de tales activos antes de llevarse a cabo la fusión. Y, por supuesto, existirán discrepancias en relación con los resultados derivados de futuras enajenaciones o dotaciones a provisiones.

- Si estas revalorizaciones no son contabilizadas, la valoración fiscal y contable coincidirán y, por tanto, no existirán diferencias entre resultado contable y base imponible, por lo que no procederá registrar contablemente ningún efecto impositivo.

b) Minusvalías valorativas $Dm < 0$:

Es decir, el VR de ciertos activos, acordado a efectos de la fusión es inferior a su valor neto contable.

- Si tales diferencias son reconocidas contablemente, surgirá una diferencia temporal de carácter positivo, que contablemente se registrará en la cuenta de impuesto sobre beneficios anticipados, y que revertirá en futuros ejercicios, pues sucederá que el resultado contable será inferior a la base imponible.
- Mientras que, cuando no son contabilizadas estas diferencias, no se aprecia discrepancia alguna entre el ámbito fiscal y el contable.

A partir, de la combinación de las diversas situaciones propuestas en los dos regímenes fiscales, las repercusiones que pueden derivarse en el plano contable al proceder al registro contable del impuesto de sociedades serían las que de forma sintética mostramos en el siguiente cuadro:

Ahora bien, estas situaciones planteadas esquemáticamente en el cuadro 61 se deben combinar con otras circunstancias que supondrán variantes de los casos generales presentados y, en este sentido, cabe citar: la existencia de un reconocimiento contable parcial estas minusvalías o plusvalías valorativas, o el hecho de que, desde el punto de vista fiscal, se haya optado por una renuncia parcial al régimen de diferimiento contable previsto en el régimen fiscal especial.

CUADRO 61

Incidencias contables en las fusiones derivadas del efecto impositivo

RÉGIMEN FISCAL	PLUSVALÍAS		MINUSVALÍAS	
	CONTABILIZADAS	NO CONTABILIZADAS	CONTABILIZADAS	NO CONTABILIZADAS
GENERAL	Resultado contable = BI ± diferencias temporales	Resultado contable < BI: Diferencias temporales (Impuesto anticipado)	Resultado contable = BI ± diferencias temporales	Resultado contable > BI Diferencias temporales (Impuesto diferido)
ESPECIAL	Resultado contable > BI Diferencias temporales (Impuesto diferido)	Resultado contable = BI ± diferencias temporales	Resultado contable < BI Diferencias temporales (Impuesto anticipado)	Resultado contable = BI ± diferencias temporales

III.4.2. OBLIGACIONES CONTABLES

Tomando, quizás, como fuente inspiradora los preceptos contenidos en el Código de Comercio, la normativa fiscal prevista en la Ley 43/1995 exige el cumplimiento de determinadas obligaciones contables. En concreto, nos referimos al art. 38 del Código de Comercio, en el que se dice que, en casos excepcionales, se admitirá la no aplicación de los principios de contabilidad generalmente aceptados, debiendo señalarse, en tales casos, en la memoria los motivos de esta falta de aplicación, así como sus repercusiones sobre el patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa.

Examinemos qué obligaciones en materia contable, se establecen para las distintos sociedades que intervienen en un procedimiento de fusión:

III.4.2.1. Obligaciones contables de la empresa resultante de la fusión

Tanto la empresa absorbente o la de nueva creación, en su caso, deberán consignar en sus cuentas anuales, en concreto en su memoria la siguiente información (art. 107. 1 Ley 43/1995):

- a) Ejercicio en que la empresa extinguida o absorbida adquirió los bienes transmitidos susceptibles de amortización.

Tal información la necesita la empresa absorbente o de nueva creación a fin de determinar las amortizaciones fiscalmente deducibles de los bienes recibidos que girarán, en general, sobre los precios históricos (art. 99).

- b) Último balance cerrado por la empresa extinguida o absorbida.
- c) Relación de bienes transmitidos con motivo de la fusión contabilizados por un valor diferente a aquél por el que figuraban en los libros de contabilidad de la entidad extinguida o absorbida, con expresión de ambos valores y de las amortizaciones y provisiones practicadas por ambas empresas.

- d) Relación de beneficios fiscales disfrutados por la empresa extinguida o absorbida que exijan el cumplimiento de algún requisito en la empresa resultante de la fusión, de acuerdo con el principio de subrogación establecido en el artículo 104 de la Ley 43/1995.

Esta información sólo deberá incluirse en la memoria de la sociedad resultante de la fusión cuando la empresa o empresas extinguidas (o absorbidas) hayan optado por acogerse al régimen especial previsto para las fusiones. En efecto, el diferimiento previsto en la tributación de las plusvalías afloradas en la fusión, exige el control de estas plusvalías para poder efectuar el gravamen que posteriormente corresponda en las empresas resultantes de la fusión.

Mientras que, si se ha renunciado a tal régimen y la empresa o empresas extinguidas han tributado en el régimen general sólo se deberá incluir en la memoria la información contenida en el apartado d) del art. 107.1.

Esta información en cualquiera de los dos regímenes elegidos, habrá de incluirse en la segunda y posteriores memorias anuales tras la fusión, en tanto permanezcan en el inventario de la empresa resultante de la fusión los bienes recibidos o deban cumplirse los requisitos derivados de los incentivos fiscales disfrutados por la empresa extinguida. Si bien, se admite la posibilidad de incluir una remisión a la primera memoria anual aprobada tras la combinación.

En resumen, en el régimen fiscal especial en relación con las valoraciones de los patrimonios transferidos en la fusión y, considerando la existencia de minusvalías o plusvalías de los bienes que integran el patrimonio de las empresas extinguidas en la fusión, puede suceder que:

- a) La empresa resultante haya registrado contablemente tales bienes por su valor contable en las empresas extinguidas, esto es, no haya recogido en su contabilidad tales plusvalías o minusvalías. En tal circunstancia, creemos que no debería incluirse ninguna información en la memoria anual.
- b) La empresa resultante haya registrado en su contabilidad tales bienes por un valor distinto al contable, es decir, haya registrado contablemente tales

minusvalías y plusvalías. En tal caso y si se acoge al régimen especial debe recoger en la memoria, las dos valoraciones existentes de los mismos bienes, esto es:

- Por la que aparece contabilizada en la sociedad resultante de la fusión, incluyendo minusvalías y plusvalías.
- Por la que aparecía contabilizada en la sociedad extinguida antes de la fusión, es decir, su valor neto contable.

Y claro está, en su caso, se incluirán los valores que toman las cuentas correctoras (amortizaciones y provisiones) que a ellas se refieran.

III.4.2.2. Obligaciones contables de los accionistas personas jurídicas

Se establecen las obligaciones contables que deben realizar aquellos accionistas de las empresas que se fusionan, cuando éstos son, asimismo, personas jurídicas.

Esta información contable debe incluirse en la memoria anual durante el ejercicio en que se lleva a cabo la fusión así como los ulteriores, en virtud del mismo precepto legal comentado en el apartado anterior. Debiendo incluir:

- "a) *Valor contable de los valores entregados.*
- b) *Valor por el que se hayan contabilizado los valores recibidos.*" (art. 107. 2 Ley 43/1995)

III.4.2.3. Sanciones por incumplimiento de obligaciones contables

El no satisfacer las indicadas obligaciones contables será considerado como una infracción simple sancionable con multa comprendida entre 15.000 y 1 millón de pesetas por cada dato omitido, con el límite del 5 por ciento del valor por el que la empresa resultante de la fusión haya reflejado los bienes y derechos transmitidos en su contabilidad.

Al respecto, hay que señalar que la cuantía de estas sanciones ha sido reducida en relación con la regulación anterior (Ley 29/1991) en donde oscilaba ente 250.000 y 5.000.000 de ptas.

III.4.3. COMPENSACIÓN DE BASES IMPONIBLES NEGATIVAS

Cualquiera que sea el régimen al que se acoja la operación de fusión, el general o el especial, no varía el tratamiento fiscal de la compensación de las bases imponibles negativas, ya que éste se establece en virtud del principio de sucesión a título universal de los derechos y obligaciones de las sociedades extinguidas en la sociedad que resulte de la fusión.

En esa línea, se estipula que las bases imponibles negativas pendientes de compensación en las sociedades extinguidas en la fusión (absorbidas en el supuesto de absorción) podrán ser compensadas con las rentas positivas de la sociedad absorbente o la nueva sociedad que se cree durante los siete años inmediatos y sucesivos; aunque con las limitaciones contempladas en el art. 104.3 de la Ley 43/1993:

- De acuerdo con esta disposición, cuando la sociedad absorbente participe en el capital de las sociedades que se extinguen en la fusión, la base imponible negativa susceptible de compensación se reducirá en el importe de la diferencia positiva entre el valor de las aportaciones de los socios, realizadas por cualquier título, correspondientes a dicha participación y su valor contable.

El objetivo de esta restricción es evitar la duplicidad en la deducción de pérdidas que la sociedad absorbente puede realizar al compensar, por un lado, la base negativa procedente de la sociedad absorbida y, a la vez, mediante la dotación que, en su caso, habrá realizado la sociedad absorbente a la provisión por depreciación de valores negociables.

Por tanto, cuando la sociedad absorbente posee acciones de la absorbida, y ésta última incurre en pérdidas, al realizarse la fusión, la sociedad absorbida traspasará las bases imponibles negativas pendientes de compensación a la sociedad absorbente. Esta última sociedad, por su parte habrá procedido previamente a dotar las correspondientes dotaciones

a la provisión por depreciación de valores negociables que, en su caso, habrá deducido, de manera que, ahora al producirse la fusión, no podrá deducirse la totalidad de la base imponible negativa pendiente de compensar en la sociedad absorbida, sino sólo la diferencia entre la totalidad de dicha base imponible negativa y la dotación a provisiones por depreciación de valores negociables realizada por la sociedad absorbente.

Asimismo, si la sociedad absorbida poseyera acciones que integran el capital de la sociedad absorbente y hubiese dotado provisión por depreciación de valores mobiliarios por razón de las pérdidas sufridas en la sociedad absorbente, esta última entidad sólo podría compensar en el futuro las pérdidas no registradas por la entidad absorbida vía dotación a la provisión indicada (Blesa *et al.*, 1996, 248).

Hay que subrayar, no obstante, que la interpretación de esta restricción ha sido una cuestión intrincada debido a su confusa redacción, aunque la interpretación más razonable es la anteriormente expuesta. En efecto, la expresión “*aportaciones de los socios, realizadas por cualquier título correspondientes a dicha participación*”, ha sido entendida como el coste de adquisición para la sociedad absorbente de su participación en la absorbida, incluyendo en tal coste tanto las aportaciones efectuadas directamente por parte de la sociedad absorbente a la absorbida, como las posibles contraprestaciones realizadas a terceros para la adquisición de la citada participación; conectando, por tanto, esta interpretación con la existencia de provisiones por depreciación de cartera de valores (Usandizaga, 1996, 24).

III.4.4. TRATAMIENTO DEL FONDO DE COMERCIO

Si se examina en primer lugar cuál es el tratamiento fiscal del fondo de comercio seguido en el contexto internacional, se puede constatar que la diversidad existente en el ámbito contable se ve, sin duda, acentuada por la que se deriva de los distintos tratamientos impositivos existentes. En efecto, así mientras las dotaciones a la amortización del *goodwill* no son fiscalmente deducibles en Estados Unidos, el Reino Unido o en Holanda, en cambio sí que lo son en otros países como: Canadá, Japón y Alemania (Mueller *et al.*, 1994, 23).

En el marco español, cuando se ha optado por tributar siguiendo el régimen general, las dotaciones para la amortización del fondo de comercio serán deducibles con el límite

anual máximo de la décima parte de su importe, siempre que se cumplan los dos siguientes requisitos (art. 11.4 Ley 43/1995):

- Que el fondo de comercio se haya adquirido a título oneroso.
- Que la sociedad absorbente no se encuentre en relación con la absorbida en alguno de los supuestos previstos en el art. 42 del Código de Comercio (vinculación mediante posesión de la mayoría de derechos de voto, facultad de nombrar a administradores, etc); entendiéndose a estos efectos que, tales supuestos son los previstos en las normas para la formulación de cuentas consolidadas aprobadas por el Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre (en la sección 1ª del capítulo I).

Precisamente, esta deducibilidad de las amortizaciones del fondo de comercio, constituye una de las novedades introducidas en la Ley 43/1995. En efecto, anteriormente el hecho de que la amortización del fondo de comercio no fuera deducible, daba lugar a la aparición desde la perspectiva contable a una diferencia permanente en el Impuesto.

No obstante, como ha quedado patente, esta posibilidad de deducción no se contempla, entre otros casos, cuando la aparición del fondo de comercio obedece a una operación de fusión celebrada entre empresas estrechamente vinculadas, esto es, integrantes de un mismo grupo de sociedades. En efecto, en tal circunstancia las mismas podrían acordar la afluencia de fondos de comercio ficticios con el propósito de conseguir la deducción de las correspondientes amortizaciones, siendo realmente complicado para la Administración tributaria probar tal situación.

Ahora bien, aun no satisfaciéndose estos dos requisitos, es posible que las dotaciones a la amortización del fondo de comercio sean fiscalmente deducibles si se prueba que dicha amortización corresponde a una depreciación efectiva del mismo.

Es más, se admite la deducción fiscal antes indicada respecto del valor de adquisición de los fondos de comercio, adquiridos con anterioridad a la entrada en vigor de la propia Ley 43/1995, que no hubieran sido deducidos a efectos de la determinación de la base imponible, incluso si estuvieran contablemente amortizados (Disposición transitoria novena, Ley 43/1995).

De acuerdo con esta última disposición, aquellas operaciones de fusión en las que se hubiese reconocido contablemente un fondo de comercio, pero cuyas dotaciones no hubieran sido fiscalmente deducibles por no hallarse amparadas por la Ley 76/1980, podrían acogerse a tal disposición.

En tal caso, podría suceder que este fondo de comercio se hallase totalmente amortizado, de manera que ya no figurará en la contabilidad o, que se hallase parcialmente amortizado, con lo que contablemente aparecerá registrado por un valor neto contable inferior al precio de adquisición.

En ambos casos, entendemos que la consideración como gasto fiscalmente deducible de estas dotaciones supondrá la aparición de un ajuste positivo en la base imponible del impuesto en los ejercicios económicos subsiguientes. Si bien, al plantearnos cual sería el registro contable de esta diferencia, a nuestro juicio, tomando como base los planteamientos de Baz (1997, 34-36), así como la respuesta del ICAC (1997) a una consulta planteada en relación con la contabilidad de la deducibilidad fiscal de un fondo de comercio adquirido a título oneroso con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 43/1995 puede indicarse:

- Que se trata de un ajuste de carácter temporal, esto es, cabría considerarlo un impuesto anticipado, calculado como el 35 por ciento de la amortización contable del fondo de comercio practicada en ejercicios anteriores y que fiscalmente se permite deducir en ejercicios futuros, de acuerdo con la norma n.º 16 del PGC y, siempre y cuando, se cumpla con los requisitos previstos en la Resolución de 30/4/1992 del ICAC sobre algunos aspectos de la norma de valoración n.º 16 del PGC.
- La contrapartida empleada para efectuar el registro del impuesto anticipado, será una cuenta de “ajustes positivos en la imposición sobre beneficios”, que formará parte de la partida “Impuesto sobre Sociedades” de la Cuenta de pérdidas y ganancias, la cual procederá a abonarse.

Conviene, sin embargo, destacar que, asimismo, de acuerdo con la aludida disposición transitoria, en ningún caso se admite la deducción de las amortizaciones de estos fondos de comercio aflorados en una fusión, cuando ésta última hubiese gozado de los beneficios fiscales contenidos en la antigua Ley 76/1980, de 26 de diciembre, sobre régimen fiscal de las fusiones de empresas, salvo que el importe de estas amortizaciones se

hubiera integrado en la base imponible y la cuota correspondiente no hubiese sido bonificada.

Además, en el supuesto en que este fondo de comercio hubiese aflorado en una fusión en la que existiera entre la sociedad absorbente y las absorbidas una vinculación de las previstas en el Código de Comercio (art. 42); en este caso, las amortizaciones contabilizadas relativas al fondo de comercio no serán fiscalmente deducibles; de manera que en nuestra opinión, de nuevo surgirá una diferencia permanente de carácter positivo.

Asimismo, con carácter general, cualquiera que fuese el origen del fondo de comercio, es decir, ya no sólo en el supuesto de una fusión (Trujillano, 1997, 197-198):

- Si éste se amortiza contablemente durante cinco años, se pondrán de manifiesto diferencias temporales positivas y, en consecuencia, la correspondiente cuenta 4740 "Impuesto sobre beneficios anticipado".
- Si con posterioridad este fondo de comercio careciese de valor y la sociedad procediese a su cancelación contable con cargo a una cuenta de pérdidas o gastos extraordinarios. La sociedad debería demostrar ante la autoridad tributaria tal pérdida de valor. Si esto último no fuera posible, implicaría la aparición de una diferencia positiva que podría ser permanente o temporal. Esta última opción, se elegiría cuando se prevea que tal fondo de comercio puede tomar un valor positivo, esto es, no se trata de una compañía que sufre habitualmente pérdidas, lo que supondría la apertura de la cuenta de Impuesto sobre beneficios anticipado.

Dentro de los preceptos contenidos en el Régimen especial aplicable a las fusiones, asimismo, se contempla el reconocimiento de fondos de comercio con motivo de dicha operación, así como su posible amortización desde el punto de vista fiscal durante un período de diez años.

En concreto, se prevé la aparición del mismo en aquellos supuestos en que la sociedad absorbente posee una participación de, al menos, el 5 por ciento en el capital social de la absorbida. La cuantía de este fondo vendrá dada por la diferencia entre el precio de adquisición de la participación que posee la sociedad absorbente y el valor teórico de dicha

participación. El fondo de comercio se imputará a los bienes y derechos aportados por la sociedad absorbida, de conformidad con las reglas contables de valoración, y la parte que no resulte imputable a bienes y derechos concretos, será fiscalmente deducible con el límite anual máximo de la décima parte de su importe.

Ahora bien, para que sea posible esta deducción fiscal han de cumplirse una serie de condiciones (art. 103.3 Ley 43/1995):

a) Que la participación no haya sido adquirida a:

- Personas físicas residentes en España vinculadas a la sociedad absorbente:

A su vez, este requisito se entenderá cumplido cuando se pruebe que más del 50 por ciento del incremento de patrimonio obtenido por dichas personas físicas se ha integrado en la base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

- Entidad vinculada que, a su vez, haya adquirido la participación a las personas o entidades anteriormente citadas.

- Personas o entidades no residentes en territorio español:

Por lo que respecta a estos dos últimos requisitos, éstos se entenderán cumplidos cuando el importe de la diferencia antes indicado ha tributado en España a través de cualquier transmisión de la participación.

b) Que la sociedad absorbente y la absorbida no formen parte del mismo grupo de sociedades, salvo que esta última la hubiese adquirido, a su vez, de personas o entidades no vinculadas residentes en España.

Si bien, aún no cumpliéndose esta segunda condición, serían fiscalmente deducibles las amortizaciones efectuadas del fondo de comercio cuando sea posible probar que responden a una depreciación irreversible.

Por último, conviene subrayar que serán fiscalmente deducibles las dotaciones a la amortización de aquellos fondos de comercio aforados en situaciones análogas a las que se acaban de indicar, que surgiesen en operaciones de fusión acogidas a la anterior Ley 29/1991, incluso si la amortización, a efectos contables, ya se hubiera producido (Disposición transitoria novena, Ley 43/1995).

Por lo que respecta a este último supuesto contemplado, consideramos que, de acuerdo con los razonamientos antes propuestos, supondrá asimismo la aparición de ajustes negativos en el cálculo de la base imponible, que revertirán en ejercicios futuros como consecuencia del cambio de la legislación mercantil, y por tanto, se reflejará contablemente como un impuesto anticipado.

III.4.5. PERÍODO IMPOSITIVO *VERSUS* EJERCICIO ECONÓMICO

Cualquiera que sea el régimen fiscal aplicable a la fusión, es decir, el general o el especial, resultan aplicables los preceptos legales contenidos en el art. 24 de la Ley 43/1995. De acuerdo con ellos el período impositivo, cuya duración no excederá de doce meses, coincidirá con el ejercicio económico de la sociedad, indicándose al respecto, que, en todo caso, concluirá tal período cuando la sociedad se extinga o cuando tenga lugar un cambio de residencia de la sociedad desde territorio español al extranjero.

En virtud de esta disposición, sensiblemente distinta a la prevista en la anterior Ley 29/1991, se derivan las siguientes consecuencias por lo que se refiere a las operaciones de fusión:

- En la fusión por absorción, la sociedad absorbente no finalizará su período impositivo cuando se lleve a cabo la operación, sino cuando termine su ejercicio económico habitual, a diferencia, de lo previsto en la citada Ley 29/1991.
- En cambio, en las sociedades que se disuelven y extinguen a causa de la fusión, esto es, todas, o todas excepto la absorbente, según se trate de

fusión por constitución de nueva sociedad o fusión por absorción, respectivamente, concluirá su período impositivo al tiempo de realizarse la operación de fusión, pues merced a tal proceso se produce la extinción de tales sociedades.

Otra cuestión muy importante ligada con la anterior, se refiere a la imputación fiscal de las rentas de aquellas sociedades que se extinguen. En efecto, en este sentido se remite tal imputación a lo indicado en la normativa mercantil (véase art. 105 de la Ley 43/1995).

De acuerdo con esta última normativa en el proyecto de fusión se ha de establecer la fecha a partir de la cual a efectos contables se deben considerar realizadas las operaciones por cuenta de la nueva sociedad o la sociedad absorbente y, ya no, por la sociedad que se extingue. Pues bien, esta misma fecha, en caso de aprobarse la fusión de conformidad con tal proyecto, será la considerada en el ámbito fiscal para determinar qué transacciones corresponde imputar al período impositivo de la sociedad extinguida y cuáles al período impositivo de la sociedad que recibe su patrimonio (la absorbente o de nueva creación). De manera, que las rentas realizadas hasta esta fecha serán imputadas tanto contable como fiscalmente a la sociedad extinguida, y las que se generen posteriormente, a la sociedad que reciba el patrimonio por ellas transferido.

En definitiva, por lo que respecta a este último aspecto no se producirá ninguna divergencia entre resultado contable y base imponible.

III.5. HACIA UN NUEVO MODELO CONTABLE DE LAS FUSIONES: EL BORRADOR DE NORMAS DE CONTABILIDAD DEL ICAC

En las líneas que siguen nos proponemos analizar el Borrador de Normas de Contabilidad aplicables a las Fusiones y Escisiones de Sociedades (BNCFES). Con este propósito en la medida de lo posible y con el fin de detectar las principales discrepancias y similitudes con la regulación mercantil y fiscal antes estudiada, así como el tratamiento contable previsto en el ámbito internacional abordaremos las cuestiones más relevantes anteriormente tratadas en tales contextos.

III.5.1. VALORACIÓN CONTABLE DE LAS EMPRESAS FUSIONADAS

Dado que, tal como pusimos de manifiesto en el primer apartado de este tercer capítulo, el BNCFES distingue distintas formas de fusiones con características y tratamientos contables diferentes, siendo las fundamentales las: "fusiones de interés", "fusiones de adquisición", "fusiones impropias", expondremos los criterios de valoración relativos a cada una de ellas.

A estos efectos conviene recordar que son "fusiones de intereses" aquéllas en las que no existe la preeminencia de ninguna sociedad fusionada sobre las restantes, mientras que en las "fusiones de adquisición" existe una sociedad que actúa como "adquirente" debido a su mayor patrimonio en comparación con las demás sociedades fusionadas; y por último, en las "fusiones impropias", las sociedades que se fusionan antes de realizar la operación ya formaban parte de una misma unidad económica.

Si bien, antes de analizar el contenido de estas valoraciones contables particulares, resulta interesante indicar ciertos aspectos sobre el proceso de valoración contable especificados en el BNCFES:

- En primer lugar, debe destacarse que, con carácter general, el principio de precio de adquisición en el BNCFES se considera que debe complementarse con la información que debe incluirse en la memoria.

- En segundo lugar, se establece la siguiente distinción entre patrimonio real y contable (art. 2):
 - *Patrimonio real*: valor del patrimonio utilizado para establecer la relación de canje.
 - *Patrimonio contable*: valor del patrimonio calculado en base a los valores contables de los activos y pasivos que lo integran.

Esta distinción entre patrimonio real y contable supone el reconocimiento implícito de que la contabilidad no siempre refleja la imagen fiel del patrimonio, lo que la devalúa en su función como instrumento de representación, medida y valoración económica de la realidad empresarial (Larriba, 1994b, 9).

III.5.1.1. Valoración contable en las “fusiones de intereses”

Esta valoración contable constituye la regla general de valoración establecida para las fusiones, pues recordemos que las “fusiones de intereses” son consideradas en el BNCFES como la forma más usual de llevar a cabo una fusión.

Esta valoración contable consiste en mantener los valores contables preexistentes antes de llevar a cabo la fusión para todas las empresas que intervienen en el proceso, esto es, las sociedades extinguidas y la sociedad absorbente, caso de tratarse de una absorción. En consecuencia, no se incluye en la valoración las posibles plusvalías y minusvalías existentes a efectos de los valores de canje. Si bien, se admiten ciertos ajustes valorativos referidos fundamentalmente a:

- Participaciones en el capital de las restantes sociedades fusionadas o de las acciones propias de la sociedad absorbente, atendiendo a los valores teóricos contables de las sociedades que participan en la fusión.
- Valor de activos o pasivos recíprocos entre las sociedades que se fusionan.

III.5.1.2. Valoración contable en las “fusiones de adquisición”

En este tipo de fusión se considera que la esencia intrínseca de la operación consiste en la adquisición de una sociedad de menor patrimonio por otra mayor, la sociedad “adquirente”, la cual resulta ampliada mediante la adición de dicha sociedad adquirida.

En este caso la sociedad que actúe como “adquirente” debe mantener los valores contables de su patrimonio anteriores a la fusión, con las correcciones antes aludidas, mientras que para la sociedad o sociedades “adquiridas” se deben modificar los valores contables preexistentes de su patrimonio, de manera que se valore el mismo por su valor real, incluyéndose en su valoración las plusvalías y minusvalías existentes.

Sobre este punto conviene precisar que dicho tratamiento es independiente del papel legal que represente cada una de ellas, es decir, la sociedad “adquirida” puede ser la extinguida o la absorbente y en los dos casos la valoración contable de su patrimonio se realizará tomando en consideración valores reales pactados al establecer la relación de canje, con el límite del valor del mercado.

Esta última limitación, que parece encaminada a evitar fraudes en la valoración, no resulta del todo necesaria puesto que estos valores reales pactados han debido contar con la aquiescencia del informe de los expertos independientes que intervienen en el proceso de fusión, los cuales ya habrán verificado que estas valoraciones no rebasen el aludido valor de mercado.

III.5.1.3. Valoración contable en las “fusiones impropias”

Aquí se prevé que los elementos patrimoniales de las sociedades dependientes se valoren empleando los criterios que se derivan de las Normas⁶⁶ para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas (Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre), a excepción de la parte correspondiente a los socios externos o a otras sociedades no incluidas en la fusión, para los que se mantendrá los valores contables anteriores a la fusión.

⁶⁶ El estudio de los criterios establecidos en estas normas rebasa, sin duda, los términos de nuestro labor. Si bien, el análisis de los métodos de consolidación existentes: Integración Global, Integración proporcional y Puesta en Equivalencia, puede consultarse en la amplia e enriquecedora literatura especializada existente al respecto, entre la que puede citarse junto a la que aparece reseñada en el primer capítulo de nuestro trabajo, los estudios realizados por Gonzalo Angulo (1994) y, Almela y García (1993).

Las normas particulares propuestas en el BNCFES sobre estas fusiones celebradas entre sociedades vinculadas son las que mostramos en el siguiente cuadro.

CUADRO 62

Reglas de valoración en las “fusiones impropias”

PROPIETARIOS DEL PATRIMONIO	VALORACIÓN DE ELEMENTOS PATRIMONIALES
Sociedades vinculadas	Según los criterios establecidos en las Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas.
Socios externos	La parte proporcional del patrimonio que les correspondan se valorará de acuerdo con los valores contables que tuvieran en las sociedades fusionadas antes de la fusión.
Otras sociedades que no se fusionan	La parte proporcional de la sociedad vinculada que les corresponda se valorará por los valores contables anteriores a la fusión.

Una visión sintética de los criterios de valoración contables previstos en el BNCFES para las distintas modalidades de fusión, puede verse en el cuadro 63.

CUADRO 63

**Valoración contable de los patrimonios
de las sociedades fusionadas según BNCFES**

TIPO DE FUSIÓN	VALORACIÓN CONTABLE
FUSIÓN DE INTERESES	Todas las sociedades participantes en la fusión se valorarán por el valor contable anterior a la fusión corregido por ciertos ajustes de carácter técnico.
FUSIÓN DE ADQUISICIÓN	<ul style="list-style-type: none"> • Sociedades “adquiridas” por valor real a efectos de la fusión. • Sociedades “adquirentes” por valor contable anterior a la fusión.
FUSIÓN IMPROPIA	Por valor derivado de los criterios establecidos en las Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales, excepto patrimonio correspondiente a socios externos y a otras sociedades no incluidas en la fusión que se valorarán por valores contables anteriores a la fusión.

III.5.2. RELACIÓN DE CANJE

Sobre este aspecto, la puntualización más significativa que se menciona radica en que, la existencia de valores reales del patrimonio de las empresas que se fusionan distintos a los contables, implicará unas consecuencias fiscales que habrá que tomar en cuenta al calcular la relación de canje, de manera que a los efectos de su determinación se considerarán tales valores reales netos del efecto impositivo, esto es, deberán contemplarse los correspondientes pasivos y activos fiscales que surjan como resultado de la fusión (introducción, punto 17).

En definitiva, la relación de canje se calcula tomando en consideración los patrimonios reales acordados a efectos de la fusión por los administradores, ratificados por los expertos independientes y aprobados por los accionistas en la correspondiente junta general. Este valor real del patrimonio será igual a su valor contable al que se le añadirán las modificaciones valorativas (positivas o negativas) derivadas de los acuerdos de fusión,

entre las que se incluyen, si así corresponde, la existencia de fondos de comercio, teniendo en cuenta que estas modificaciones habrán de ser consideradas netas del efecto impositivo, es decir, considerando la repercusión fiscal inherente a tales alteraciones en el valor del patrimonio.

Así pues, en el BNCFES, de acuerdo con la regulación mercantil, el tipo de canje de las acciones se determinará sobre la base del valor real del patrimonio social, complementado en su caso, por una compensación en efectivo, de manera que, para determinar estos valores reales a efectos del canje se abandona el principio de precio de adquisición.

III.5.3. EL BALANCE DE FUSIÓN

Si cabe se acentúa el escaso papel que el propio TRLSA atribuía al balance de fusión, puesto que sobre el mismo se indica que se trata de un documento informativo, sin efecto en los registros contables ni en la información ofrecida en las cuentas anuales, exceptuando la referencia que debe realizarse cuando la sociedad se encuentra inmersa en una operación de fusión.

Éste se obtiene a partir de la contabilidad y la realización de ciertos ajustes extracontables derivados de modificaciones importantes del valor real.

En esta cuestión, pues, el BNCFES sigue la línea prevista en la legislación mercantil, subrayando la ausencia de relevancia contable de este documento. En suma, continúa persistiendo la circunstancia de que las operaciones de fusión se realizan partiendo de información extracontable, referida fundamentalmente a los valores reales de los patrimonios, los cuales no tienen porqué aparecer reflejados en ningún documento contable, puesto que excepcionalmente coincidirán los valores reales del patrimonio y los contables reflejados en las cuentas anuales. En consecuencia, la relación de canje no se determinará normalmente a partir de los datos del balance de fusión.

III.5.4. IMAGEN FIEL Y PRINCIPIOS CONTABLES EN LAS FUSIONES

La imagen fiel en el contexto del BNCFES se considera que:

“... puede ser soportada en materia de valoración con la incorporación de una información detallada en la memoria, cuando en la elaboración de los otros documentos que integran las cuentas anuales (balance y cuenta de pérdidas y ganancias) se parte del principio de precio de adquisición, que de acuerdo con lo expuesto implica la utilización de valoraciones históricas. Esta consideración deriva claramente de la forma taxativa en que el Plan General de Contabilidad subordina la actualización de valores de los elementos patrimoniales a la existencia de una Ley que autorice expresamente las revalorizaciones contables” (introducción, punto 5).

En este sentido el profesor Larriba (1994b, 18) apostilla que la legislación mercantil se refiere a un balance de fusión y no a una memoria de fusión, de manera que las explicaciones relativas a las alteraciones en los valores contables no se incluyen en ningún estado contable definido legalmente para este fin. Sin contar con otra serie de limitaciones inherentes a esta opción entre las que cabe citar: el reconocimiento de que las cuentas anuales no proporciona una única imagen fiel, sino que varía en función de las preferencias del usuario o, el hecho de que el principio de precio de adquisición no se pueda modificar en el balance de situación y, en cambio, sí en otros documentos contables.

Por otro lado, para esgrimir el principio de precio adquisición definido en el PGC, se invoca la siguiente mención en él contenida:

“El principio de precio de adquisición deberá respetarse siempre, salvo cuando se autoricen, por disposición legal, rectificaciones al mismo; en este caso, deberá facilitarse cumplida información en la memoria”.

Esta expresión se interpreta en el BNCFES, a nuestro juicio, de forma tortuosa, puesto que se dice que, con carácter general no existe una autorización para estas rectificaciones por disposición legal, cuando expresamente el TRLSA en su artículo 235 prevé que la relación de canje deberá establecerse atendiendo a los valores reales de los patrimonios de las sociedades que se fusionan.

En su línea argumentativa el BNCFES sostiene que la aplicación del principio de precio de adquisición ha sido realizada de manera estricta. Y para afirmar lo conveniente de su posición, afirma que, como norma general, en las operaciones de fusión no se quiebra el principio de empresa en funcionamiento, lo cual conlleva que las valoraciones de los elementos patrimoniales de las sociedades involucradas en la fusión deban ser las existentes en el momento en que se efectúan estos procedimientos y, en cambio, no deban dirigirse a la determinación del valor de enajenación total o parcial del patrimonio de las mismas.

Esta postura, sería en principio defendible, si no sucediera que, habitualmente tal como indica el propio TRLSA, se utilizan para determinar el valor de las empresas a efectos del canje de títulos, no los valores contables, sino los reales; de manera que, aunque pueda decirse que las sociedades que se extinguen subsisten de alguna manera en la nueva empresa que se cree o en la sociedad resultante, en el plano práctico se actúa como en una verdadera transacción de venta, las empresas son valoradas como si fueran a enajenarse sólo que ahora la contraprestación no consiste en dinero sino en acciones.

Es más, para apoyar este razonamiento se argumenta que, considerando el substrato económico de la operación, la mayor parte de los procedimientos de fusión son lo que califica como “fusiones de intereses”, esto es, fusiones en las que se produce la yuxtaposición de sociedades de similares dimensiones en las que no prevale ninguna sociedad (ni los socios de las mismas) sobre las demás. Con ello quiere afirmarse que, comúnmente no existirá una compra de sociedades sino una continuación de las mismas con lo que no se quiebra el principio de empresa en funcionamiento, por ello las correcciones valorativas a reconocer contablemente son mínimas, sólo circunscritas a ajustes de naturaleza técnica.

Ésta es, como ya apuntamos anteriormente, la posición contraria adoptada en los pronunciamientos contables emitidos por países con mayor tradición en este tipo de operaciones, cual es Estados Unidos y el Reino Unido, así como la propuesta de la NIC 22, para los que la mayoría de operaciones de fusión constituyen en esencia la adquisición de unas sociedades por otras, por lo que se postula la aplicación del método de la compra y, sólo cuando se cumplan unas estrictas circunstancias, será posible la aplicación del método de la unión de intereses. Quizá, consciente de esta situación, el BNCFES se apresura a admitir que las que califica como “fusiones de adquisición” pueden ser abundantes en la práctica. Es por ello que, también admite que dependiendo de la naturaleza económica de cada fusión corresponderá emplear unas normas de valoración u otras para aplicar el principio de precio de adquisición.

En este sentido en las “fusiones de adquisición” el patrimonio de las sociedades “adquiridas” debe valorarse por su valor real precisamente para aplicar el principio de precio de adquisición, pues se considera que aquí la esencia económica de la fusión reside en la adquisición de unas empresas más pequeñas, explicitado en un menor patrimonio, por otras con mayor patrimonio, sociedades “adquirentes”.

Nos preguntamos qué razones han podido influir en que se defienda justo la posición contraria a la sostenida en los principales pronunciamientos contables de los países de mayor tradición contable en la materia. Veamos qué repercusiones se derivan de esta opción.

El que se opte por considerar que la mayoría de fusiones, son “fusiones de intereses”, comporta entre otras repercusiones, que no sea posible el reconocimiento contable de revalorizaciones de activos ni de fondos de comercio. Asimismo, implica que los beneficios de la sociedad resultante se incrementen, ya que se produce la adición de los resultados de las distintas sociedades que se fusionan. Normalmente, y así era en el momento de formularse el BNCFES, si bien ahora se ha modificado en parte, la amortización de los fondos de comercio aflorados en los procesos de fusión no son gasto fiscalmente deducible, lo cual implica unos mayores costes fiscales.

Sobre este último aspecto Zeff (1992) indica que los accionistas no suelen comprender que la operación de fusión conlleve el registro de unos nuevos gastos, que además no son fiscalmente deducibles. Ello motiva que las empresas estén más interesadas en contabilizar la fusión empleando el método de la unión de intereses.

Por lo que se refiere al efecto existente sobre los resultados, éste significa que la percepción de la bondad de la operación de fusión puede ser, aunque artificialmente, más rápidamente advertida por aquellos agentes económicos a los que les afecta, pero que, en cambio, no cuentan con profundos conocimientos contables.

Si a ello unimos, el deseo de los poderes públicos, reiteradamente manifestado, de incentivar la concentración de la empresa española, pueden encontrarse algunos de los posible motivos que ayuden a explicar la posición adoptada en el BNCFES.

Aunque, también se ha apuntado que esta posición tan conservadora del ICAC, se halle influenciada por el interés de los auditores, para quienes resulta, en general, menos problemático acudir a valores históricos que a valores reales.

En suma, como indica Ayala (1994, 85-87) consideramos más apropiado que, como norma general se registre contablemente los valores reales de los patrimonios convenidos para establecer la relación de canje, con la excepción de las “fusiones impropias”, es decir, las celebradas entre sociedades vinculadas, en atención a la falta de independencia de las sociedades participantes de la fusión, puesto que salvo en este último supuesto, la nueva valoración admitida a efectos de la fusión constituye una medida más objetiva del patrimonio que la derivada de la aplicación del principio de precio de adquisición y, aunque, la aplicación del principio de prudencia valorativa presente evidentes efectos positivos sobre la autofinanciación empresarial no debe aplicarse de forma inexorable de manera que se fuerce la propia lógica de la información contable.

Por último, una de las pretensiones manifestadas en este documento, que de lograrse, nos parece un acierto, se sustenta en que en el objetivo de imagen fiel prevalezca el fondo sobre la forma, de manera que, la distinta modalidad legal en que se lleve a cabo la operación, esto es, absorción o constitución de nueva sociedad, no supongan, como regla general, que las cuentas anuales de la sociedad absorbente o de nueva creación sean diferentes.

III.5.5. RECONOCIMIENTO CONTABLE DE LA FUSIÓN

Como es sabido, una de las cuestiones primordiales en el ámbito contable radica, junto al problema de la valoración de patrimonios, en determinar si se reconocen contablemente o no, los valores reales de los patrimonios de las empresas que se fusionan, los cuales, sin embargo, sí se toman en consideración para establecer la relación de canje. Como quedó patente en páginas anteriores, la regulación mercantil deja libertad a las sociedades acerca de su reconocimiento contable.

El reflejo contable de tales correcciones valorativas propuesto en el BNCFES trata de justificarse desde el punto de vista del substrato económico de la fusión y no de su forma legal, estableciéndose unas normas específicas para los distintos tipo de fusión definidos en tal documento.

No obstante, antes de abordar la particular idiosincrasia contable de cada modalidad de fusión, quisiéramos destacar las siguientes consideraciones:

- a) El traspaso de los elementos patrimoniales de las sociedades extinguidas a la sociedad resultante de la fusión se contabilizará en la sociedad extinguida por los valores contables de tales elementos anteriores a la fusión, pues las correcciones que pudieran existir serán reconocidas contablemente por la sociedad resultante (introducción, punto 18).
Empero, en el contexto de las “fusiones de adquisición” buena parte de los trabajos realizados (Málvarez, 1994, 122; Ayala, 1994, 118; Labatut, 1996, 24) coincide en afirmar que sería posible e, incluso más correcto que los ajustes valorativos, si existieran, fuesen reconocidos contablemente por la sociedad extinguida, la cual transferiría a la sociedad resultante de la fusión sus elementos patrimoniales por sus valores reales.
- b) La sociedad que resulte de la fusión, sea de nueva constitución, sea la sociedad absorbente, deberá proceder al registro contable de la recepción de los patrimonios de las sociedades extinguidas, la emisión y entrega de las acciones correspondientes a la constitución de la nueva sociedad o a la ampliación de capital efectuada en su caso, así como de las modificaciones valorativas que se desprendan de la aplicación de las normas relativas a cada tipo de fusión, que para las “fusiones de intereses” sólo serán de naturaleza técnica.
- c) Cuando las sociedades extinguidas transfieren su activo y pasivo exigible, algunas de las partidas que integran ambos, presentan ciertas dificultades al tratar de valorarlas y en consecuencia, al determinar si deben ser eliminadas o transferidas a la sociedad resultante. En efecto, al abordar esta cuestión en el marco de los efectos contables derivados de la regulación mercantil, mencionamos que al proceder a su contabilización por lo general se consideraba que se producía el traspaso del activo neto contable, eliminándose las partidas de activo ficticio. Aunque, obviamente, estas reflexiones podrían haberse abordado en ese contexto, esto es, a la luz de la regulación mercantil existente sobre fusiones y los principios y normas generales de contabilidad, ahora son presentadas desde la óptica de las normas generales y particulares aplicables a las fusiones según el BNCFES. En este sentido, queremos subrayar que el tratamiento relativo a las acciones propias y participaciones accionariales entre las sociedades que se fusionan contenido en el BNCFES es esencialmente el que expusimos al

abordar las incidencias contables de la regulación mercantil. Si bien, el significado dado a algunas de las siguientes partidas puede hallarse, sin duda, influenciado por la valoración dada a las mismas al establecer la relación de canje, especialmente si las sociedades extinguidas son sociedades “adquiridas”. Algunas de las opiniones emitidas sobre la cuestión que nos ocupa (Mazarracín, 1994, 295-297; Larriba, 1994a; 6-7; Lozano Aragüés, 1993a, 15-16; Málvarez, 1994; 125-126) sugieren el siguiente tratamiento:

- *Accionistas por desembolsos pendientes*: si éstos desembolsos son desembolsos exigidos lo habitual es traspasarlos a la sociedad resultante y, en caso contrario, deben amortizarse disminuyendo el valor del neto patrimonial de la empresa extinguida.
- *Gastos de establecimiento*: en general, deben ser eliminados y no trasladarse a la sociedad receptora. No obstante, en relación con las “fusiones de intereses” se ha argumentado su traspaso en aplicación del principio contable de empresa en funcionamiento.
- *Gastos a distribuir en varios ejercicios*: se establece el mismo tratamiento previsto para la anterior partida.
- *Ingresos a distribuir en varios ejercicios*: no existe consenso, pues mientras unos autores sostienen que deben eliminarse, otros entienden que deben traspasarse junto con los activos a los que se refieren.
- *Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio*: será eliminado si no es posible solicitar su devolución a los accionistas y, en caso contrario, se traspasará a la sociedad resultante.
- *Cuentas correctoras de cuentas de activos*: aunque usualmente se ha defendido la eliminación de estas cuentas, cuestión que no ofrece ninguna duda en nuestra opinión cuando nos hallamos ante sociedades “adquiridas”, algunos autores han defendido el traspaso a la sociedad resultante, creemos que quizás pensando en el marco de las “fusiones de intereses”.

III.5.5.1. Contabilidad de las “fusiones de intereses”

Aunque el BNCFES sólo se limita a hablar de “normas generales aplicables a las fusiones”, del contenido de su introducción se infiere que tales normas se refieren a las denominadas “fusiones de intereses”.

Las reglas establecidas para este tipo de fusión, han sido comparadas (Mazarracín, 1994, 294 y 194; Labatut y Pardo, 1995; Labatut, 1996) con las contenidas en el *method interest pooling* previsto en la normativa anglosajona y en la NIC 22, habida cuenta de su semejanza, mientras que las reglas referidas a las “fusiones de adquisición” lo han sido en relación con las establecidas en el *method acquisition*.

En este tipo de fusión, que insistimos es el considerado como general, a diferencia de la legislación mercantil se prohíbe el reflejo contable de las modificaciones del valor del patrimonio de las sociedades fusionadas que han sido incorporadas al establecer el tipo de canje de las acciones. Esta disociación entre registro contable y realidad económica de la operación, en la que los patrimonios de las sociedades son valorados a efectos de canje según valores reales, mientras que contablemente son registrados por valores históricos, implica la existencia de unas diferencias que indubitadamente han de aparecer registradas contablemente, por lo que finalmente emergen en la cuenta “prima de emisión”, la cual es empleada para salvar esta incongruencia, desvirtuándose la esencia y sentido original de tal cuenta.

En efecto, la emisión de títulos que deben entregarse a los socios de las sociedades disueltas debe hacerse tomando en consideración el tipo de canje pactado, esto es, los valores reales, en cambio los patrimonios aportados por éstas se hallan contabilizados no por sus valores reales sino por los contables anteriores a la realización de la operación.

1. Contabilidad del traspaso de patrimonios

La sociedad resultante reconocerá contablemente el traspaso del activo a excepción de las acciones propias, y del pasivo, salvo los fondos propios de las sociedades que se extinguen en la fusión. Tal como hemos expuesto, activo y pasivo transferido se registrarán por los valores contables existentes antes de producirse la fusión.

La diferencia entre el activo y pasivo recibido de las sociedades extinguidas, lucirá contablemente en la sociedad resultante de la fusión en la cuenta “socios de sociedad disuelta”, la cual según el artículo 15 del BNCFES:

“... será saldada por la entrega a los socios de ésta, de acciones de la sociedad absorbente o de nueva creación”.

Aunque, no de forma clara, a partir de este texto puede inferirse que será la sociedad resultante de la fusión la encargada de realizar el canje de acciones y no las sociedades extinguidas. Al reflexionar sobre este aspecto, observamos que, contablemente la sociedad resultante sí que ha reconocido el valor real de las acciones que han de ser canjeadas utilizándose para ello la cuenta “prima de emisión”, por lo que la contabilización de esta entrega de acciones no supone ningún problema. En cambio, si sucediera que las sociedades extinguidas procedieran a realizar el canje de títulos, surgiría un descuadre contable al registrar la entrega de tales títulos a sus accionistas, pues su patrimonio aparecerá registrado contablemente por valores históricos y el valor de las acciones entregadas habrá sido calculado considerando valores reales.

En relación con la contabilidad de las sociedades extinguidas, hay que indicar que éstas procederán a registrar contablemente la cancelación de las cuentas de activo y pasivo transferidas, es decir, su activo excepto las acciones propias y su pasivo menos los fondos propios, reconociendo contablemente la diferencia en la cuenta “socios, cuenta de fusión”. Dicha cuenta, tendrá saldo deudor cuando el activo transferido sea superior al pasivo transferido y viceversa y, se cancelará contra cuentas de fondos propios en la disolución.

2. Contabilidad del capital social de la sociedad resultante

Cuando se cumpla que el valor nominal del capital emitido por la sociedad que resulte de la fusión sea inferior al valor contable de los elementos patrimoniales transferidos, la diferencia entre ambos valores se contabilizará en la cuenta “prima de emisión”.

Es más, sobre este aspecto el BNCFES puntualiza que el valor nominal del capital emitido por la sociedad resultante debe ser igual o menor que la suma de los patrimonios reales de fusión de las sociedades extinguidas. La razón se explica en la necesidad de satisfacer el requisito de efectiva aportación de patrimonio que debe respaldar toda emisión de capital, de acuerdo con lo estipulado en la legislación mercantil.

En relación con la existencia de acciones propias en el patrimonio de las sociedades fusionadas o participaciones en el capital de otras sociedades intervinientes en la fusión, se establecen las siguientes reglas particulares:

- Las acciones propias de la sociedad absorbente junto con las acciones de la sociedad absorbente poseídas por las sociedades absorbidas *podrán* reducir el importe del nominal y la prima de emisión en la ampliación de capital.
- Las acciones o participaciones en el capital de las sociedades que se extinguen poseídas por cualquier sociedad fusionada reducirán el importe del patrimonio contable de fusión de la sociedad a que correspondan.

Sobre la primera cuestión, tomando en consideración los razonamientos expresados al estudiar la problemática de las acciones propias desde la perspectiva mercantil y sus consecuencias en el ámbito contable (véase el apartado III.3 del presente capítulo) consideramos que no existe ninguna discrepancia con el espíritu último de la regulación mercantil y, que, en definitiva, si así lo decide la sociedad resultante podrá emplear para el canje de acciones, al margen de las acciones que emita, las acciones propias que ella misma poseyera en cartera antes de la fusión o las que poseyeran otras sociedades extinguidas en la operación.

Si bien, aunque pusimos de manifiesto que ésta era la postura seguida por la mayoría de la doctrina, otros autores como Labatut y Pardo (1995, 48) consideran que este punto podría entrar en contradicción con el ya mencionado artículo 249 del TRLSA.

Por lo que se refiere al segundo aspecto, tal como ya manifestamos, las participaciones en el capital de sociedades que se extinguen en la fusión, han de ser amortizadas, así como las cuentas correctoras relativas a las mismas, puesto que se refieren a sociedades que desaparecen.

3. Eliminación de activos, pasivos y provisiones recíprocos

A este respecto se indica que los créditos y otros activos que representaran pasivos de otras sociedades que intervienen en la fusión deberán ser eliminados por la sociedad resultante; empleándose como contrapartida la cuenta "prima de emisión".

Asimismo, deben eliminarse las provisiones relativas a créditos y otros activos que constituyan pasivos de otras sociedades que se fusionan, así como las provisiones de pasivo

que pudiesen significar pagos en favor de otras sociedades que se fusionan.

La contrapartida para contabilizar estas correcciones valorativas, así como para reflejar las posibles diferencias entre activos y pasivos recíprocos eliminados, será igualmente la cuenta “prima de emisión”.

Sobre este último aspecto, recordemos que cuando analizamos los efectos contables de la fusión derivados de la legislación mercantil, indicamos que, tradicionalmente una parte de la doctrina contable empleaba como contrapartida una cuenta integrada en el subgrupo “12. Resultados pendientes de aplicación” del PGC, denominada las más de las veces, “resultados de fusión”, asimismo otra posición abogaba por su registro dentro de “13. Ingresos a distribuir en varios ejercicios”. Si bien, nosotros nos adheríamos a una tercera postura que consistía en emplear una cuenta perteneciente al subgrupo “11. Reservas”. Es ésta última, precisamente la opción seguida en el BNCFES, al interpretar que no deben modificarse los resultados del ejercicio en que se llevó a cabo la fusión como consecuencia de la realización del proceso de fusión.

Resulta conveniente, sin embargo, realizar alguna matización al respecto. En efecto, la cuenta que emplea “prima de emisión”, creemos que puede inducir a confusión, puesto que la misma aparece definida expresamente en el PGC como:

“Aportación realizada por los accionistas en el caso de emisión y colocación de acciones a precio superior a su valor nominal”.

Y aunque en la fusión, obviamente la sociedad resultante debe realizar una emisión de acciones, sin embargo, a nuestro juicio, ésta es una consecuencia del procedimiento de fusión, pues la fusión es un proceso mucho más complejo que merece el empleo de una cuenta propia e independiente, que dentro del subgrupo de reservas, podría llamarse por ejemplo “reservas por fusión” o, cualquier otra denominación similar que denote que esas reservas surgieron específicamente como consecuencia de un procedimiento de fusión.

En suma, la cuenta “prima de emisión” es empleada para lograr de forma artificial y forzada, la identidad entre estructura económica y financiera de la sociedad. El mantenimiento de los valores contables anteriores a la fusión en algunos supuestos puede conducir a situaciones cuanto menos ilógicas, en las que, incluso, se puede llegar a provocar graves desequilibrios patrimoniales en la sociedad resultante de la fusión tal como muestra Ayala Blanco (1994, 121).

4. *Eliminación de acciones y participaciones en el capital de sociedades extinguidas*

La sociedad que emane del procedimiento de fusión tras recibir los patrimonios transferidos por las sociedades que se extinguen con motivo de la fusión, procederá a suprimir aquellas participaciones y acciones que le hayan sido transferidas y que, sin embargo, integran el capital de empresas que se extinguen al realizarse la fusión. A tal fin se empleará como contrapartida la cuenta "socios de la sociedad disuelta" de cada una de las sociedades extinguidas. Si se produjeran diferencias de valoración respecto de tales títulos, éstas se reconocerán contablemente empleando como contrapartida la cuenta "prima de emisión".

Tal amortización de títulos es coherente con el planteamiento contenido en la regulación mercantil, ya que carece de sentido mantener títulos correspondientes a empresas que ya no existen.

Resulta relevante insistir en que estos ajustes, así como los previstos en el apartado anterior debe reconocerlos contablemente la sociedad resultante de la fusión y no cada una de las sociedades que se fusionan.

5. *Diferencia negativa de fusión*

El BNCFES establece que la cuenta "prima de emisión" debe tener saldo acreedor. No obstante, debido a que se utiliza como contrapartida de las correcciones valorativas que pueden existir en la fusión, puede suceder que su saldo fuera deudor tras realizar las indicadas anotaciones contables.

En tal caso, se indica que se reducirá por el importe de dicho saldo deudor las reservas disponibles, y en el supuesto de que éstas no fueran suficientes, el exceso deberá registrarse contablemente en el pasivo del balance de situación en una partida con saldo negativo, esto es, saldo deudor denominada "diferencia negativa de fusión", cuyo tratamiento contable será análogo al establecido para las pérdidas de ejercicios anteriores.

6. Efectos contables en la fusión

Como comentamos anteriormente, de acuerdo con el proyecto de fusión elaborado y suscrito por los administradores de las sociedades que participan en la fusión, ésta última tendrá efectos contables en la fecha que se señale en tal proyecto.

A partir de esta fecha fijada a efectos contables, las operaciones se reconocerán contablemente por la sociedad resultante de la fusión; finalizando el día anterior a dicha fecha el ejercicio económico de las sociedades que se extinguen, las cuales procederán a formular sus correspondientes cuentas anuales.

Podría suceder, sin embargo, que dicha fecha no coincidiera con aquélla a partir de la cual las nuevas acciones entregadas al efectuarse la fusión dieran derecho a participar en las ganancias sociales. En este supuesto habrá de informar de ello en la memoria.

III.5.5.2. Contabilidad de las “fusiones de adquisición”

Antes de abordar las reglas particulares que le son aplicables a esta modalidad de fusión, con carácter previo quisiéramos puntualizar que los aspectos comentados en relación con las “fusiones de intereses” que no se hallen en contradicción con los que seguidamente expondremos, son asimismo aplicables a esta modalidad, piénsese por ejemplo en lo relativo a la fecha de efectos contables, o la eliminación de partidas de activos y pasivos recíprocos.

Recordemos que aquí cabe distinguir las sociedades “adquiridas” y “adquirentes”, las primeras se caracterizan porque su patrimonio real es sustancialmente inferior al de la sociedad adquirente y, dado que la naturaleza económica de la operación es la adquisición de una sociedad por otra, el objetivo del método de contabilización de esta clase de fusión es que la sociedad “adquirente” reconozca contablemente la fusión con los mismos criterios previstos para la adquisición de cualquier activo, esto es, aplicando el principio de precio de adquisición (Mazarracín, 1994, 299).

Los elementos patrimoniales de las sociedades que actúan como adquiridas deberán ser valorados por los valores reales convenidos en la fusión a efectos de establecer la relación de canje, no pudiendo superar en ningún caso el valor de mercado. Al efectuar una valoración real del patrimonio, podrán aflorar fondos de comercio, tanto positivos como negativos, posibilidad que no es admitida en las “fusiones de intereses”.

Puesto que la sociedad “adquirida” en el plano contable puede ser la absorbente en el marco legal, si se produjera este caso, sería la propia sociedad “adquirida” la que en calidad de sociedad resultante de la fusión debería reflejar contablemente las correcciones valorativas, de manera que procederá a registrar su propio patrimonio por su valor real establecido a efectos de la fusión con los correspondientes ajustes valorativos, utilizando como contrapartida la cuenta “prima de emisión”.

En definitiva, en estas disposiciones específicas sobre “fusiones de adquisición” se establece:

- Que el valor de mercado es el valor que actúa como límite a los valores reales que pueden acordarse a efectos de la fusión para el patrimonio de las sociedades “adquiridas”. Esta valoración, recordemos deberá contar con la anuencia del informe emitido por el experto o expertos independientes que prevé la legislación mercantil.
- En relación con las posibles combinaciones que pueden producirse entre sociedad absorbente y adquirida, en el cuadro siguiente presentamos una visión sinóptica del tratamiento contable correspondiente a cada una de ellas.

CUADRO 64

Contabilidad en las “fusiones de adquisición”

TIPO DE SOCIEDAD LEGALMENTE	TIPO DE SOCIEDAD CONTABLEMENTE	CONTABILIDAD DEL PATRIMONIO TRANSFERIDO	CONTABILIDAD DEL PATRIMONIO PROPIO
Absorbente	Adquirente	Valor Real	Valor contable
Absorbente	Adquirida	Valor contable	Valor real
De nueva constitución	Adquirente	Valor contable	—
De nueva constitución	Adquirida	Valor real	—

Ahora bien, en este razonamiento establecido siguiendo la aplicación del precio de adquisición pueden hallarse fisuras. Efectivamente, cuando la forma legal de llevar a cabo la fusión es mediante la constitución de nueva sociedad, podría argumentarse que todos los patrimonios de las sociedades participantes en la operación son “adquiridos” por la nueva sociedad que se crea y, que en consecuencia deberían reconocerse contablemente por sus valores reales a efectos de la fusión (Larriba, 1994b, 16).

III.5.5.3. Efectos sobre las cuentas anuales del registro contable de las “fusiones de intereses” y “fusiones de adquisición”

Llegado este punto, si centramos nuestra atención en las repercusiones sobre los estados financieros que comporta el empleo alternativo de estas dos formas de contabilizar las fusiones: “fusiones de intereses” y “fusiones de adquisición” las diferencias son evidentes. Y así, si formulamos el balance de situación de la empresa resultante de la fusión atendiendo a las modalidades descritas, puede observarse cómo si se emplea las normas establecidas para las “fusiones de intereses”, prescindiendo de los efectos impositivos, sólo se realiza la adición de los valores contables de los activos y pasivos existentes en las sociedades antes de realizar la operación y, por lo que respecta a los fondos propios conviene subrayar el empleo de la cuenta “prima de emisión” para conseguir la coincidencia necesaria entre el valor del activo y pasivo del balance de situación.

En cambio en la “fusión de adquisición” el patrimonio de la sociedad “adquirida” aparece valorado contablemente conforme al valor pactado en la fusión, mientras que la cuenta “prima de emisión” corresponde a la ampliación de capital efectivamente realizada. Por tanto, si la operación se contabiliza como una “fusión de adquisición”, en el balance de situación, caso de que existan revalorizaciones, el activo tendrá un valor mayor, al igual que el pasivo, en concreto, los fondos propios, que si la fusión se hubiera contabilizado como una “fusión de intereses”. De modo que, cuando la operación se ha reconocido contablemente de acuerdo con los criterios establecidos para las “fusiones de adquisición” y, a diferencia de lo que sucedería de contabilizarse siguiendo la otra modalidad, en años venideros en la cuenta anual de pérdidas y ganancias de la sociedad resultante de la fusión se registrará la amortización del fondo de comercio, así como mayores dotaciones a amortizaciones, caso de haberse reconocido revalorizaciones de activos y, viceversa, si se tratara de depreciaciones.

Hasta ahora, hemos comparado los efectos sobre las cuentas anuales del empleo alternativo de las reglas referidas a las dos modalidades de fusión comentadas. No obstante, también cabe reflexionar sobre las consecuencias derivadas de la utilización de distintos procedimientos legales para llevar a cabo la fusión referidas a un mismo procedimiento contable, esto es, se trata de dilucidar si empleando diferentes procedimientos legales de fusión y los mismos criterios contables se obtienen diferentes cuentas anuales.

Aunque, en principio, tal como sostiene el BNCFES, el reflejo contable de una operación de fusión no debe conducir a cuentas anuales diferentes si la misma se realiza a través de una absorción o de una constitución de una nueva sociedad, no puede decirse que ello siempre se cumpla. En efecto, así lo corrobora el ejemplo práctico propuesto por el profesor Larriba (1994a, 31-63) en el que, sin considerar efectos impositivos, puede comprobarse que, cuando en el procedimiento de fusión intervienen unas sociedades contabilizadas como “fusiones de adquisición” y otras como “fusiones de intereses”, el valor del activo total (o pasivo) del balance de situación difiere en función de la forma legal que se adopte para realizar la fusión.

En definitiva, ha quedado patente que resulta necesario valorar las consecuencias actuales y futuras que la forma de registro contable supone no sólo sobre el balance de situación y la composición de sus masas patrimoniales, sino también sobre la cuenta de resultado.

III.5.5.4. Contabilidad de las “fusiones impropias”

Nos referimos a los procesos de fusión realizados entre sociedades vinculadas, incluyéndose el supuesto de absorción de sociedad íntegramente participada por la sociedad absorbente. La definición del concepto de vinculación a efectos de esta norma fue abordada con detalle en el primer subapartado de este tercer capítulo.

Ahora bien, cuando entre las sociedades fusionadas pertenecientes a un grupo no exista una participación directa en el capital, se aplicarán las reglas de valoración referidas a las “fusiones de intereses”.

El sentido en que ha de entenderse por participación directa no aparece reflejado en el texto del BNCFES, aunque podría interpretarse en función del contenido del artículo

185 del TRLSA, en donde se indica que se presumirá que existe participación cuando se posea, al menos, el 20 por ciento del capital de otra sociedad o el 3 por ciento si ésta última cotizara en Bolsa (Ayala, 1994).

Por último, se señala que el conjunto de las sociedades vinculadas a efectos de determinar la aplicación de las reglas sobre fusiones se considerarán como una sola unidad.

III.5.5.5. Contabilidad de la fusión-escisión

EL BNCFES establece que en los supuestos de fusión de uno o varios patrimonios escindidos con dos o más sociedades preexistentes, en relación con los patrimonios escindidos se aplicarán las reglas establecidas en dicho borrador relativas a las escisiones, mientras que las sociedades que intervengan en la fusión seguirán las reglas específicas para fusiones (art. 27.1).

Las reglas referidas a escisiones aunque con sus propias características, son muy semejantes a las relativas a fusiones, pues igualmente se distingue entre "escisiones de intereses", que se consideran el caso general, "escisiones de adquisición" y "escisiones impropias", siendo asimismo aplicable el principio de precio adquisición a cada tipo de escisión lo que determina las normas de valoración propias en cada una de ellas.

Además será aplicable lo previsto sobre sociedades vinculadas, considerándose a estos efectos como unidad el conjunto de sociedades vinculadas que se fusionan y los patrimonios escindidos de otras sociedades vinculadas con las primeras que también participan en la fusión.

Por último, resulta pertinente recordar que las distintas reglas contables estudiadas pueden emplearse conjuntamente en un mismo procedimiento de fusión. Se trata de las denominadas "fusiones mixtas" por el BNCFES, en las que puede existir simultáneamente una "fusión de intereses" con la adquisición de una sociedad, unida de "fusiones impropias".

III.5.6. EL EFECTO IMPOSITIVO

En el BNCFES la principal referencia a esta cuestión puede hallarse en su artículo 28 en el que se indica que:

“Los ajustes valorativos no computados como componentes de la base imponible, que son objeto de diferimiento de cómputo a efectos de gravamen y que efectivamente vayan a revertir en ejercicios posteriores, darán origen a la contabilización de un pasivo fiscal, impuesto diferido, o de un activo de esa naturaleza, impuesto anticipado. Tal activo se registrará solamente cuando se espera que vaya a ser efectivo en el futuro”.

Una interpretación literal del anterior texto podría llevar a pensar a que en el mismo sólo se contempla el efecto impositivo derivado del reconocimiento contable de correcciones valorativas que, sin embargo, en el momento de llevar a cabo la fusión no son objeto de tributación por acogerse la fusión al régimen fiscal de diferimiento previsto en el llamado régimen especial. No obstante, a nuestro juicio, igualmente debería contabilizarse el efecto impositivo derivado de aquellos supuestos en los que se produce la tributación inmediata por optarse por tributar en el régimen fiscal general, mientras que contablemente no se han reconocido tales modificaciones.

Resulta conveniente recordar que, tales pasivos y activos fiscales registrados en la sociedad resultante de la fusión, éstos últimos sólo cuando sea previsible su futura reversión de acuerdo con el principio de prudencia, habrán sido considerados al establecer la relación de canje de las acciones.

Partiendo de las características específicas de la normativa fiscal vigente sobre fusiones contenida esencialmente en la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, así como las referidas a los dos grandes tipos de fusiones que se distinguen desde la perspectiva contable, sin el ánimo de realizar una enumeración exhaustiva de toda la casuística posible, si quisiéramos dejar constancia de algunos de los principales efectos impositivos en las sociedades fusionadas, los cuales en forma sintética pueden verse en el cuadro 65.

CUADRO 65

Efectos impositivos según la Ley 43/1995 del Impuesto sobre Sociedades y el BNCFES

ÁMBITO CONTABLE → ÁMBITO FISCAL ↓		“FUSIÓN DE INTERESES”	“FUSIÓN DE ADQUISICIÓN”	
			“ADQUIRIDA”	“ADQUIRENTE”
RÉGIMEN GENERAL	PLUSVALÍAS	Resultado contable < BI ∃ Diferencias Temporales (Impuesto anticipado)	∄ Diferencias Temporales	Resultado contable < BI ∃ Diferencias Temporales (Impuesto anticipado)
	MINUSVALÍAS	Resultado contable > BI ∃ Diferencias Temporales (Impuesto diferido)	∄ Diferencias Temporales	Resultado contable > BI ∃ Diferencias Temporales (Impuesto diferido)
RÉGIMEN ESPECIAL	PLUSVALÍAS	∄ Diferencias Temporales	Resultado contable > BI ∃ Diferencias Temporales (Impuesto diferido)	∄ Diferencias Temporales
	MINUSVALÍAS	∄ Diferencias Temporales	Resultado contable < BI ∃ Diferencias Temporales (Impuesto anticipado)	∄ Diferencias Temporales

En él se contempla la existencia de plusvalías y minusvalías de activos o de fondos de comercio computados al establecer la relación de canje. Asimismo, se ha considerado, con la pretensión de evitar una exposición farragosa y difícilmente inteligible, que dichas plusvalías y minusvalías reales coinciden en su importe con las consideradas en el ámbito fiscal, es decir, supondremos que el valor real a efectos contables y el valor de mercado considerado en el ámbito fiscal de los activos revalorizados o depreciados coinciden y, aunque, tal como argumentamos al analizar las repercusiones contables derivadas de la legislación fiscal, esta circunstancia no debe resultar extraordinaria, obviamente también sería posible la no coincidencia de ambos valores. De la misma manera, conviene recordar que es posible la renuncia parcial al régimen especial.

En las “fusiones de intereses”, dado que contablemente no se reflejaran las posibles minusvalías y plusvalías consideradas a efectos de fijar el tipo de canje y que en el régimen fiscal especial tales minusvalías y plusvalías no se integraran en la base imponible del impuesto de sociedades, no surgirán diferencias temporales. En cambio, si se opta por la tributación inmediata de estas diferencias valorativas, es decir, se elige la tributación mediante el régimen general, en este supuesto el efecto impositivo consistirá en la aparición de diferencias temporales.

En efecto, si se trata de plusvalías, fiscalmente se integrará en la base imponible la diferencia entre valor de mercado y valor contable, calculándose en futuros ejercicios las dotaciones a amortizaciones y provisiones sobre los valores revalorizados. En cambio, en el ámbito contable no se reconocerán estas revalorizaciones y en consecuencia las dotaciones a amortizaciones y provisiones referidos a los mismos bienes serán por importes inferiores en los futuros ejercicios, de manera que se reconocerá contablemente un impuesto anticipado que revertirá en períodos subsiguientes. Mientras que si nos referimos a supuesto de plusvalías el efecto impositivo será el inverso por lo que surgirá un impuesto diferido.

En cambio, si centramos nuestra atención en las “fusiones de adquisición” cabe diferenciar el efecto impositivo relativo a las sociedades “adquirentes” que será análogo al comentado en relación con las “fusiones de intereses” y el concerniente a las sociedades “adquiridas”.

En estas últimas contablemente los elementos patrimoniales son registradas por sus valores reales, es decir, teniendo en cuenta la existencia de revalorizaciones y depreciaciones; de manera que, si fiscalmente se opta por la tributación de las mismas al

seguir el régimen general no se producirán diferencias temporales entre el ámbito contable y fiscal.

Sin embargo, si se acoge al régimen especial, fiscalmente se difiere la tributación de tales plusvalías, amortizándose por los valores contables no revalorizados, por lo que en ejercicios futuros las dotaciones a amortizaciones y provisiones serán menores en el ámbito fiscal que en el contable determinando la aparición de un impuesto diferido; mientras que en el supuesto de depreciaciones, el efecto será el contrario surgiendo un impuesto anticipado.

III.5.7. INFORMACIÓN EN LAS CUENTAS ANUALES

III.5.7.1. De las sociedades extinguidas

Las sociedades que se extinguen en la fusión deberán informar en la memoria sobre la existencia de un proyecto de fusión, o del acuerdo de fusión, si éste fuera el caso, indicando las características más relevantes de éstos. Dicha información deberá figurar en las cuentas anuales que se formulen después de la fecha del proyecto de fusión (art. 30 del BNCFES).

III.5.7.2. De la sociedad resultante de la fusión

En las cuentas anuales de la sociedad absorbente, al margen de la información relativa a los gastos inherentes a la fusión contabilizados como activos, los cuales figurarán en el epígrafe de “Gastos de establecimientos” del activo del balance de situación, deberá incluirse en su memoria la información contenida en el cuadro 66.

CUADRO 66

Información en la memoria de la sociedad absorbente (BNCFES)

1. Deberá señalarse la existencia de un proyecto de fusión, o acuerdo de fusión. Esta información deberá lucir en las cuentas anuales aprobadas después de la existencia de un proyecto de fusión y hasta las cuentas del primer ejercicio cerrado después de efectuar la operación. Si se hubiera elaborado el correspondiente balance de fusión también debería facilitarse esta información (art. 3 BNCFES).
2. En el primer ejercicio cerrado tras la fusión deberá informarse sobre:
 - a) las partidas correspondientes al traspaso de patrimonio o las operaciones realizadas por su cuenta por las sociedades absorbidas.
 - b) Las revalorizaciones contables efectuadas en elementos patrimoniales de la propia sociedad absorbente y de las sociedades absorbidas, indicando su efecto impositivo.
 - c) La ampliación de capital realizada y la entrega de acciones a los socios de las sociedades absorbidas.
3. En ejercicios posteriores deberá informarse sobre las revalorizaciones realizadas en la sociedad absorbente relativas a los valores de los elementos patrimoniales de las sociedades absorbidas, en los mismos términos que las revalorizaciones legalmente autorizadas de los elementos patrimoniales de la sociedad absorbente. Por tanto, según el punto 7 de la Memoria del PGC deberá informarse sobre:
 - Ley que lo autoriza.
 - Importe de la revalorización para cada partida, así como del aumento de la amortización acumulada.
 - Efecto de la actualización sobre la dotación a la amortización y, por tanto, sobre el resultado del próximo ejercicio.
4. En nota separada se informará sobre las garantías facilitadas por los créditos no vencidos a favor de los acreedores que, en el ejercicio de su derecho, se opongan a la fusión; indicándose el ejercicio de este derecho, los importes de los saldos garantizados y las garantías facilitadas.
5. Cuando no coincidan las fechas de efectos contables de la fusión con la fecha a partir de la cual las nuevas acciones dan derecho a participar en las ganancias sociales, en tal caso deberá informarse en la memoria anual, sobre la parte de los resultados que corresponden a socios antiguos y nuevos.

Por su parte, la sociedad de nueva constitución, si se empleara este procedimiento, deberá cumplir con las anteriores menciones que le sean aplicables.

Como puede comprobarse, el BNCFES ha optado esencialmente por emplear la memoria para proporcionar una imagen fiel de la operación, junto al principio de precio de adquisición, quebrado cuando se contabilizan los elementos patrimoniales de las sociedades “adquiridas” en las “fusiones de adquisición”.

Recordemos que ésta también fue la postura adoptada en el ámbito fiscal, donde las obligaciones contables impuestas a las sociedades resultantes de los procesos de fusión asimismo se deben incluir en la memoria anual. Si se comparan las informaciones exigidas en la memoria en ambos contextos, puede observarse la mayor exigencia de información que, lógicamente existe en el BNCFES dado que la exigida en el ámbito fiscal se refiere exclusivamente a la relativa a su propia esfera, y salvo la mención de incluir el último balance de situación de las sociedades extinguidas, puede decirse que los requisitos informativos previstos en el BNCFES cubren las principales exigencias previstas en la normativa fiscal.

III.5.8. NORMAS CONTABLES APLICABLES A LOS SOCIOS DE LAS SOCIEDADES FUSIONADAS

III.5.8.1. Precio de adquisición de las acciones recibidas

Se establece que el precio de adquisición de las acciones de la sociedad que resulte de la fusión recibidas por los socios de las sociedades extinguidas en la operación, deberán valorarse por el valor neto contable de las participaciones en el capital de estas últimas sociedades, minorado en el importe de la compensación monetaria que se reciba como consecuencia de la fusión.

Cuando la compensación monetaria sea superior al valor neto contable de las participaciones en capital recibidas, se registrará por el exceso un resultado positivo que figurará en la partida del haber de la cuenta de pérdidas y ganancias que corresponda según el tipo de participación en capital de que se trate. Esta circunstancia, se produciría cuando el valor de las acciones en el capital de la sociedad extinguida fuera muy pequeño, pues hay que recordar que el importe de efectivo que se puede entregar para ajustar la relación de

canje no puede superar el 10 por ciento del valor nominal de las acciones atribuidas, con lo que éste supuesto se produciría cuando la sociedad que se extingue en la fusión se encuentra en una difícil situación económica y financiera y es "reflotada" mediante un proceso de absorción.

Desde la perspectiva contable, este último supuesto plantea el problema de la pérdida en el balance de situación de la información sobre la existencia de estas inversiones financieras, al producirse el abono de estas cuentas por el importe por el que aparecían contabilizadas (Ayala, 1994, 145).

III.5.8.2. Información en las cuentas anuales

Cuando la inversión en el capital de las sociedades que se fusionan sea relevante para el socio, en tal caso si el socio fuera persona jurídica con obligación de elaborar cuentas anuales, deberá indicar en la memoria hasta el primer ejercicio cerrado tras la fusión inclusive, la existencia de un proceso de fusión, así como las características más significativas y la situación en que se encuentra el mismo.

III.5.9. ANÁLISIS COMPARADO CON LA NORMATIVA DEL IASC Y DE LOS PAÍSES ANGLOSAJONES

Antes de concluir este apartado, quisiéramos cuanto menos incluir una breve comparación de la propuesta del ICAC de España con la normativa del IASC y de los países anglosajones. Y, aunque, obviamente son diferentes modelos contables los seguidos en el ámbito anglosajón creemos puede resultar interesante los siguientes comentarios.

Al margen de las diferencias que existen en relación a la clasificación y delimitación de las diferentes modalidades de combinaciones, que ya quedaron patentes en el primer apartado de este tercer capítulo, podría indicarse que, en el BNCFES no se establecen dos únicos modelos de contabilización que son excluyentes en una misma combinación, sino que aquí en una misma combinación puede considerarse que una empresa deba contabilizarse siguiendo las reglas referidas a las "fusiones de intereses", y otras de acuerdo con las previstas para las "fusiones de adquisición". En efecto, recuérdese las denominadas "fusiones mixtas", hecho que no se encuentra previsto en la normativa del IASC ni en la de

Estados Unidos o el Reino Unido, en donde una combinación es clasificada como una adquisición o una unión de intereses y en función de ello sólo se debe aplicar uno, y sólo uno, de los métodos indicados, en el primero caso el método de la compra y en el segundo el método de la puesta de intereses en común.

Por otra parte, en relación con los intereses minoritarios según el contenido de las normas relativas a las “fusiones impropias”, éstos se deben contabilizar por el valor contable anterior a la fusión de la parte del patrimonio que les corresponda y no por sus valores razonables. De manera que, no se admite el tratamiento alternativo previsto sobre esta cuestión en la NIC 22 del IASC, coincidiendo en cambio con la solución adoptada en los pronunciamientos de Estados Unidos.

Por último, por lo que concierne a la contabilidad del fondo de comercio nos remitimos a los comentarios anteriormente expuestos al realizar esta misma comparación con respecto a la actual regulación contable española prevista en el ámbito mercantil.

III.6. REFLEXIONES FINALES

Del análisis relativo a este tercer capítulo pueden extraerse, entre otras, las siguientes reflexiones finales:

1. La delimitación del concepto de fusión según los pronunciamientos contables en el ámbito anglosajón (Estados Unidos y el Reino Unido), así como por organizaciones contables internacionales como el IASC, ha sido objeto de un vivo proceso de debate y elaboración que se ha visto intensificado durante los últimos años.
2. Dentro de la distinta normativa contable analizada al objeto de diferenciar el concepto de fusión destaca la elaborada en el Reino Unido, no sólo por ser la más actual, sino también por su especial minuciosidad. En ella se define a la fusión como aquella concentración de empresas que tiene como resultado la creación de una nueva entidad que presenta estados financieros formados de las partes en concentración en la que los accionistas de las entidades se reúnen para la participación mutua en los riesgos y beneficios de la sociedad resultante, y en la que ninguna parte, en esencia, obtiene el control sobre la otra, esto es, que sea dominante, ya sea en virtud de la proporción de los derechos de voto de sus accionistas en la entidad resultante, ya sea por la influencia de sus directivos o cualquier otra forma empleada.
3. De la comparación efectuada sobre el concepto de fusión contenido en la normativa española propuesta por el ICAC y la existente en Estados Unidos y el Reino Unido, así como la emitida por el IASC, es posible establecer las siguientes conclusiones:
 - En primer lugar, hemos constatado que existe una gran similitud entre las delimitaciones del concepto de fusión expresadas en las normas contables de Estados Unidos, el Reino Unido y el IASC, sobre todo entre estas dos últimas. Mientras que la normativa española propuesta se halla bastante alejada de los planteamientos seguidos en los países anglosajones y, en este sentido presenta un menor desarrollo de las condiciones exigidas para diferenciar cada tipo de operación, más acorde con los planteamientos del modelo continental francés.

- En el Borrador de normas del ICAC se especifican un mayor número de tipos de fusión: “fusión de intereses”, “fusiones de adquisición”, “fusiones impropias” y “fusiones mixtas”, mientras las restantes normas sólo se limitan a diferenciar entre las uniones de intereses y las adquisiciones. A nuestro juicio esta última opción es más acertada, pues separar ambos conceptos supone una tarea ardua, que se complica en la medida en que aumenten el número de figuras que deben ser delimitadas.
- El tratamiento previsto en España considera a las “fusiones de intereses”, equivalentes a las uniones de intereses especificadas en las normas del IASC y Estados Unidos (o fusiones en el Reino Unido), como la modalidad más habitual de fusión. En cambio, el resto de pronunciamientos considera que las uniones de intereses constituyen formas poco usuales de combinación. Además, hay que subrayar el escaso número de requisitos exigidos en España en relación al resto de pronunciamientos.
- En España la delimitación de las “fusiones de adquisición” se efectúa a partir de la identificación de la sociedad adquirida y atendiendo al valor del patrimonio real aportado en la fusión, mientras que en el resto de pronunciamientos es la empresa adquirente la que se emplea para distinguir las adquisiciones y, en general, utilizando como criterio el número de acciones poseídas.
- Los primeros pronunciamientos contables emitidos en Estados Unidos, no realizaban una distinción tajante de los dos formas de combinación, lo que permitía a sus directivos elegir el método de registro contable de las combinaciones. Esto hizo que se empleara masivamente el método de la unión de intereses, pues en él se agregaban los resultados de las cuentas de pérdidas y ganancias de las empresas combinadas, lo cual permitía, siempre que el ratio PER de las empresas adquiridas fuera inferior al de la adquirente, incrementar notablemente los beneficios por acción de la empresa resultante y, por tanto, la cotización de las acciones sin que existiera un verdadero substrato económico. La práctica reiterada de este tipo de fusiones desembocó en el desplome de las cotizaciones bursátiles y en una profunda revisión de las pronunciamientos contables. Estos acontecimientos pueden advertir de las consecuencias que, quizás en España, podrían producirse si no se realiza una escrupulosa separación del concepto de fusión.

4. En la normativa del IASC y en los pronunciamientos contables de Estados Unidos y del Reino Unido se establecen dos métodos de registro contable: el método de la compra y el método de la unión de intereses (o método de la fusión), que deben aplicarse respectivamente a las adquisiciones y a las uniones de intereses. En el método de la compra se considera que la operación debe contabilizarse como la adquisición de una empresa por otra, por lo que los elementos patrimoniales identificables adquiridos son registrados por sus valores razonables (*fair values*) en el momento de la adquisición y, la diferencia con el coste total de adquisición constituye el fondo de comercio. En cambio, en el método de la unión de intereses se considera que existe una continuidad de la empresas y, que, por tanto, no deben modificarse los valores contables de los activos y pasivos anteriores a la combinación ni reconocerse fondo de comercio alguno.
5. El método de la unión de intereses frente al de la compra proporciona unos estados contables de las empresas combinadas por lo general más atractivos frente al exterior, puesto que mediante el mismo se produce una adición inmediata de los resultados de las cuentas de pérdidas y ganancias de las empresas combinadas, consiguiéndose mostrar una mejor cuenta de resultados, que puede influir al menos inicialmente en la cotización de las acciones.
6. Los recientes esfuerzos realizados por el IASC, así como por organismos del Reino Unido han permitido reducir las posibilidades de manipulación realizadas por las empresas combinadas, al establecerse la obligatoriedad de aplicación de cada método cuando se cumplan los requisitos previstos para identificar cada tipo de combinación o, como en el caso del Reino Unido, al eliminar la posibilidad de dotar provisiones por futuras pérdidas operativas y costes de integración, evitando así que las sociedades continúen incrementando artificialmente sus resultados post-adquisición.
7. Si comparamos el tratamiento previsto en la normativa del IASC, de Estados Unidos y, el Reino Unido sobre los métodos de registro contable de las combinaciones empresariales, cabe constatar una mayor similitud en relación al método de la unión de intereses que con respecto al método de la compra, aunque en éste último, la mayor parte de las diferencias se refieren al tratamiento del fondo de comercio. En este sentido, existe una mayor proximidad entre la normativa del IASC y Estados Unidos, que entre estos dos ámbitos y los pronunciamientos del Reino Unido.

8. La actual normativa sobre combinaciones empresariales, debido esencialmente a las discrepancias en el tratamiento del fondo de comercio, implica que las combinaciones de empresas contabilizadas en el Reino Unido mediante el método de la compra, en las que se opte por cancelar inmediatamente el fondo de comercio contra reservas, presenten mayores resultados y menores valores contables de su patrimonio neto que si tales combinaciones hubieran sido contabilizadas según el método de la compra previsto en los pronunciamientos del IASC o de Estados Unidos, lo que conlleva que las empresas combinadas en el Reino Unido frente a las registradas en Estados Unidos, obtengan ciertas ventajas competitivas al mostrar en sus estados financieros aparentemente unos mejores resultados y ratios de rentabilidad.
9. Los procesos de valoración de las empresas españolas participantes en una fusión, acaban en lo que se denominan valores reales, entendiéndose por éstos, aquéllos que, en última instancia, resultan de los convenios acordados por los administradores de las sociedades que se fusionan. Si bien, éstos últimos tampoco gozan de total libertad en tal valoración, pues ésta se halla supeditado a la opinión de cuanto menos un experto independiente.
10. La valoración última de la empresa, depende de la información que de la misma se disponga, de los procedimientos de valoración empleados y la capacidad negociadora de cada empresa, la cual se encuentra influenciada por aspectos internos de la propia empresa y, por otros externos, tales como la situación de la economía en general o sector de actividad de la empresa.
11. Con objeto de determinar el valor de una empresa, suelen emplearse conjuntamente diferentes técnicas, aunque los métodos sintéticos parecen ser los más adecuados para la valoración de empresas que se fusionan.
12. Partiendo de los valores reales pactados de los patrimonios de las sociedades fusionadas se establecen las relaciones de canje de las acciones, que garantizarán el mantenimiento proporcional de las participaciones de los distintos socios en la sociedad resultante de la fusión y, asimismo, servirán para determinar el valor de las acciones que deben ser emitidas por dicha sociedad resultante. Sobre este último aspecto, hemos propuesto una formulación general capaz de determinar las acciones a emitir en cualquiera de las modalidades de fusión, esto es, absorción o constitución de nueva sociedad, en el que se contempla el mayor número posible de situaciones que pueden presentarse en relación con las participaciones en el capital

que pueden mantener entre sí las distintas sociedades que se fusionan.

13. En la relación de canje, puede incluirse una compensación en efectivo la cual, a nuestro entender, no sólo es posible que tenga que ser aportada por la sociedad que emane de la fusión, sino también por los propios accionistas.
14. La prohibición de canje de acciones propias y su correspondiente amortización contenida en la legislación mercantil, sólo afecta a las acciones de empresas que se extinguen con motivo de la fusión, sea en una absorción o en una fusión por constitución de una nueva sociedad, y se refiere tanto a las acciones poseídas por estas mismas sociedades, como por otras sociedades que también participan en la fusión y se hallan en su misma circunstancia. Mientras que, las acciones propias poseídas por la sociedad absorbente, así como las acciones de la sociedad absorbente poseídas por una sociedad absorbida, pueden destinarse al canje, mantenerse en cartera o ser amortizadas, siendo la primera la solución más extendida en la doctrina.
15. Queda patente que la relación de canje no se establece a partir de datos contables, ni del llamado balance de fusión. Este, tal como aparece actualmente formulado, no cumple una función informativa para los accionistas u otros agentes económicos interesados en los procesos de fusión, al permitirse incorporar en él libremente las minusvalías y plusvalías reconocidos a efectos de la fusión. La confusión que puede generar este documento, se acentúa, cuando, además, el auditor debe emitir una opinión sobre el mismo, siendo perjudicial no sólo para los accionistas, sino también para la sociedad auditada y el propio auditor. De ahí, la conveniencia de que se obligue a la incorporación en el balance de fusión de la totalidad de correcciones valorativas admitidas en la fusión.
16. Al proceder al registro contable de la operación, cabe distinguir dos tendencias distintas en la doctrina que, a nuestro juicio, son compatibles. Una, que cuenta con la mayor parte de seguidores, que se basa en la legislación mercantil y fiscal existente. Otra, que ante la falta de una normativa contable propia de las fusiones, sostiene que es posible aplicar, con ciertas limitaciones los métodos de la compra y de unión de intereses utilizados en los países anglosajones.
17. Aunque las plusvalías, minusvalías y fondos de comercio pactados al valorar los diferentes patrimonios de las sociedades que se fusionan, sí son tenidas siempre en cuenta al calcular la relación de canje de las acciones, sin embargo, no siempre han

sido registradas contablemente, dado los gravámenes fiscales que, en ocasiones, ello suponía. Y así, se ha optado, generalmente, por registrar las correcciones valorativas existentes en las empresas extinguidas y no así, las que correspondían a aquellas empresas que actuaban como absorbentes.

18. Las consecuencias de la gran ambigüedad existente en el ámbito del reconocimiento contable, ha supuesto que las cuentas anuales, confeccionadas de acuerdo con los actuales principios contables, no proporciona una imagen fiel de los procedimientos de fusión.
19. El empleo como contrapartida a la hora de registrar contablemente las plusvalías o fondos de comercio aflorados en la fusión, de cuentas pertenecientes a resultados o a ingresos a distribuir en varios ejercicios, en especial la primera opción, beneficia a los accionistas, al permitir una distribución rápida del beneficio empresarial. Ello puede mitigarse, si se emplea una cuenta de reservas.
20. Suele ser bastante frecuente, la afloración de fondos de comercio en las operaciones de fusión. Estos pueden ser positivos (o *goodwill*) en cuyo caso representará la capacidad de dicha empresa para obtener unos beneficios superiores a la media del sector o, también pueden ser negativos (*negative goodwill*), debido a que la empresa posee, por ejemplo una mala imagen o una gestión ineficiente. Los primeros, son reconocidos contablemente como activos inmateriales, debiéndose amortizar en un plazo de 5 años, ampliable hasta 10 años con la correspondiente justificación en la memoria, mientras que los segundos, son registrados como "provisiones para riesgos y gastos".
21. El estado actual del tratamiento contable de los procesos de combinación en España no se halla excesivamente alejado del previsto en el Reino Unido, Estados Unidos y el IASC, aunque destaca la necesidad de promulgar normas específicas sobre fusiones y la falta de debate sobre la contabilidad del fondo de comercio. Las principales discrepancias se refieren a la imposibilidad de revisar los valores pactados en la fusión después de su realización en el caso español y, al distinto tratamiento del fondo de comercio aflorados en tales operaciones. Este último aspecto, conduce a que los estados contables de las empresas españolas fusionadas muestren peores resultados que las empresas fusionadas en el ámbito anglosajón. Además tales discrepancias se encuadran, sobre todo dentro del método de la compra, frente a las escasas diferencias que se producen respecto al método de la unión de intereses.

22. El empleo conjunto de los dos regímenes fiscales de tributación existentes sobre las fusiones: el general y el especial, son compatibles para distintas empresas que participan en un mismo procedimiento de fusión, pudiendo además, adoptarse la renuncia parcial para ciertos elementos patrimoniales cuando haya sido elegido el régimen fiscal especial.
23. Las valoraciones fiscales de los patrimonios de las sociedades que se fusionan no se hallan influidas por el reflejo contable de las diferencias valorativas acordadas a efectos de determinar la relación de canje, pues la cantidad a tributar por estas operaciones no se ve alterada.
24. En el régimen fiscal general el criterio de valoración fiscal previsto para los elementos patrimoniales de las empresas extinguidas en la fusión, es el valor de mercado, integrándose en la base imponible de estas sociedades las diferencias existentes entre dicho valor de mercado y el valor contable antes de la fusión. Esta tributación inmediata, conlleva el reconocimiento fiscal en la sociedad resultante de la fusión de los nuevos valores patrimoniales objeto de tributación.
25. En el régimen fiscal especial el criterio de valoración fiscal del patrimonio de las sociedades extinguidas es el valor contable anterior a la fusión, no sometándose a gravamen inmediato las plusvalías reconocidas en la operación, a condición de que se incorporen estos elementos patrimoniales transmitidos a la sociedad resultante de la fusión por dicho valor contable anterior a la concentración.
26. Si se producen revalorizaciones de activos con motivo de la fusión y éstas son reconocidas contablemente, supondrán el registro contable de: “impuestos sobre beneficios diferido” cuando se sigue el régimen fiscal especial, mientras que si se optó por el régimen fiscal general no existirán diferencias. En cambio, si éstas revalorizaciones no son contabilizadas, no procederá registrar contablemente ninguna diferencia en el régimen fiscal especial, mientras que en el general, surgirá el registro contable de: “impuestos anticipados”. En el supuesto de depreciaciones de valor, el efecto contable será el inverso.
27. En ambos métodos fiscales, se establece para la sociedad resultante de la fusión, unas obligaciones contables, sancionables en caso de incumplimiento, que consisten en la inclusión de cierta información en la memoria anual del ejercicio en el que se llevó a cabo la fusión así como en posteriores.

28. En cualesquiera de los dos regímenes fiscales, se establece la posibilidad de compensar por la sociedad resultante de la fusión, las bases imponibles pendientes de compensar en las sociedades extinguidas durante los siete años inmediatos y sucesivos a la operación. A la vez que se establece la posibilidad de deducir fiscalmente en un plazo de diez años las dotaciones a amortizaciones al fondo de comercio, aunque con ciertas limitaciones, e incluso, cuando estos fondos de comercio estuvieran amortizados y no hubieran sido deducidos fiscalmente, en cuyo caso, al proceder al registro contable del impuesto sobre beneficios aparecerán diferencias temporales positivas.
29. No existe antagonismo entre ejercicio económico y período impositivo. En este sentido, la imputación fiscal de las rentas de las sociedades extinguidas se efectuará de acuerdo con la fecha a partir de la cual, las operaciones de las sociedades extinguidas han de considerarse realizadas a efectos contables por cuenta de la sociedad resultante de la fusión.
30. La regulación fiscal actual pensamos supondrá una influencia positiva para que las sociedades fusionadas reconozcan contablemente las plusvalías, minusvalías y fondos de comercio aflorados a efectos de la fusión, y en definitiva, para la consecución de una mejor imagen fiel de los procedimientos de fusión.
31. El Borrador de Normas de Contabilidad aplicables a las Fusiones y Escisiones de Sociedades del ICAC acentúa, si cabe, el escaso papel del balance de fusión previsto en el ámbito mercantil, puesto que el criterio general de valoración de las empresas fusionadas que aplica, esgrimiendo el principio de precio de adquisición impide el registro contable de plusvalías, minusvalías y fondos de comercio considerados al determinar la relación de canje, las cuales en cambio, sí pueden recogerse en la memoria; de manera que, la consecución de la imagen fiel de las operaciones de fusión continúa adoleciendo de las mismas limitaciones que antes de la publicación de tal borrador.
32. Según el BNCFES en las “fusiones de intereses” el patrimonio de todas las sociedades que participan en la fusión, incluyendo, en su caso, el de la sociedad absorbente se registra contablemente en la sociedad resultante de la fusión por los valores contables de los distintos elementos patrimoniales anteriores a la fusión, sólo alterado por ciertos ajustes de carácter técnico que deberá contabilizar la sociedad resultante y no las extinguidas.

33. En las “fusiones de adquisición” se prevén dos formas distintas de reconocimiento contable: una para las sociedades “adquiridas” y otra para las “adquirentes” con independencia de que actúen desde el punto de vista legal como sociedades absorbentes o absorbidas. Así las sociedades “adquiridas”, las de menor patrimonio, serán registradas por el valor real de su patrimonio, considerando que dicho valor es el empleado para determinar la relación de canje, por lo que es posible contabilizar la existencia de revalorizaciones o fondos de comercio. En cambio, el patrimonio de las sociedades “adquirentes” se reconocerá por el mismo valor contable que tuviera antes de la fusión corregido por pequeños ajustes técnicos.
34. En las fusiones de sociedades vinculadas el BNCFES establece que los elementos patrimoniales de tales sociedades deberán valorarse empleando los criterios establecidos en las normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas, a excepción de la parte correspondiente a los socios externos o a otras sociedades no incluidas en la fusión, para los que se mantendrán los valores contables anteriores a la fusión.
35. Pese a que el BNCFES pretende que las cuentas anuales de la sociedad que resulte de la fusión reflejen una misma imagen fiel con independencia de la forma legal adoptada en la operación, cuando en un mismo procedimiento de fusión unas sociedades son registradas empleando los criterios de valoración relativos a las “fusiones de intereses” y otras sociedades conforme a los criterios de las “fusiones de adquisición” no siempre se cumple tal pretensión.
36. Existe un punto significativo de conflicto entre el BNCFES y la regulación mercantil de las fusiones, el cual se refiere al registro contable de las modificaciones valorativas admitidas a efectos de la fusión, pues el TRLSA lo deja al albedrío de las sociedades y el borrador impone como norma general la no contabilización de estos ajustes valorativos, es decir, no permite el registro contable del patrimonio de las sociedades fusionadas por sus valores reales; puesto que, por otro lado, una interpretación minuciosa de la regulación mercantil permite descartar que existe otro punto de fricción en relación con las acciones propias.
37. Aunque los criterios valorativos relativos a las “fusiones de adquisición” y las “fusiones de intereses” contemplados en el BNCFES guardan evidentes semejanzas, respectivamente con el método de la compra y el método de la unión de intereses previstos en la normativa del IASC y de Estados Unidos y el Reino Unido, es posible detectar también ciertas discrepancias. Entre ellas se puede destacar el

tratamiento relativo a los intereses minoritarios y sobre todo el hecho de que ambos criterios previstos en la norma española puedan emplearse simultáneamente en una misma fusión, mientras que los métodos de la compra y de la unión de intereses son mutuamente excluyentes para una misma operación.

Universitat d'Alacant
Universidad de Alicante

CAPÍTULO IV.

FUSIONES DE SOCIEDADES ASEGURADORAS: UN ANÁLISIS EMPÍRICO

Una vez analizada la situación de las fusiones empresariales en el contexto económico actual, sus características legales, fiscales y sobre todo contables más relevantes, resulta pertinente abordar el estudio de las fusiones desde una vertiente empírica. Son numerosos los enfoques que a tal fin pueden emplearse, aunque entre todos ellos nos interesa destacar aquél basado en la utilización de la información contable como vehículo que permite evaluar la situación económico-financiera de empresas que acometieron procedimientos de fusión frente aquellas otras que no emplearon este mecanismo de reestructuración empresarial.

A este respecto, la primera limitación que encontramos en dicha labor es la disponibilidad de datos estadísticos. Esta restricción fue una de las razones que hizo que nos decantáramos por el estudio del sector asegurador del que, merced a las estadísticas elaboradas por la Dirección General de Seguros, era posible acceder con relativa facilidad a unas fuentes informativas. A este motivo se unió el hecho de que se trataba de un sector en el que se ha desarrollado un intenso proceso de reestructuración empresarial, especialmente a partir de los años ochenta, en el que cabe constatar la realización de un número significativo de operaciones de fusión.

Antes de iniciar tal estudio empírico, resulta conveniente analizar los rasgos definidores de este sector de actividad y de los procesos de fusión, su evolución reciente y las perspectivas de cara al futuro, así como sus particularidades contables y, los estudios empíricos llevados a cabo sobre fusiones.

IV.1. RASGOS CARACTERÍSTICOS DEL SECTOR ASEGURADOR ESPAÑOL

Entre las características particulares de la actividad aseguradora, se pueden destacar las siguientes:

- La inversión en el orden habitual de su ciclo productivo.
- El gran control administrativo al que se ve sometida, especialmente en relación con la solvencia de las entidades aseguradoras.
- La existencia de dos facetas distintas dentro de su actividad: la de servicios, sustentada fundamentalmente en la cobertura de riesgos, y la financiera.

a) *“Inversión” del ciclo productivo*

A diferencia de lo que resulta usual en la mayoría de actividades productivas, en el sector asegurador en primer lugar se produce el ingreso, esto es, el cobro de las primas mientras que los gastos inherentes a la prestación del servicio se producen *a posteriori*. Estos últimos se materializan esencialmente en el pago de una indemnización, una renta o un capital, hallándose ligado, en cualquier caso, dicho pago a la realización de un evento de carácter aleatorio que es objeto de cobertura en el contrato de seguro firmado entre asegurador y asegurado.

b) *Fuerte control administrativo*

Debido a la repercusión social y económica de su actividad, el sector asegurador se encuentra sometido a un riguroso control por parte de las Administración pública. Éste se materializa en el establecimiento de una serie de restricciones que deben cumplir las empresas que deseen iniciar esta actividad, así como otros requisitos que han de satisfacer durante la vida de tales empresas, referidos éstos últimos esencialmente a salvaguardar el nivel de solvencia de las empresas aseguradoras, los cuales en caso de incumplimiento determinan la introducción de medidas de control especiales, que en último término pueden desembocar en la liquidación y extinción de la entidad aseguradora.

Así, por ejemplo, las condiciones exigidas legalmente para constituir una sociedad anónima aseguradora, son más estrictas que para las restantes sociedades anónimas, pues en estas últimas se exige para su creación un capital social mínimo de diez millones de pesetas, con un desembolso mínimo legal del 25 por ciento del valor nominal de las acciones, mientras que sus homónimas en el sector asegurador han de poseer los siguientes capitales mínimos de acuerdo con el art. 13 de la Ley 30/1995, de 8 de Noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados (BOE 9/11/95):

- Mil quinientos millones de pesetas en los ramos de vida, caución y crédito.
- Trescientos cincuenta millones de pesetas en los ramos de accidentes, enfermedad, defensa jurídica, asistencia y decesos.
- Quinientos millones en los restantes.

Y además se establece un desembolso mínimo del 50 por ciento, representado por títulos o anotaciones en cuenta nominativos.

Las medidas relativas a la solvencia de las entidades aseguradoras se concretan en el establecimiento de provisiones técnicas, un margen de solvencia y limitaciones a la distribución de excedentes; incluyéndose, además, un conjunto de medidas de control especiales para aquellas entidades aseguradas que presenten irregularidades en su solvencia, liquidez o contabilidad.

Como consecuencia de la “inversión” del ciclo productivo a la que antes hemos aludido, las entidades aseguradoras deben constituir unas garantías financieras representadas en las llamadas provisiones técnicas, las cuales han de estar adecuadamente contabilizadas e invertidas en activos aptos para su cobertura de acuerdo con criterios de seguridad, rendimiento, liquidez y diversificación que, en definitiva, aseguren la solvencia de la empresa en una vertiente estática, ya que dicha solvencia sólo se refiere a las obligaciones contraídas a la fecha de cierre del balance de situación, esto es, representa la capacidad para pagar las indemnizaciones inherentes a las primas contabilizadas en esa fecha.

Esta solvencia estática se complementa con una exigencia de solvencia dinámica, explicitada en el margen de solvencia que se refiere a la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos futuros, y en especial a las desviaciones negativas de la siniestralidad y los gastos de gestión sobre los recursos constituidos por las primas (Maestro Martínez, 1994, 8).

En este sentido, el artículo 17 de la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros privados, dispone que dicho margen de solvencia estará formado por el patrimonio de la entidad aseguradora libre de todo compromiso previsible y con deducción de los elementos inmateriales; desarrollándose reglamentariamente la cuantía y elementos integrantes de dicho margen.

Asimismo, se establece que la tercera parte de la cuantía mínima del margen de solvencia constituye el fondo de garantía, previéndose el importe del mismo para las distintas entidades financieras según el ramo en que operan. Y así, para el caso de las entidades aseguradoras que operan en el ramo de vida este fondo de garantía no puede ser inferior en ningún caso al contravalor en pesetas de ochocientos mil Ecus.

c) *Existencia de dos vertientes diferenciadas dentro de su actividad:*

Por un lado existe la actividad aseguradora propiamente dicha, sustentada en la cobertura de riesgos que se instrumenta a través de la colocación de primas de seguros y el compromiso de la aseguradora ante el asegurado frente a la realización de un evento posible, denominado siniestro. Y de otro lado, cabe destacar su función como intermediario financiero, pues en la medida en que procede a invertir en activos financieros las provisiones técnicas que debe constituir para hacer frente a los eventuales siniestros, se convierte en un agente que canaliza el ahorro de las unidades familiares y empresariales (Picazo, 1995b, 199).

Este último papel dentro del sector financiero español se ha visto potenciado de forma muy relevante durante los últimos años. Así lo corrobora el estudio realizado por Alcalde Gutiérrez (1996, 1266-1269) quien indica que esta función lo convierte en un componente más del sistema financiero, pues desde esta óptica la actividad realizada por una aseguradora y una entidad bancaria, consiste igualmente en canalizar fondos desde agentes económicos con superávit hacia aquéllos que presentan déficit. Este autor realiza un estudio comparativo de los intermediarios financieros (banca privada, cajas de ahorro, cooperativas de crédito y sector asegurador) que operan en el mercado financiero español en el período 1987-1995 y; la conclusión general que alcanza tras este análisis es que la actividad aseguradora ha adquirido una gran importancia en nuestro país en los últimos años, tanto en su función pura de cobertura de riesgos como en la función de intermediación financiera, pudiéndose esperar que dicha expansión continúe en un futuro próximo hasta alcanzar niveles similares a los de otros países comunitarios de los cuales todavía se encuentra muy alejado.

IV.1.1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR ASEGURADOR EN LOS AÑOS OCHENTA

A comienzo de esta década asistimos a una importante crisis en el sector asegurador, cuyas principales causas pueden resumirse en (Mora Enguidanos, 1996, 232):

- una mala gestión,
- estructuras empresariales anticuadas,
- escaso rendimiento de sus inversiones financieras,
- excesiva atomización y minifundismo empresarial,
- poca competitividad con el resto de Europa,
- endurecimiento de las condiciones de reaseguro,
- incremento de impagados debido a la crisis económica general,
- mala imagen del seguro en la sociedad,
- una organización demasiado corporativa del sector y,
- la intervención de la Administración.

Aunque probablemente la dificultad más relevante fuera el excesivo grado de atomización, pues éste impedía la resolución de otros problemas, tales como la reducción de gastos generales, de administración y reaseguro o la posibilidad de formar directivos.

Por tanto, entre las causas más relevantes de esta crisis se encuentra el tamaño reducido de las empresas aseguradoras que deviene en una gran atomización del sector. En este panorama la Ley 33/1984, de 2 de agosto, sobre Ordenación del Seguro Privado, a la vez que supuso el inicio de una liberalización de los controles administrativos, trajo consigo una mayor exigencia de los requisitos financieros y técnicos que debían cumplir las entidades aseguradoras.

Durante los años ochenta, especialmente a partir de la integración de España en la entonces llamada CEE, se produce un conjunto de acontecimientos, algunos de los cuales continúan persistiendo durante los años noventa, que afectan a la estructura y composición del sector asegurador, entre los que cabe significar:

- Una reducción del número de empresas que operan en el mercado, debido a procesos de fusiones y a la liquidación de empresas en crisis.
- La entrada de capital extranjero, mayoritariamente de países comunitarios.

- El acercamiento de la actividad aseguradora y bancaria.
- El descenso de mutuas que operan en el sector en favor de sociedades anónimas.

a) Descenso en el número de entidades aseguradoras

Durante el período 1980-1987 el número de entidades aseguradoras descendió de forma significativa, pues de 678 existentes en 1980 se pasó a 481 al final del período. Si bien, buena parte de esta disminución se debió al saneamiento de entidades mal gestionadas, esto es, a la liquidación de empresa en crisis, aunque también se realizaron operaciones de fusión (Esteban Jodar, 1993, 17).

En efecto, esta reducción en el número de entidades aseguradoras concurrentes en el mercado asegurador español también se vio afectado por las numerosas fusiones y adquisiciones que se realizaron, especialmente a partir de los últimos años de la década de los ochenta. El aumento del negocio asegurador (incremento de primas) y el descenso en el número de entidades que operaban en el sector propiciaron que la dimensión media de las entidades aseguradoras aumentara considerablemente de tamaño. Y así, mientras que en 1984 el tamaño medio en España era cerca de cinco veces inferior a la media europea, sólo siete años después, se situó en torno al 50 por ciento, por delante de países como Holanda, Bélgica y Dinamarca (Picazo Tadeo, 1995a, 171).

b) Entrada de capital extranjero

La entrada de empresas aseguradoras extranjeras obedeció sobre todo a razones de posicionamiento ante las perspectivas de integración de España en la Unión Europea y al hecho de que el mercado asegurador español poseyera un elevado potencial de crecimiento, pues la relación primas brutas/habitante se encontraba bastante alejada de la media comunitaria. Este proceso consistió frecuentemente en la adquisición de empresas en dificultades económicas y financieras, muchas veces abocadas a procesos de quiebra. La situación de las empresas adquiridas, unido al desconocimiento del sector y a los altos precios pagados en muchas ocasiones, motivó que las rentabilidades alcanzadas a corto plazo fueran desfavorables (Rochina y Picazo, 1996, 164).

c) Acercamiento de la actividad bancaria y aseguradora

La mayoría de bancos y cajas de ahorros, decidieron crear sus propias empresas aseguradoras o adquirir participaciones en otras entidades de seguros. En esta línea, es posible constatar en el período 1980-1989 una clara tendencia a incrementarse el grado de concentración del sector asegurador (Martínez Rego, 1992, 39).

Como indica De Lecea (1991, 46-47) este acercamiento constituye un proceso de mutua conveniencia que beneficia a ambas actividades. Para la banca supone un incremento de sus recursos a largo plazo, pues el ramo de seguros de vida presenta un potencial de crecimiento superior al de la banca tradicional y las empresas aseguradoras cotizadas suelen estar mejor valoradas que los bancos para un mismo nivel de endeudamiento. Por su parte, las aseguradoras pueden aprovechar las densas redes de sucursales de las que dispone los bancos y cajas de ahorro españolas, pues hay que recordar que éstas últimas han basado una buena parte de su capacidad competitiva no en la reducción de precios, sino en la proximidad geográfica al cliente, lo que puede reportar un ahorro en costes de distribución para las entidades aseguradoras.

Ahora bien, esta unión no se encuentra exenta de dificultades, las cuales pueden proceder para la banca de las repercusiones negativas que para su imagen frente a los clientes, pueden derivarse de la resolución de siniestros problemáticos. Mientras que para las entidades aseguradoras existe el peligro de que el personal de la banca no esté suficientemente incentivado y adiestrado en la labor aseguradora, sobre todo si pensamos en los nuevos productos aseguradores relativos al ramo de vida. Ello sin contar con los problemas inherentes al conflicto de culturas empresariales.

d) Cambio en la forma social de las entidades aseguradoras

Otra de las manifestaciones del período se concretó en el descenso de número de mutuas (a poco menos de la mitad en el período 1980-1992) en favor de las sociedades anónimas, tal fenómeno se produjo principalmente por los siguientes motivos (Esteban Jodar, 1993, 20; Picazo Tadeo, 1995a, 170):

- Por presentar una forma legal más rígida que impide, por ejemplo, las aportaciones de fondos en períodos de crisis, lo que motivó que parte de estas entidades se transformaran en sociedades anónimas.

- Una parte importante de estas empresas se dedicaban al ramo de automóviles, el cual ha presentado enormes pérdidas y ha motivado numerosas dificultades de solvencia a las entidades aseguradas a él dedicadas, de manera que, ello ha propiciado un descenso del número de mutuas.

IV.1.2. EVOLUCIÓN EN LOS AÑOS NOVENTA: PERSPECTIVAS FUTURAS

Entre los rasgos más destacados de la evolución seguida por el sector asegurador durante los años noventa cabe constatar:

- La persistencia en el descenso del número de entidades que operan en el sector. Si bien siguen manteniéndose los rasgos generales de carácter estructural, esto es, importantes grados de concentración en torno a unas pocas entidades líderes y un elevado grado de dispersión con un gran número de pequeñas entidades que controlan pequeñas cuotas de negocio (Dirección General de Seguros, 1997d, 57).
- La continuidad de la concurrencia entre la actividad bancaria y aseguradora, beneficiándose ésta última de las innovaciones tecnológicas realizadas en el sistema financiero, lo que ha supuesto una mejora en la gestión de las empresas aseguradoras y, una información más ágil de los riesgos asumidos; así como una disminución de los costes de intermediación y distribución al compartir los canales de distribución de la banca y, desarrollarse otras fórmulas de comercialización tales como las desarrolladas a través de líneas telefónicas. A la par, que también se han implantado políticas de reestructuración y redimensión de plantillas.
- Un descenso en la entrada de capital extranjero. En este último aspecto, una de las razones de tal disminución fue la desregulación y liberación del mercado asegurador como consecuencia de la incorporación de la normativa comunitaria que formula un Espacio Comunitario Único en el mercado asegurador.

El proceso de reducción del número de entidades aseguradoras que operan en el mercado ha continuado vivo durante los años noventa. En este sentido, en 1991 se hallaban inscritas 641 entidades, mientras que en 1994 el número había descendido hasta 525, aunque existían 89 entidades en liquidación con lo que las entidades operativas eran sólo 436 (Dirección General de Seguros, 1995b, 45).

Entre las causas de este descenso se encuentra la crisis económica y el cambio de la legislación. En efecto, la Ley 30/1995 supone, por un lado la incorporación en España de las directivas comunitarias en materia aseguradora, lo que conlleva la creación de un Único Espacio Económico, en el que las aseguradoras de otros países comunitarios no necesitan crear compañías en España para poder operar en nuestro mercado asegurador. Y, por otro lado, esta nueva Ley comporta el incremento de los capitales exigidos y el endurecimiento de las medidas de control, lo que probablemente alentará a las entidades de menor tamaño a emprender estrategias de concentración a fin de cumplir los nuevos requisitos legales en relación con la cuantía del capital social y las dotaciones de provisiones y márgenes de solvencia, a la vez que desalentará la entrada de nuevos inversores decididos a crear nuevas empresas.

Durante este período se ha producido, pues, una ralentización en la intervención de entidades extranjeras en el mercado español, debido a la creación del indicado Marco Económico Europeo.

Además, otra nota característica durante este período, en línea con lo sucedido en la década precedente, consiste en la persistencia para el total del sector, de resultados técnicos negativos durante todo el período, aunque con una marcada tendencia descendente que sólo se rompe durante el año 1995. Asimismo, se produce un incremento continuado de las primas adquiridas, frenado igualmente durante 1995 (Dirección General de Seguros, 1997d, 217).

Por último, de acuerdo con la opinión expresada por Rodríguez Sáiz *et al.* (1996, 373-374) las expectativas de crecimiento del ramo de vida son mucho mejores que las de los restantes ramos, aunque no se trate del *boom* de los seguros diferidos a prima única acaecido durante 1986, pues han desaparecido los incentivos fiscales que propiciaron el nacimiento de éste último.

IV.1.2.1. Perspectivas de futuro

Según el Informe del sector seguros elaborado por la Dirección General de Seguros en el año 1996 (1997d, 61) el nivel medio de aseguramiento por habitante se encuentra todavía lejos de la media alcanzada en los países comunitarios. En este línea, en el año 1995 este índice se situaba en España en el 528,4 mientras que la media comunitaria era de 1.184,1. Asimismo la relación, primas brutas seguro directo/PIB a precios de mercado era menor en España (el 4,83 por ciento) que para el promedio comunitario (6,90 por ciento). Aunque en este período se produjo un notable crecimiento de la actividad aseguradora, la cual se centró esencialmente en el ramo de vida, debido a la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas.

Estos datos permiten pensar en la existencia de un potencial de crecimiento del sector asegurador. Además el nivel de aseguramiento de un país se halla ligado positivamente al desarrollo económico que éste alcanza y, en este sentido los datos económicos relativos al año 1996 y 1997 permiten un cierto optimismo en una evolución favorable de la economía española, que podría, por tanto, significar un crecimiento del sector asegurador.

Otro factor que podría incidir positivamente en esta actividad económica radica en las dificultades de mantener el actual sistema de seguridad social, lo que ha incentivado la constitución de fondos de pensiones y, la contratación de seguros sanitarios privados, fenómeno que puede intensificarse en los años futuros y redundar, en definitiva, en un crecimiento del sector asegurador.

Por último, no podemos olvidar que los procedimientos de fusión y, en definitiva, concentración, pueden contribuir a mejorar la competitividad de las empresas y significar una respuesta más rápida a las futuras necesidades de cobertura del marco económico español. A la par que el desarrollo de los mercados financieros también desempeñará un papel positivo.

IV.2. RASGOS CARACTERÍSTICOS DE LAS FUSIONES EN EL SECTOR ASEGURADOR ESPAÑOL

La regulación de las operaciones de fusión de entidades aseguradoras, se encuentra estipulada en el artículo 23 de la Ley 30/1995, y en todo aquello no regulado expresamente y, en la medida en que no se oponga a la misma, por el TRLSA.

Los aspectos jurídicos de las fusiones de entidades aseguradoras son, pues, en esencia similares a los relativos a las sociedades anónimas, aunque con su particular idiosincrasia. Y así, de acuerdo, con la antigua regulación por la que se desarrollaban determinados preceptos del anterior Reglamento de Ordenación del Seguro Privado (Uría, 1995) se concedía un plazo de un mes para que los asegurados, y no los acreedores ajenos a la entidad como sucedía en el TRLSA, pudieran expresar su disconformidad con la operación de fusión. En efecto, no hay que olvidar que el pasivo exigible de mayor importancia en las entidades aseguradoras se encuentra en las provisiones técnicas, las cuales representan las obligaciones asumidas por la empresa frente a los asegurados.

En la nueva regulación se indica que cualesquiera entidades aseguradoras podrán fusionarse en una sociedad anónima de seguros y las sociedades anónimas de seguros podrán absorber entidades aseguradoras, cualquiera que sea la forma que éstas revistan. Mientras que las mutuas y cooperativas a prima fija sólo podrán fusionarse entre entidades de su misma naturaleza y lo mismo sucede en relación con las mutuas y cooperativas a prima variable.

Estas restricciones referidas a mutuas y cooperativas a prima variable tratan de evitar que sus asegurados, socios de una mutua a prima variable, no pasen a serlo de mutuas a prima fija, en las que contarían con menores garantías de recibir indemnizaciones en caso de siniestro (Lozano Aragüés, 1993b, 20).

Hay que destacar que, de acuerdo con la Ley 30/1995, las entidades aseguradoras no podrán fusionarse con entidades no aseguradoras, ni absorberlas, ni ser absorbidas por entidades no aseguradoras. Esta restricción legal, supone que únicamente puedan realizarse fusiones de carácter horizontal, aunque ello no impide que las entidades que se fusionan pertenezcan o se hallen dominadas por otro tipo de empresas, tales como bancos o cajas de ahorros. Si bien, excepcionalmente el Ministerio de Economía y Hacienda podrá autorizar fusiones distintas, siempre que ello no menoscabe las garantías financieras de las empresas

aseguradoras envueltas en la fusión, los derechos de sus asegurados y la transparencia en la asunción de las obligaciones derivadas de los contratos de seguro.

Por otro lado, con respecto a la fusión o absorción de entidades aseguradoras se establece que serán de aplicación las letras a), b), c) y d) del número 1 del artículo 22 relativo a la “cesión de cartera”. En estos preceptos se establece la necesaria autorización por parte del Ministerio de Economía y Hacienda para llevar a cabo estas operaciones, el sometimiento de las relaciones laborales existentes en el momento de realizar tal operación a lo dispuesto en el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores, la existencia en la entidad cesionaria de provisiones técnicas suficientes y el margen de solvencia y, el hecho de que la cesión no supondrá la resolución de los contratos cedidos siempre que la entidad aseguradora concesionaria quede subrogada en todos los derechos y obligaciones que incumbían a la cedente en cada uno de los contratos, salvo que se trate de mutuas y cooperativas a prima variable o de mutualidades de previsión social.

Ello pone de manifiesto la cercanía de estas dos figuras en el ámbito asegurador, es decir, los procedimientos de fusión y los de cesión de cartera. No obstante, en nuestro estudio empírico únicamente nos referiremos a las primeras.

IV.2.1. EVOLUCIÓN EN LOS AÑOS OCHENTA

Durante los años ochenta los procedimientos de concentración en general, y dentro de ellos las fusiones, han sido uno de los instrumentos empleados para lograr una reestructuración del sector asegurador, que intenta atajar uno de sus principales problemas, cual es la gran atomización del sector con un número excesivo de empresas, de tamaños muy pequeños, muchas veces abocadas a la quiebra, a fin de que fueran capaces de afrontar con éxito las necesidades de recursos que se precisan para abordar con éxito su objeto social y el reto que suponía la integración en la Unión Europea.

En esta línea, la anterior Ley 33/1984, de 2 de agosto, sobre Ordenación del Seguro Privado, en su exposición de motivos, entre los propósitos que deseaba alcanzar, se incluía explícitamente fomentar la concentración de entidades aseguradoras y, consiguientemente, la reestructuración del sector con el fin de propiciar la creación de grupos y empresas más competitivos nacional e internacionalmente y con menores costes de gestión.

Junto a los anteriores motivos, la necesaria adaptación a los requisitos sobre capitales y solvencia establecidas por dicha ley, supuso la realización de fusiones, que

unidas a las operaciones de cesión de carteras afectaron a un total de 189 entidades (Dirección General de seguros, 1995b).

Esta fase de concentración en lo que corresponde a las fusiones, parece que se llevó a cabo sobre todo entre sociedades españolas, puesto que las entidades aseguradoras extranjeras fueron más proclives a la adquisición de participaciones accionariales. A este respecto en el cuadro 67 se muestran el número de operaciones realizadas clasificadas por períodos y países.

CUADRO 67

Fusiones en el sector asegurador en el período 1986-1991

POR PAÍSES(*)			POR PERÍODOS		
	Nº	%		Nº	%
España	96	80	1986	22	18,33
Francia	16	13,1	1987	36	30
Reino Unido	1	0,9	1988	22	18,33
Italia	1	0,9	1989	8	6,67
Holanda	2	1,7	1990	21	17,5
Suiza	4	3,4	1991	11	9,17
TOTAL	120	100	TOTAL	120	100

(*) La clasificación se ha realizado atendiendo al país de origen de la empresa resultante.

Fuente: elaboración propia a partir de Rochina y Picazo (1996, 159 y 162).

En su estudio los profesores Rochina y Picazo (1996, 150, 161- 162) comprobaron que entre las distintas formas de concentración empresarial llevadas a cabo en el período considerado, las fusiones en sus modalidades de constitución de nueva sociedad y absorción representaron más de la mitad de las operaciones analizadas (el 56, 1 por ciento), 120 operaciones sobre un total de 214. Sin embargo, cuando nos centramos en operaciones exclusivamente de fusión lideradas por empresas extranjeras, esta forma de penetración en el mercado asegurador español representa una menor proporción que las adquisiciones mayoritarias, quizás motivadas por la mayor complejidad legal que entraña un proceso de fusión frente a la adquisición de acciones. En efecto, de estas 120 operaciones durante el período de estudio, 96 (el 80 por ciento) presentaron un carácter nacional, mientras que

20 se efectuaron con países de la Unión Europea, siendo Francia el país con mayor número de operaciones, con 16, seguido de Holanda, con 2. Si bien, Suiza, único país no comunitario con el que tuvo lugar operaciones de fusión, representó 4. En resumen, por orden de importancia atendiendo al número de fusiones realizadas cabe citar: Francia, Suiza, Holanda, Italia y Reino Unido; destacando la ausencia de las grandes multinacionales norteamericanas y japonesas.

Estos mismos autores indican que estas compañías extranjeras emplearon fundamentalmente las dos siguientes vías para penetrar en el mercado español en lo que concierne al empleo de fusiones:

- Una consistente en la adquisición de dos compañías nacionales, algunas realizadas a principios de los ochenta, para proceder después a su fusión.
- Otra que se concreta en el establecimiento de una delegación extranjera en España que posteriormente se transforma en sociedad anónima filial y sirve como plataforma para absorber o adquirir entidades nacionales.

En resumen, la gran mayoría de operaciones de fusión en el sector asegurador fueron lideradas por empresas españolas, sólo una pequeña parte de empresas extranjeras emplearon esta fórmula para penetrar en el mercado asegurador español, siendo las entidades aseguradoras francesas las que mayor volumen de operaciones encabezaron, representando el 66,7 por ciento del total de fusiones realizadas con empresas extranjeras. Parece, pues, que las empresas españolas ante el reto del nuevo Espacio Económico Europeo, y la introducción de la Ley 33/1984 llevaron a cabo procedimientos de fusión.

IV.2.2. EN LOS AÑOS NOVENTA: PERSPECTIVAS FUTURAS

El refuerzo de la competencia en el mercado y de los niveles de garantía técnica y financiera propiciaron numerosos procesos de concentración que, a diferencia de los realizados en los primeros años de la década de los ochenta, esta vez sí que han afectado a entidades relevantes del sector (Esteban Jodar, 1993, 18).

Durante los años noventa, tal como pusimos de manifiesto en el primer capítulo de este trabajo, las fusiones celebradas se caracterizaron por realizarse a través de la modalidad legal de la absorción y no mediante la constitución de nuevas sociedades.

En el año 1994 se produce un notable incremento de las fusiones, las razones explicativas pueden hallarse, ya no tanto en problemas de solvencia de las entidades absorbidas tal como sucedía durante las fusiones efectuadas en la década anterior, sino sobre todo en la necesidad de mejorar la gestión, sustentada esencialmente en la reducción de los costes de las redes comerciales.

El número de empresas que participaron en procedimientos de fusión durante el período 1990-1996 puede verse en el cuadro 68.

De acuerdo con estos últimos datos cabe destacar los siguientes rasgos:

- De las dos modalidades de fusión existentes, es decir, la fusión por constitución de nueva sociedad y la absorción, en la totalidad de las operaciones se empleó este último procedimiento legal.
- La inmensa mayoría de operaciones se llevaron a cabo entre sociedades anónimas, ya que el número de sociedades que participaron en fusiones representó el 91,6 por ciento del total de entidades participantes. Es más, a partir de 1992, apenas se realizan fusiones en las que participen mutuas ni capitalizadoras.
- Un total de 86 sociedades anónimas fueron absorbidas, por 45 sociedades anónimas que actuaron como absorbentes. Lo que pone de manifiesto que una serie no muy amplia de sociedades llevó a cabo una estrategia de concentración empresarial consistente en la absorción de sociedades, teniendo en cuenta que el número medio en el período de sociedades anónimas inscritas en el Registro Administrativo de Entidades Aseguradoras de la Dirección General de Seguros se sitúa en torno a las 365 (a este respecto, puede verse el cuadro 73).
- El mayor número de acuerdos de fusión realizados entre sociedades anónimas se realizó durante 1991, para luego reducirse a más de la mitad los dos años siguientes y presentar un nuevo crecimiento en 1994, aunque durante los dos últimos años el número de acuerdos vuelve a disminuir, si bien en 1996 se experimenta un pequeño incremento en relación con 1995.

CUADRO 68

Fusiones de entidades aseguradoras en el período 1990-1996

FORMA SOCIAL- PERÍODO	SOCIEDADES ANÓNIMAS		MUTUAS		CAPITALIZADORAS		TOTAL					
	Absorbidas	Absorbentes	Total	Absorbidas	Absorbentes	Total	Absorbidas	Absorbentes	Total			
1990	4	4	8	—	—	—	—	—	4	4	8	
1991	27	7	33*	2	2	4	1	1	2	30	10	40
1992	10	6	16	2	2	4	—	—	—	12	8	20
1993	9	4	13	—	—	—	—	—	—	9	4	13
1994	15	13	28	—	—	—	—	—	—	15	13	28
1995	9	5	14	1	1	2	—	—	—	10	6	16
1996**	12	6	18	—	—	—	—	—	—	12	6	18
TOTAL	86 (93,5)	45 (88,2)	130 (91,6)	5 (5,4)	5 (9,8)	10 (7)	1 (1,1)	1 (2)	2 (1,4)	92 (100)	51 (100)	142 (100)

* La entidad "Dapa, S.A. de Seguros y Reaseguros" actúa a la vez como absorbente y absorbida.

** Datos provisionales.

Fuente: elaboración propia en base a los datos de la Dirección General de Seguros (1991,1992, 1993, 1994, 1995,1996, 1997a,1997b, 1997c).

IV.2.2.1. Perspectivas de futuro

La evolución en el futuro más cercano de los procedimientos de fusión, se encuentra influenciada por un conjunto de factores de carácter positivo y negativo, dependiendo de la intensidad que cobren unos y otros, así será el devenir de las operaciones de fusión. Entre los factores favorables destaca el atractivo que sigue presentando el mercado asegurador español en el que aún existen perspectivas de crecimiento, así como la recuperación económica iniciada a partir de 1994, que puede ser un acicate para la intensificación de procedimientos de fusión. Asimismo, la Ley 30/1995 supone un incremento en las garantías financieras exigidas, explicitadas en la constitución de provisiones técnicas, margen de solvencia y fondo de garantía, lo que podría influir también en la decisión de fusionarse empresas con el fin de lograr una mejor situación financiera. Además, aún sigue persistiendo en el sector un notable grado de atomización empresarial.

En este sentido, Rodríguez Sáiz *et alt.* (1996, 374) señala que es previsible que se produzcan concentraciones entre empresas de tamaño mediano debido al nuevo marco normativo, teniendo en cuenta que, además, se impone una nueva visión de los costes de gestión.

En cambio, uno de los elementos negativos que podrían incidir en la disminución del número de operaciones sería la posibilidad de acceder al mercado español por parte de las entidades aseguradoras comunitarias, sin necesidad de llevar a cabo procedimientos de fusión, como consecuencia de la introducción de la normativa comunitaria y la incorporación al Espacio Económico Europeo, lo cual puede repercutir en una disminución del número de estas operaciones. Si bien, de acuerdo con los datos relativos a los años ochenta, las operaciones en las que participaron sociedades comunitarias apenas representaban el 20 por ciento del total, por lo que, cabe pensar que, la repercusión en el ámbito de las fusiones no será muy relevante.

IV.3. CONTABILIDAD DE LAS EMPRESAS ASEGURADORAS

Las peculiares características que presenta la actividad del sector asegurador, han determinado que presente un tratamiento contable específico y propio, y en este línea, las estructuras del balance de situación y de la cuenta de pérdidas y ganancias se apartan de las previstas en el PGC. Aunque, quizás el rasgo más significativo sea la enorme dificultad existente para discernir dentro de las masas patrimoniales del activo y pasivo del balance qué partidas presentan un carácter circulante y cuáles fijo. Este obstáculo aparece reconocido de forma explícita en la Orden Ministerial de 24 de abril de 1991, por la que se establece la aplicación en el tiempo del Plan General de Contabilidad a las entidades aseguradoras. En efecto, si centramos en primer lugar nuestra atención en el pasivo, resulta problemático clasificar las partidas de provisiones técnicas como pasivo a largo o corto plazo, debido a que, pese a que tales representan las obligaciones del asegurador con los asegurados, no se puede conocer en qué fecha se producirá el vencimiento de estas obligaciones, pues normalmente depende de que se produzca un evento de carácter aleatorio.

Esta misma dificultad se encuentra en el activo en relación con las inversiones materiales y financieras en las que se materializan las citadas provisiones técnicas. Por esta razón no se exige la formulación en la memoria anual del cuadro de financiación, pues la función de éste último estado contable, es analizar las variaciones del capital circulante y la capacidad de la empresa para generar recursos que permitan financiar el ciclo de explotación.

En esta línea, señala Maestro Martínez (1994, 10) que tal impedimento alcanza incluso a los inmuebles, los cuales no se adscriben al inmovilizado sino a inversiones, ya que son susceptibles de realización para el pago de siniestros como cualquier otra inversión, aunque en la práctica, debido a la afluencia de tesorería que supone el cobro de primas, no suelen enajenarse. Asimismo, el concepto de existencias contemplado en el PGC, no es aplicable al ámbito de las empresas aseguradas, salvo contadas excepciones.

Si bien, Fernández y Maestro (1991, 518-523) establecen una interesante clasificación de las masas patrimoniales según los patrones clásicos, distinguiendo dentro del activo aquellas masas patrimoniales que pertenecen al activo fijo y circulante y, a su vez dentro del pasivo el neto patrimonial, pasivo exigible a largo y el pasivo exigible a corto plazo o pasivo circulante. Aunque, puntualizan que esta clasificación puede resultar

especialmente interesante cuando se realiza una comparación con otros sectores, mientras que, cuando nos refiramos exclusivamente al ámbito asegurador, el análisis patrimonial puede efectuarse siguiendo la clasificación prevista en la pertinente regulación legal, que se encuentra recogida en el Orden Ministerial de 30 de julio de 1981.

Esta idiosincrasia contable del sector asegurador se reconoció explícitamente en la Cuarta Directiva relativa a las cuentas anuales y criterios de valoración de las sociedades que limitan la responsabilidad de sus socios, cuando se indicó que la misma no sería de aplicación para la actividad aseguradora y bancaria, habida cuenta de las grandes peculiaridades de estas actividades.

Esta normativa comunitaria relativa al sector asegurador en el marco comunitario se desarrolló mediante la Directiva 91/674/CEE, relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de las empresas de seguros.

La reciente regulación contable para las entidades aseguradoras se estableció en la adaptación del Plan General de Contabilidad de 1973 a las entidades de seguros, el cual fue aprobado por la Orden de 30 de julio de 1981, cuya estructura de balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias puede verse en los siguientes cuadros:

CUADRO 69

Estructura del balance de situación de las empresas aseguradoras (adaptación al Plan general de Contabilidad 1973)

ACTIVO		PASIVO	
I.	ACCIONISTAS, por desembolsos no exigidos	I.	CAPITALES PROPIOS
II.	INMOVILIZADO	II.	PROVISIONES TÉCNICAS
III.	INVERSIONES	III.	PROVISIONES PARA RESPONSABILIDADES Y GASTOS
IV.	PROVISIONES TÉCNICAS DEL REASEGURO CEDIDO Y RETROCEDIDO	IV.	DEPÓSITOS RECIBIDOS POR REASEGURO CEDIDO Y RETROCEDIDO
V.	CRÉDITOS	V.	DEUDAS
VI.	CUENTAS DE AJUSTE POR PERIODIFICACIÓN	VI.	CUENTAS DE AJUSTE POR PERIODIFICACIÓN
VII.	EFFECTIVO EN BANCOS Y OTROS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO, EN CAJA Y CHEQUES		

CUADRO 70

**Estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias
de empresas aseguradoras
(adaptación al Plan general de Contabilidad de 1973)**

DEBE		HABER	
I.	GASTOS TÉCNICOS	I.	PRIMAS Y RECARGOS
II.	COMISIONES Y OTROS GASTOS DE EXPLOTACIÓN	II.	OTROS INGRESOS DE EXPLOTACIÓN
III.	GASTOS FINANCIEROS	III.	INGRESOS FINANCIEROS
IV.	PÉRDIDAS EXCEPCIONALES	IV.	BENEFICIOS EXCEPCIONALES
V.	IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES	V.	PÉRDIDA DEL EJERCICIO
VI.	BENEFICIO DEL EJERCICIO DESPUÉS DE IMPUESTO		

Como consecuencia de la promulgación del nuevo Plan General de Contabilidad de 1990 y, en tanto, se producía el desarrollo de la nueva adaptación sectorial, a esta normativa contable se añadió la Orden Ministerial de 24 de abril de 1991, de adaptación en el tiempo del Plan General de 1990 a entidades aseguradoras, por la que se estableció la aplicación de la primera y quinta parte del nuevo Plan General de Contabilidad a las entidades aseguradoras. Posteriormente aparecía la Orden de 28 de diciembre de 1992, sobre valoración de inversiones en valores negociables de renta fija por las entidades aseguradoras.

Asimismo, a la anterior normativa contable, hay que agregar las disposiciones contenidas en el Reglamento que desarrolla la antigua Ley 33/1984, de 2 de agosto, sobre Ordenación del Seguro Privado, en el cual se establece entre otras cuestiones en relación con el ámbito contable (Sansalvador, 1996, 837):

- La obligatoriedad de que coincidan ejercicio económico y año natural.
- La obligación de elaborar, al margen de los libros de contabilidad exigidos por el Código de Comercio y otras disposiciones legales otra serie de documentos, en concreto:

- Estado de movimientos de las cuentas, según el desglose establecido en el Plan General de Contabilidad de Seguros.
- Listado de pólizas y suplementos emitidos.
- Listado de siniestros.
- Listado de inversiones
- Cuadernos de cálculos de las provisiones técnicas

La aprobación de la Ley 30/1995 que nace como consecuencia de la necesaria adaptación de la normativa española a la comunitaria y la activa dinámica transformadora de la actividad aseguradora, ha supuesto un nuevo marco de referencia en el ámbito contable puesto que, aunque de forma sucinta, en su artículo 20 se regula la contabilidad y el deber de consolidación de las entidades aseguradoras. Las notas más destacables de la misma son:

- a) La supremacía de las normas contables específicas referidas a las entidades aseguradoras sobre las restantes, esto es, las contempladas en el Código de Comercio, el Plan General de Contabilidad y demás disposiciones de la legislación mercantil en materia contable.
- b) El deber de llevar contabilidad separada, una para el ramo de vida y, otra para los ramos de accidente o enfermedad, cuando se trate de empresas aseguradoras que operen en dichas ramos.

Por lo que se refiere a los grupos consolidables de entidades aseguradoras, éstos se hallan sujetos al deber de consolidación de acuerdo con lo establecido en el art. 20, las normas que lo desarrollen y, subsidiariamente las normas contenidas en el artículo 42 a 29 del Código de Comercio y demás aplicables de la legislación mercantil.

Ahora bien, esta nueva regulación contable ha de verse completada por el Reglamento que desarrolle la Ley 30/1995, así como el nuevo Plan contable de las entidades de seguros en virtud de la disposición final 1.^a prevista en el PGC, del que existe un borrador en avanzado estado de elaboración.

Este Borrador del Plan contable se halla inspirado, como era necesario, en la Directiva comunitaria 91/674/CEE, aunque sin suponer tampoco una ruptura con el contenido del actual PGC. Uno de los principales objetivos de dicha Directiva es lograr la comparabilidad de la información financiera, así como unas reglas comunes en el Espacio Económico Europeo para el reflejo contable de las distintas operaciones de las entidades

aseguradoras. Entre las características contables más significativas de tal Directiva (Lozano Aragüés, 1996, 22-34) cabe citar:

- La existencia de un único formato de cuentas anuales, independientemente del tamaño de las empresas.
- Se establece una única estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias, la cual es en forma de lista y, se encuentra dividida en: “cuenta técnica vida”, “cuenta técnica no vida” y “cuenta no técnica”.
- Las normas de valoración establecidas son el precio de adquisición y el valor actual establecido en forma de valor de mercado.

Por lo que se refiere al Borrador de Plan de Contabilidad de las Entidades Aseguradoras, cabe destacar (Maestro Martínez, 1994, 8-16; Monclus y Rueda, 1997, 5-15) y, en línea con lo previsto en la Directiva 91/674/CEE, aparte de las indicaciones anteriores los siguientes rasgos:

- El carácter obligatorio de las cinco partes que integran el PGC; esto es, la primera referida a los principios contables, la segunda al cuadro de cuentas, la tercera a las definiciones y relaciones contables, la cuarta a las cuentas anuales y la quinta a las normas de valoración.
- Los principios contables son similares a los previstos en el PGC, si bien su aplicación presenta un carácter más flexible y así, por ejemplo, las inversiones relativas a pólizas en las que el tomador del seguro asume el riesgo de la inversión se valoran por su valor actual, en contra del principio de precio de adquisición.
- El concepto de imagen fiel establecido en este Borrador de Plan es el que se deriva exclusivamente de la aplicación de los principios contables obligatorios previstos en su primera parte.
- La estructura del balance de situación es muy semejante a la prevista en la anterior regulación, aunque destacan como novedades la inclusión en el pasivo de una partida relativa a ingresos a distribuir en varios ejercicios y de nuevas provisiones técnicas.

- En la memoria se prevé la formulación de un estado de flujos de tesorería debido a las dificultades de discernir entre el largo y corto plazo, a la vez que se incluyen referencias sobre la evolución de los recibos pendientes de cobro, las características de los contratos de reaseguro o las condiciones técnicas de las principales modalidades de seguro de vida, así como al resultado técnico-financiero por ramos y, sobre todo, información relativa a la cobertura de provisiones técnicas y al margen de solvencia.
- Las normas de valoración, cuestión sobre la que la Directiva 91/674/CEE ofrece una gran libertad a tenor de las grandes discrepancias existentes entre la normativa de los países comunitarios, pues en el Reino Unido a la hora de valorar las inversiones materiales y financieras se siguen precios de mercado, a diferencia de los países comunitarios continentales. Por lo que respecta a España, conviene destacar las normas de valoración relativas a las inversiones financieras, y dentro de ellas especialmente los valores de renta fija, los cuales representa más del 50 por ciento del activo de las entidades aseguradoras. Estos se valorarán por su precio de adquisición, corregido, en su caso, por las correspondientes provisiones por depreciación cuando el valor de realización de dichos títulos sea inferior a su precio de adquisición, calculándose dicho valor de realización como el resultado de actualizar a la fecha del balance, los flujos financieros futuros derivados del valor en cuestión, empleando la tasa de actualización vigente en el mercado.

IV.4. EVIDENCIA EMPÍRICA PREVIA SOBRE FUSIONES

Al analizar las causas que desencadenaban la realización de fusiones, observamos que cabía distinguir fundamentalmente dos líneas interpretativas, una basada en la teoría neoclásica, que sostenía que las fusiones debían llevarse a cabo siempre que reportaran un incremento de la rentabilidad y rendimiento para los accionistas de las empresas fusionadas y, otra que sostenía que, en numerosas ocasiones se realizaban porque satisfacían los intereses de los altos directivos de las empresas involucradas, es decir, el enfoque “gerencial”.

Teniendo en cuenta, estas dos posiciones de la doctrina, a la hora de evaluar los

resultados derivados de las fusiones empresariales se han seguido dos grandes vías de actuación. Una que cabría situar en la primera línea interpretativa, en la que se trata de medir el resultado de los procesos de fusión para los accionistas de las empresas participantes, en la que se toma como base las cotizaciones bursátiles de los mercados de capitales.

Mientras que, existe un segundo enfoque de análisis que no sólo se centra en evaluar los resultados que las operaciones de fusión conllevan para los accionistas, sino también para un colectivo más amplio de agentes, entre los que cabe incluir al alto *staff* gerencial de las empresas y a los acreedores. Esta última forma de investigación, a diferencia de la anterior, emplea como base la información contable relativa a las empresas participantes en los procesos de fusión.

En suma, puede decirse que la investigación empírica sobre fusiones ha girado en torno a las dos grandes vertientes, a saber:

- a) Una basada en el mercado de capitales, en la que se trata de medir los resultados que las operaciones de fusión tienen sobre los valores bursátiles de las empresas cotizadas que se fusionan y, en consecuencia, los efectos que reporta la operación para los accionistas de las empresas que se fusionan.
- b) Otro, que tomando como base la información contable de las empresas que se fusionan pretende comprobar los resultados que tales operaciones de fusión suponen para un colectivo más amplio de agentes económicos, entre los que se incluyen los acreedores.

Antes de profundizar en las principales características de ambos enfoques, quisiéramos significar que, a nuestro juicio, la primera forma de investigación, dado que se halla limitada a empresas cotizadas, presentará un mayor interés en los países anglosajones en los que el número de empresas que cotizan en bolsa y la importancia de su accionariado es mucho mayor que en países como España, o de una economía de corte continental en la que el protagonismo de los mercados de capitales es mucho menor y en donde la principal forma de financiación en la generalidad de las empresas sigue residiendo en acreedores como instituciones bancarias y, no en los propios accionistas.

Veamos los rasgos más relevantes que distinguen a ambas modalidades de investigación. Por lo que se refiere a los análisis *ex-post* en el que se emplea la información facilitada por el mercado de capitales, hay que señalar que en ellos se parte de la hipótesis de eficiencia en el mercado, por lo general utilizan como variables de medida las cotizaciones bursátiles o el PER y, suelen no contemplar el año en que se realiza la fusión para soslayar la influencia de las operaciones especulativas que suelen acompañar a un proceso de estas características.

Este tipo de trabajos se ha realizado especialmente en Estados Unidos y el Reino Unido. La mayor parte de estudios concluyen que se produce un incremento de la riqueza para los accionistas de las empresas objeto de los procesos, mientras que no existe unanimidad acerca de los resultados para los accionistas de las empresas que actúan como precursoras de las fusiones⁶⁷.

IV.4.1. EVIDENCIA EMPÍRICA EN EL ÁMBITO ANGLOSAJÓN

En la esfera anglosajona son numerosos los trabajos realizados en ambos sentidos, e igualmente valiosos; pues consideramos que la información que se obtienen desde ambos enfoques resulta fundamental para la comprensión del fenómeno de la fusión empresarial.

Aunque, no es nuestro propósito adentrarnos en las ventajas y desventajas de ambos procedimientos de estudios, si quisiéramos apuntar que:

- Los primeros trabajos se hallan constreñidos únicamente al marco de empresas cotizadas, con lo que, no siempre será posible llevarlos a cabo, en la medida que sólo una parte de las empresas cotizan en bolsa. Si bien, hay que tener en cuenta que para aquellas empresas cotizadas es posible obtener un indicador adecuado de su valor de mercado expresado en el valor de cotización de los títulos de la empresa.
- Mientras que la segunda vía presenta entre sus limitaciones la necesidad de contar con datos contables fiables y durante períodos continuados de tiempo.

⁶⁷ Un estudio detallado de los principales estudios empíricos relativos elaborados a partir de la información relativa a los mercados de capitales puede verse en García Martín (1995, 162- 174); Ballarín *et al.* (1994, 62-71) y Mueller (1977, 315-377).

Otras de las limitaciones que han sido señaladas con relación a la primera vía de investigación son que (Ballarín *et al.*, 1994, 57):

- Los mercados de capitales no son perfectamente eficientes, por lo que para enjuiciar el resultado de una fusión no debe tenerse en cuenta exclusivamente el mercado de capitales, sino además otros procedimientos.
- Suelen centrarse en el estudio del corto plazo, normalmente el año anterior y posterior a la fusión, sin contemplar la situación varios años después de realizarse el procedimiento.
- Los estudios realizados suelen ser normalmente a nivel muy agregado, lo que impide la evaluación de casos individuales.

Por lo que se refiere a los estudios empíricos realizados empleando información contable, tradicionalmente éstos se han caracterizado por utilizar normalmente como variables explicativa la rentabilidad económica y el *cash flow*. No obstante, también han sido señaladas objeciones sobre estas formas de medida. En efecto, la rentabilidad económica se ve afectada, por un lado, por el proceso de reestructuración de las inversiones que suele seguir a los procesos de fusión, tales como la venta del inmovilizado duplicado y; por otro lado, porque el beneficio neto de la fusión también se verá alterado por el impacto de las dotaciones a amortizaciones y provisiones de los activos revalorizados y la amortización del fondo de comercio. Mientras que en relación con la segunda medida, dado que normalmente se emplea el *cash flow* de explotación antes de intereses, ello supone no considerar el coste de la financiación de la operación. Estas limitaciones llevan a considerar como variable de medida más adecuada el empleo de los beneficios por acción (Sierra y Monterrey, 1991, 954-958).

En el cuadro 71, aparecen algunas de las investigaciones más significativas realizadas en el Reino Unido y Estados Unidos empleando datos contables.

CUADRO 71

**Estudios empíricos en Estados Unidos y el Reino Unido
sobre fusiones y adquisiciones a partir de datos contables**

AUTOR Y PAÍS	VARIABLE ESTUDIADA	RESULTADOS
Hogarty (1997) Reino Unido	Rentabilidad económica	Impacto nulo o negativo.
Meeks (1977) Reino Unido	Rentabilidad económica	Mejora el año subsiguiente a la fusión, para disminuir luego hasta el nivel pre-fusión.
Kaplan (1989) Estados Unidos	Cash flow/ activo Cash flow/ ventas	Aumento de ambos ratios.
Healy, Palepu y Rubak (1990) Estados Unidos	Cash flow/ valor de mercado de activos	Aumento notable.

Fuente: adaptado de Sierra y Monterrey (1991, 956).

Meeks (1977, 18-21 y 75) en el Reino Unido realizó un estudio tomado como base empresas industriales, de distribución y de otros servicios en el período 1964-1972, observó que en el período inmediatamente posterior a la operación mejoraba la rentabilidad económica, para disminuir en el siguiente año y llegar en el tercer año después de la fusión al mismo nivel anterior a la fusión. Ahora bien, este estudio no tuvo en cuenta las limitaciones antes señaladas en relación con el uso de la rentabilidad económica como variable de medida.

Por su parte, Kaplan (1989, 220-254) en Estados Unidos en su estudio relativo a 76 operaciones de management buyouts (MBO) de empresas industriales en los años 1980 a 1986, empleando como variables de medida: el cash flow/ activo y cash flow/ ventas, donde considera el cash flow operativo antes de intereses y el valor del activo como la suma del valor de mercado de las acciones y el valor contable de las deudas, llegó a la conclusión de que los procedimientos habían sido favorables para las empresas participantes.

IV.4.2. EVIDENCIA EMPÍRICA EN ESPAÑA

Dentro del ámbito español, y sin el ánimo de realizar una relación exhaustiva sobre las investigaciones empíricas llevadas a cabo sobre fusiones, sí quisiéramos realizar una breve revisión de las principales aportaciones realizadas y la situación actual de la cuestión. A estos efectos, en el cuadro 72 presentamos una síntesis de algunos de los trabajos más significativos realizados sobre fusiones en España.

Vázquez Ordás (1992c, 489-499) realiza un análisis empírico sobre las características de las empresas que son objeto de intentos de absorción, compra y OPAs, para empresas cotizadas industriales y comerciales, empleando el análisis multivariante, durante el período 1983 y 1990, y una muestra de 68 empresas. Utiliza 18 variables que calcula basándose en datos contables y del mercado y obtienen una función discriminante que sólo clasifica correctamente al 66,18 por ciento de las empresas de la muestra, según la cual las empresas objetivo de estas operaciones, por término medio y en relación con las empresas de similar tamaño y actividad, tienen una mayor proporción de reservas acumuladas con respecto a su capital, están más endeudadas, presentan mayor capacidad para hacer frente a sus deudas a corto plazo, tienen un ratio PER superior y un ratio de valoración inferior.

Lagares (1993, 154-173) estudia una muestra de 11 cajas de ahorro que se fusionaron entre 1988 y 1992. En su investigación calcula el siguiente conjunto de indicadores para cada una de las cajas fusionadas, pero considerando el valor que presentan respecto a la media del sector: crecimiento, margen de intermediación, gastos de explotación, margen de explotación, saneamientos y resultados. Los resultados indican que los procesos de fusión inciden negativamente en el crecimiento y de forma positiva en el margen de intermediación, los gastos de explotación, resultados típicos y financieros; mientras que los saneamientos se acrecientan por encima de la media del sector.

Plaza (1993, 174-178) analiza los procesos de fusiones por constitución de cajas de ahorro realizados en el período 1987-1991. Para ello analiza tres ratios: rentabilidad de capitales propios, rentabilidad de activos y, por último, el ratio de endeudamiento (activo total medio / recursos propios medios). Calcula estos indicadores para el agregado de cajas fusionadas y para el agregado de cajas no fusionadas, que son las restantes, incluyendo en este último grupo también las que participan en algún proceso de absorción. Los resultados muestran que el grupo de las cajas fusionadas presenta en el corto plazo menores rentabilidades y mayores endeudamientos que el grupo de cajas no fusionadas, aunque se observa una tendencia a la aminoración de estas diferencias.

CUADRO 72

Estudios empíricos sobre fusiones de empresas en el ámbito español

AUTOR Y AÑO	OBJETO DE ANÁLISIS	DATOS Y PERÍODO	PROCEDIMIENTO	RESULTADOS
Vázquez Ordas (1992).	Características empresas fusionadas.	Empresas cotizadas industriales y comerciales. Período: 1983-1990.	Análisis multivariante.	Las empresas objetivo de fusiones por término medio poseen: mayor proporción de reservas acumuladas en relación a su capital, mayor capacidad para afrontar su deudas a corto plazo, están más endeudadas, un ratio PER superior y un ratio de valoración inferior.
Lagares (1993).	Efectos de procesos de fusión sobre un conjunto de indicadores.	Cajas de ahorros. Período 1988-1992.	Posición respecto a la media del sector de un conjunto de indicadores: crecimiento, margen de intermediación, gastos de explotación, margen de explotación, sancionamientos y resultados.	Pérdida de energía expansiva en las cajas fusionadas y mejora en los gastos de explotación.

AUTOR Y AÑO	OBJETO DE ANÁLISIS	DATOS Y PERÍODO	PROCEDIMIENTO	RESULTADOS
Plaza (1993).	Evaluar efectos de los procesos de fusión sobre un conjunto de indicadores.	Cajas de ahorro. Período: 1985-1992.	Estudia la evolución en cajas fusionadas y no fusionadas de los ratios de: rentabilidad de capitales propios, rentabilidad del activo y endeudamiento.	El grupo de cajas fusionadas es, en el corto plazo, menos rentables y están más endeudadas que las no fusionadas, aunque se observa una tendencia a la reducción de estas diferencias.
García Martín (1994).	Efectos de las fusiones sobre la rentabilidad de los accionistas.	Empresas cotizadas. Período: 1981-1992.	<i>Event-study</i>	Las empresas absorbidas no presentan, en promedio y para períodos de tiempo previos al anuncio ningún resultado significativo. Las empresas absorbentes, tras el anuncio de la fusión presentan rentabilidades inferiores a las esperadas.
García Roa (1994).	Evolución a corto plazo en las cajas fusionadas de las masas patrimoniales, resultados y principales indicadores anteriores y posteriores a la fusión.	Cajas de ahorro. Período: 1988-1991.	Análisis evolutivo y comparado con el total de cajas confederadas de principales rúbricas del balance, resultados e indicadores de calidad de activos, productividad, comerciales, dimensión y gestión global.	Pérdida de posición en penetración, rentabilidad y productividad. Aumento significativo de los costes operativos, especialmente en el año posterior a la fusión.

AUTOR Y AÑO	OBJETO DE ANÁLISIS	DATOS Y PERÍODO	PROCEDIMIENTO	RESULTADOS
Rochina Barrachina (1994).	Características empresas fusionadas.	Empresas aseguradoras. Período: 1986-1992.	Análisis <i>probit</i> y <i>logit</i> .	Las empresas absorbidas, son empresas relativamente pequeñas, con problemas patrimoniales, financieros y de gestión.
Apellániz <i>et. alt.</i> (1996).	Evaluar los efectos de la fusión a partir de datos contables.	Cajas de ahorro. Período: 1989-1993.	Estudio a nivel agregado mediante contrastes bilaterales y estudio individual.	Las entidades fusionadas obtuvieron en promedio, ciertas ventajas en rentabilidad y productividad por empleado.
Mora y Pardo (1996).	Efectos de los procedimientos contables de registro sobre el resultado de la fusión.	Fusión: Iberdrola I e Iberdrola II en 1992.	Análisis <i>ex-post</i> de ratios de rentabilidad y financieros.	La elección del método contable depende de la Teoría seleccionada, según ésta sea, la del Mercado Eficiente, la Contable Positiva o la de Información.
Arbelo y Pérez (1997).	Determinar si las fusiones introducen mejoras en el grado de eficiencia.	Cajas de ahorros fusionadas en 1990.	Modelo de regresión lineal.	Las cajas fusionadas no alcanzan ganancias en el grado de eficiencia.
Monclús (1997).	Estudio de cambios en rentabilidad, productividad y estructura patrimonial de las empresas fusionadas.	Cajas de ahorros. Período: 1985-1995.	Análisis multivariante.	La productividad de los recursos medida como productividad de los recursos humanos presenta un comportamiento desigual, mientras que la rentabilidad de los recursos propios disminuye.

García Martín (1994, 214-225) analiza los efectos sobre la rentabilidad de los accionistas para las empresas absorbentes y absorbidas cotizadas durante el período 1981-1992, con una muestra formada por 27 empresas absorbentes y 11 empresas absorbidas, empleando la técnica del *event study* o estudio del suceso. Según los resultados de esta investigación las empresas absorbidas analizadas no parecen presentar, en promedio y para períodos de tiempo previos al anuncio de la fusión ningún resultado significativo. Sus características principales residen en que los residuos anormales son negativos, es decir, son empresas que para su nivel de riesgo obtienen un rendimiento inferior al esperado. Las empresas absorbentes, por su parte, ofrecen rentabilidades iguales a las esperadas, pues aunque obtienen residuos positivos éstos carecen de significación. Ahora bien, una vez realizado el anuncio de fusión estas empresas empiezan a obtener rentabilidades inferiores a las esperadas.

El estudio de García Roa (1994, 388-426) se centra en 14 acuerdos de fusión y absorción de cajas de ahorro realizadas en el período 1989-1991, de las que resultan seis cajas de ahorros. Para ello realiza un estudio evolutivo y comparado de las principales rúbricas del balance de estas seis cajas indicadas y, asimismo elabora la cuenta de resultados escalar para cada una de ellas, con el fin de detectar la variación de los diferentes márgenes y variables de la cuenta de pérdidas y ganancias y, en tercer, lugar calcula un conjunto de 20 indicadores relativos a la calidad de los activos, productividad, comerciales, dimensión y gestión global, que permitan matizar y ampliar las variaciones detectadas en la cuenta de pérdidas y ganancias y en el balance. Este estudio para las cajas fusionadas se compara con el agregado de las cajas de ahorro confederadas, para medir la magnitud de los cambios experimentados con respecto a la media del sector.

Entre las conclusiones se señalan una reducción de los niveles de apalancamiento y, la falta de resultados favorables durante el primer y segundo año tras la fusión en los niveles de productividad. Además los procesos de integración de las cajas fusionadas suponen un significativo aumento de los costes operativos debido entre otras razones a los incrementos de las dotaciones de amortizaciones por la amortización acelerada de los activos redundantes y la afloración de plusvalías, costes de personal y costes directos a interventores, notarios y registradores, cambios de imagen y logotipos, etc. Además, se produce una pérdida de posiciones en los niveles de penetración y rentabilidad, tanto por el incremento de costes operaciones y financieros como por los efectos sobre los ratios de rentabilidad del incremento de valor de las partidas del balance.

Rochina Barrachina (1994, 139-149) analiza la probabilidad de que una entidad aseguradora resulte objeto de una absorción, esto es, las características específicas que presentan las empresas aseguradoras que resultan absorbidas. Para ello toma como base los datos contables del período 1986-1992 y una muestra de un total de 208 empresas. Emplea la técnica de análisis *probit* y *logit* y observa que las empresas objeto de absorción, por término medio, en relación con las absorbentes, presentan menores ratios de garantía o distancia a la quiebra, sus niveles de solvencia a largo plazo representan garantías menores de cobro para los acreedores, son más pequeñas y consiguen rentabilidades y tasas de crecimiento de rentabilidad más modestas. Por lo que concluye que, han sido absorbidas entidades financieras relativamente pequeñas, con problemas patrimoniales, financieros y de gestión que las conducían a enfrentarse a un horizonte poco sostenible en el medio y largo plazo.

Un análisis *ex-post* de fusiones relativo al efecto de los procedimientos contables de reconocimiento de los procesos de fusión en España, tomando como base la fusión entre las empresas Iberdrola I e Iberdrola II, puede verse en Mora y Pardo (1996, 41-55).

Apellániz *et al.* (1996, 429-457) efectúan un análisis sobre los resultados de los procesos de fusión por constitución realizados entre cajas de ahorro en 1990, en el que participaron 17 cajas de las que nacieron 7 nuevas entidades empleando información de los estados financieros del período 1989 a 1993. Para ello, realizaron un estudio agregado comparando los resultados para el grupo de cajas fusionadas frente a las no fusionadas y, otro estudio de casos individuales. Los resultados del estudio según el primer enfoque, indican que las entidades fusionadas obtuvieron, en promedio, ciertas mejoras en la rentabilidad así como en la productividad por empleado. A través del segundo enfoque, analizan los cambios en las posiciones relativas de cada una de las cajas de ahorro fusionadas.

Más recientemente Arbelo y Pérez (1997, 106-122) analizan si las cajas de ahorro fusionadas durante 1990, han experimentado mejoras en términos de eficiencia medida a través del ratio costes de transformación/activo total, con respecto a las cajas no fusionadas. Con este propósito emplea un modelo de regresión, en el que la variación del anterior ratio constituye la variable dependiente y, se establecen siete variables independientes entre las que se incluyen el número de oficinas, o el incremento de depósito de las cajas. Los resultados indican que no existen mejoras en el grado de eficiencia.

Sobre las fusiones de cajas de ahorro asimismo versa el estudio de Monclús (1997, 35-45), quien estudia la rentabilidad, productividad y estructura patrimonial de las cajas fusionadas en el período 1985-1995. En su trabajo calculó un total de 20 ratios para los

cinco años anteriores a la fusión y para los tres ejercicios posteriores a la misma. Estos mismos indicadores fueron determinados para el grupo formado por el total de cajas de ahorros confederadas, aplicando técnicas de análisis multivariante a las mismas, concretamente el análisis de componentes principales. Las principales conclusiones indican que los resultados respecto a la productividad de los recursos presentan un comportamiento desigual y, en relación con la rentabilidad empresarial la mayor parte de las operaciones presenta valores similares a los existentes antes de llevar a cabo la fusión. Si bien, la rentabilidad de los recursos propios en la mayoría de los casos presenta valores inferiores a los anteriores a la fusión.

Puede concluirse, por tanto, que la mayor parte de las investigaciones se han realizado tomando como base datos contables y se han referido al sector financiero, en particular a las cajas de ahorro; puesto que, el enfoque de estudio basado en la información suministrada por el mercado de capitales, sólo se halla representado por los trabajos de García Martín (1994, 214-225) y Vázquez Ordás (1992c, 489-499).

En cambio, el análisis de las fusiones circunscrito al ámbito asegurador presenta un panorama completamente distinto puesto que, excepto el estudio de las características de las empresas objeto de absorción (Rochina, 1994, 139-149) o, las aportaciones ya citadas de otros trabajos como el de los profesores Rochina y Picazo (1996, 157-168), o en otro sentido los llevados a cabo sobre el nivel de concentración por Martínez Rego (1992, 35-42), estos procesos de reestructuración no han sido objeto de estudio. Precisamente, con el ánimo de mitigar este vacío, analizamos desde un punto de vista empírico, los procesos de fusión en este sector de actividad.

IV.5. ANÁLISIS EMPÍRICO

IV.5.1. OBJETIVO DEL ANÁLISIS

Al analizar un caso real de procesos de fusión en el ámbito español, pretendemos alcanzar un doble objetivo. Por un lado, conocer los efectos económico-financieros derivados de las fusiones para aquellas empresas implicadas. Y, en otro sentido, deseamos constatar la capacidad de la información contable para acometer dicho análisis. En definitiva, se trata de evaluar a partir de la información contenida en los estados contables, los resultados de las operaciones de fusión de empresas aseguradoras.

IV.5.2. DATOS Y VARIABLES ANALIZADAS

Nuestro estudio, como ya pusimos de manifiesto, se centra en el sector asegurador. La elección de este sector de actividad se debe al frecuente empleo, por parte de las entidades aseguradoras, de los procesos de fusión como mecanismo de reestructuración empresarial y, por otro lado, a la disponibilidad de información contable sobre la práctica totalidad de empresas del sector.

En efecto, durante el período 1990-1996 participaron un total de 143 empresas en procedimientos de fusión (véase el cuadro 68).

Si bien, dentro de las diversas modalidades de entidades aseguradoras hemos optado por estudiar las sociedades anónimas, ya que éstas representan la mayoría de las entidades de seguros privadas y, además durante los últimos años han continuado incrementando su presencia en detrimento de otras entidades como mutuas y delegaciones extranjeras, representando en 1994 el 78, 21 por ciento del total de entidades de seguros privados (Dirección General de Seguros, 1995b, 48).

Es más esta tendencia se ha mantenido asimismo en relación con la cuota de mercado detentada por las sociedades anónimas que según datos suministrados por la Dirección General de Seguros (1997c) para el cuarto trimestre de 1996 alcanzaban el 84, 57 por ciento del total frente al 11, 53 por ciento de las mutuas y el 3,90 por ciento de las sucursales extranjeras.

La fuente de información empleada en nuestro estudio son los informes anuales “Seguros privados. Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias” elaborados por la Dirección General de Seguros, dependiente del Ministerio de Economía y Hacienda, relativos a los ejercicios 1990 a 1995. En ellos aparece la relación de entidades aseguradoras fusionadas, así como los estados contables de aquéllas sociedades que cumplieron con la obligación de remitirlos a tal Dirección General y, los miembros de los consejos de administración y dirección de cada una de las sociedades.

Aunque, como la propia Dirección General de Seguros indica en dichos anuarios, en ellos sólo se recogen los estados contables de aquellas entidades que cumplieron con dicha obligación, los datos publicados recogen la inmensa mayoría de entidades que integran el sector. A este respecto puede comprobarse en el siguiente cuadro las escasas diferencias existentes entre el número de empresas autorizadas para operar según el Registro Administrativo de Entidades Aseguradoras y el número de empresas de las que se dispone sus estados financieros. Además hay que subrayar que una parte de las sociedades que no facilitaron su información contable se hallaban inmersas en procesos de liquidación o fusión.

CUADRO 73

Número de sociedades anónimas aseguradoras

PERÍODO	1991	1992	1993	1994	1995
Inscritas en el Registro	421	381	361	341	323
Remiten estados contables	386	370	353	331	312
DIFERENCIA	35	11	8	10	11

Fuente: elaboración propia a partir de datos suministrados por la Dirección General de Seguros (1995b y 1997d) y los informes anuales “Seguros privados. Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias” correspondientes a los ejercicios 1991 a 1995.

Dentro del listado de empresas fusionadas, tal y como hemos dicho, nos referimos exclusivamente a las clasificadas dentro de la clave C, es decir, sociedades anónimas españolas. Y por lo que respecta a la información contable presentada por dichas sociedades, ésta consiste: en el balance de situación y la cuenta de pérdidas de ganancias, elaborados conforme a la adaptación del Plan General de Contabilidad de 1973 al sector asegurador, llevada a cabo a partir de 1982.

En particular en el presente estudio se analizan los procedimientos de fusión referidos al ejercicio 1992, considerando como tales aquellos procesos que concluyeron en dicho año. En este sentido, hay que significar que existen operaciones de fusión, en concreto aquéllas en las que actuaron como empresas absorbentes las sociedades C-112 Axa Gestión de Seguros y Reaseguros, S.A. (antes llamada Mare Nostrum, S.A. de Seguros y Reaseguros) y C-650 Caja de Madrid Vida, S.A. de Seguros y Reaseguros, cuyos procedimientos de fusión se iniciaron en el año 1991 y concluyeron durante 1992, mientras que los restantes se iniciaron y concluyeron durante 1992.

La selección de dicho año como objeto de estudio se debe fundamentalmente a que de este manera era posible disponer de los datos de la situación de partida anterior al inicio de los procedimientos de fusión, en la mayoría el año 1991, aunque en otros casos fue 1990 y; por otro lado, dado que los últimos datos disponibles correspondían al año 1995, era factible observar la evolución de estas operaciones en el transcurso de tres años.

Por otro lado, hemos de subrayar que todas las operaciones realizadas durante 1992 adoptaron la modalidad de la absorción, no apareciendo ninguna fusión por creación de nueva sociedad.

En particular durante el ejercicio 1992 tuvieron lugar las absorciones que exponemos en el siguiente cuadro:

CUADRO 74

Sociedades de seguros fusionadas durante el ejercicio 1992

SOCIEDADES ABSORBIDAS		SOCIEDAD ABSORBENTE	
<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Código</i>	<i>Nombre</i>
C-122	Seguros Individuales y Colectivos de Ahorro sobre la Vida	C-112	Axa Gestión de Seguros y Reaseguros, S.A.
C-138	La Paternal Seguros Industriales, Comerciales y Agrícolas		
C-200	Unión Condal de Seguros y Reaseguros, S.A.		
C-183	Delta de Seguros y Reaseguros, S.A.	C-089	Ges, Seguros y Reaseguros, S.A.
C-271	Renacer Unión, S.A. de Seguros	C-341	Aresa, Seguros Generales
C-372	Previsión Sanitaria Madrileña, Cía. de Seguros, S.A.		
C-466	Igualatorio Médico Quirúrgico San Ignacio, S.A.		
C-594	Munalpre Vida, Cía de Seguros, S.A.	C-690	Prosperity, S.A. de Seguros y Reaseguros*
C-612	Seguros Caja Madrid de Seguros y Reaseguros	C-650	Caja de Madrid Vida, S.A. de Seguros y Reaseguros

* Durante 1994 cambió su denominación social, pasando a llamarse Prosperity, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros.

Las empresas contenidas en el cuadro 74 constituyen, pues, el grupo de empresas fusionadas que han sido estudiadas. Éstas han sido evaluadas frente al grupo de empresas no fusionadas, el cual está integrado por todas aquellas sociedades anónimas que no participaron ni durante 1992 ni en los años sucesivos de nuestro estudio, esto es, hasta 1995, en ningún proceso de fusión. Teniendo en cuenta que el flujo de empresas que presentaron sus estados contables fluctúa anualmente debido a la creación de nuevas empresas y a la desaparición de otras, bien de forma voluntaria o por la intervención de la Comisión liquidadora de entidades aseguradoras, el número de empresas estudiadas correspondiente a este último grupo varía siendo: 311, 303, 289 y 282 para los años 1991,

1993, 1994 y 1995, respectivamente. Como puede apreciarse se produce un descenso en el número de sociedades anónimas que presentaron estas características, ello es lógico puesto que tal como quedó patente, en el sector asegurador existe un importante grado de atomización empresarial, el cual ha remitido parcialmente, produciéndose un descenso continuado en el número de empresas pertenecientes al sector, lo que redundará en el incremento del grado de concentración empresarial del mismo.

En consecuencia, la investigación se centrará fundamentalmente en el año anterior y posteriores al proceso de fusión, y sólo para corroborar los resultados obtenidos a través de este análisis han sido tenidos en cuenta los datos referidos al año en que se produce la fusión, es decir, 1992, por entender que los resultados de las empresas en tal período se hallan afectadas por tal acontecimiento.

En definitiva, hay que indicar que, al elegir como marco de nuestro estudio los procedimientos de fusión en el sector asegurador tomando como base datos contables, hemos soslayado una de las limitaciones de este enfoque de análisis, cual es la necesidad de contar con datos contables fiables y durante períodos continuados de tiempo, puesto que durante todo el período analizado estuvo vigente la antes mencionada adaptación del Plan general de 1973 para el sector asegurador, con lo que la información contable ha sido elaborada siguiendo los mismos principios y normas contables durante todo el período analizado. Y además, en otro sentido, podemos contar no sólo con aquellas entidades que cotizan en bolsa sino con la práctica totalidad del conjunto del sector, lo que nos permite obtener una visión más completa sobre los resultados de las fusiones llevadas a cabo en el sector asegurador.

Para medir la solidez económica de las distintas empresas y, en suma, los efectos que, en su caso, podrían dimanar de los procedimientos de fusión, se han empleado un conjunto de ratios contables, en concreto 9, los cuales tratan de medir la rentabilidad, situación financiera y la gestión en cada una de las sociedades analizadas. Estos indicadores son los que mostramos en el cuadro 75.

CUADRO 75

Variables empleadas para cuantificar los efectos derivados de las fusiones

INDICADORES EMPLEADOS	
R1	Beneficio antes de impuestos /activo
R2	Resultado técnico-financiero / primas adquiridas
R3	Activo real/ pasivo exigible
R4	Pasivo total / fondos propios
R5	Provisiones técnicas / primas adquiridas
R6	Capitales propios / primas adquiridas
R7	Gastos de administración / primas adquiridas
R8	Gastos de producción / primas adquiridas
R9	Agentes más recibos / primas adquiridas

Unos han sido elegidos por haber sido empleados tradicionalmente en estudios empíricos y, en general en el análisis de estados contables, en concreto nos referimos a los ratios R1, R3 Y R4; mientras que, los restantes han sido seleccionados por ser indicadores de gestión, económicos y financieros empleados habitualmente por la Dirección General de Seguros en sus "Boletines de información trimestral", por lo que consideramos que son idóneos para estudiar las peculiares características que definen a las sociedades aseguradoras.

Sin embargo, la elección de estos ratios también ha estado condicionada por las características de los datos y, así por ejemplo ciertas limitaciones referidas a la información disponible, han hecho que algunos hayan sido determinados a partir de los datos del negocio neto (teniendo en cuenta el efecto del reaseguro cedido y aceptado) en vez de trabajar con los indicadores del negocio directo.

En este sentido, las primas adquiridas han sido calculadas en relación con el negocio neto, incluyéndose en las mismas, las primas adquiridas del ramo de vida y no vida, teniendo en cuenta la constitución y anulación de las provisiones para riesgos en curso y para primas pendientes de cobro, con el fin de determinar correctamente los ingresos correspondientes al período.

Los gastos de administración contienen los siguientes gastos de explotación: sueldos y salarios, cargas sociales y gastos de explotación varios.

Por su parte, los gastos de producción han sido calculados como las comisiones y participaciones del negocio neto menos las comisiones y participaciones del reaseguro en el ramo de vida y en el de no vida.

Las provisiones técnicas incluyen el total de provisiones técnicas del negocio neto que aparecen en el pasivo del balance.

Agentes más recibos, ha sido calculado como la suma de los créditos contra agentes más los créditos contra asegurados que figuran en el activo del balance. Este ratio constituye, pues, un modo de medir las cuentas pendientes de cobro (saldo retenidos por agentes, impagados ...).

Los fondos propios equivalen a los capitales propios que aparecen en el pasivo del balance, esto es, se incluye el capital suscrito, las primas de emisión, las diferencias por actualizaciones del activo, las reservas, los resultados de ejercicios anteriores pendientes de aplicación, el resultado del ejercicio después de impuestos y las minusvalías en valores negociables de renta fija, ésta última partida a partir del año 1992 inclusive.

El resultado técnico-financiero se determina a partir de la diferencia entre dos componentes, de un lado los ingresos, los cuales han sido determinados a partir de la suma del total de primas adquiridas del ramo de vida y no vida del negocio neto más el total de otros ingresos de explotación más el total de ingresos financieros de la cuenta de pérdidas y ganancias. Mientras que el segundo componente: los gastos, han sido calculados a partir de la suma de las siguientes partidas del debe de la cuenta de pérdidas y ganancias: total de gastos técnicos del ramo vida y no vida referidos al negocio neto, total de comisiones y otros gastos de explotación y, por último, el total de gastos financieros.

Una parte sustancial de estos indicadores se han centrado en la cuenta de pérdidas y ganancias en consonancia con los ratios previstos en los análisis trimestrales desarrollados por la Dirección General de Seguros. Ello obedece, entre otras razones, a que el estudio de la solvencia de una entidad aseguradora requiere la confrontación de los ingresos y gastos, éstos últimos explicitados sobre todo en los gastos técnicos, puesto que el pasivo de la entidad no se encuentra en los capitales asegurados, sino que depende fundamentalmente de la aleatoriedad de los siniestros.

El indicador R1 es una de las expresiones más conocida de la rentabilidad económica. Mientras que el ratio R2 resultado técnico-financiero/primas adquiridas nos informa sobre el valor añadido que aporta a la entidad cada peseta de prima.

Es sabido que el ratio R3 activo real/pasivo exigible refleja la garantía que la sociedad ofrece a sus acreedores ya que considera todos los bienes de la misma a excepción de sus activos ficticios.

Si bien, en el contexto de las sociedades de seguros, este ratio indica si una compañía con déficit en el margen de solvencia o fondo de garantía, dispone de recursos suficientes para hacer frente a todas sus obligaciones en el supuesto de una suspensión de su actividad y la apertura de un proceso de liquidación. En esta línea, dada la exigencia del margen de solvencia, una empresa en funcionamiento normal ha de presentar en este ratio un valor netamente superior a la unidad (Fernández y Maestro, 1991, 535).

El ratio R4 mide la relación entre el pasivo y los fondos propios y, por tanto el nivel de autonomía financiera de la empresa. Este ratio tomará valores más pequeños cuanto mayor sea la independencia financiera de la sociedad o menor dependencia exista de los recursos ajenos.

Ahora bien, como asimismo indican los anteriores autores (1991, 536-537) la inversión del proceso productivo que caracteriza a las empresas financieras no implica que exista un ahogo financiero si el pasivo exigible se incrementa hasta niveles muy elevados. En efecto, la razón de ser de la actividad aseguradora descansa en el constante aumento del número de asegurados, lo que permitirá el adecuado funcionamiento de la Ley de los Grandes Números. No hay que olvidar que el principal componente del pasivo a largo plazo está constituido por provisiones técnicas, que recogen los compromisos adquiridos, en sus diferentes formas con los asegurados; de manera que este ratio es también un indicador del grado de actividad de la empresa: si su valor es muy bajo, cabrá deducir que los recursos aportados en forma de capitales propios no están siendo explotados en toda su amplitud y, en definitiva un índice bajo de endeudamiento puede revelar un exceso de capital propio, con la consiguiente baja de rentabilidad.

El ratio R6 mide los recursos aportados a la empresa en relación con el nivel de actividad expresado en la cifra de primas adquiridas. Es decir, nos permiten conocer el grado de utilización de que están siendo objeto los recursos propios y en la medida en que está siendo utilizado el potencial de la empresa.

Los ratios R5, R7 y R8 nos miden respectivamente, el nivel de provisiones técnicas, gastos de administración y gastos de producción en relación con las primas adquiridas, unos niveles inferiores de estos dos últimos ratios indicarán menores costes en relación con el nivel de actividad y, en suma una mejora en la gestión.

El ratio de gestión R9 permite cuantificar la celeridad o tardanza de la empresa en el cobro de las primas, esto es, de los recibos, tanto a sus agentes como directamente a sus clientes. Si dicha relación toma valores altos indicará, por un lado una acumulación de recibos pendientes de cobro que puede deberse a la elevación del nivel de incobrables y, de otro lado, avisará de un mal funcionamiento del departamento encargado de las gestiones de cobro. Pero, quizás, la principal consecuencia de esta situación consista en un efecto negativo sobre el nivel de rentabilidad de la empresa, puesto que la falta de cobro de estas primas, impedirá que la empresa proceda a la inversión de tales recursos.

IV.5.3. METODOLOGÍA

La metodología empleada consiste en la realización de un estudio empírico de carácter agregado y otro de naturaleza individual, con las características que se exponen a continuación:

En el primer análisis, como primer paso, estudiamos si las empresas que participaron en procedimientos de fusión (empresas fusionadas) han sufrido un proceso de adaptación de sus estructuras económicas, de personal o cultura empresarial, el cual ha repercutido en su gestión, resultados y situación financiera. Y, en el supuesto de que tal proceso exista, pretendemos determinar si el mismo persiste o ha concluido. A continuación, dentro de este mismo enfoque pasamos a evaluar si el grupo de empresas que se fusionaron presenta, en promedio, con respecto a los ratios mencionados diferencias estadísticamente significativas frente a las empresas no fusionadas.

Al objeto de realizar el estudio a nivel agregado se han empleado dos tests estadísticos: el test paramétrico de comparación de medias para muestras independientes (*t-student*) y el test no paramétrico de Mann-Whitney. Su elección se debe en primer lugar, a que las características y tamaño de los datos que manejamos aconseja la utilización de ambos, y así el test de Mann-Whitney es operativo para muestras pequeñas, en concreto puede emplearse con tamaños inferiores a 10 (Mendenhall *et alt.*, 1990, 626) y, en segundo lugar, a que su utilidad ya ha sido probada en otros trabajos empíricos de esta naturaleza, a estos efectos puede consultarse el completo trabajo de Apellániz *et alt.* (1996, 429-457).

En el segundo análisis, el estudio individual, tratamos de medir los cambios en las posiciones relativas de los distintos ratios para cada una de las empresas resultantes de los procesos de fusión. En este sentido, hemos calculado la posición relativa que ocupaban las diferentes sociedades antes de proceder a la fusión y, la que mantenían el último año del estudio, 1995, incluyendo en este análisis el total de sociedades del sector, pues a este respecto recuérdese que existen muy pocas sociedades que no remitieron sus estados contables a la Dirección General de Seguros. Para llevar a cabo esta tarea, hemos empleado el cálculo de percentiles; de manera que, ha sido posible determinar qué entidades han mejorado su posición relativa en determinados ratios y cuáles han empeorado, separando aquellos efectos inherentes a las fusiones de aquellos otros que han actuado sobre el conjunto del sector.

Como puede apreciarse en ninguna de los dos perspectivas del análisis, se procede a la comparación directa de los resultados de las empresas fusionadas antes y después de la fusión, puesto que es sabido que los mismos se ven afectados por factores como el incremento de las dotaciones a amortizaciones o del fondo de comercio relativos a las plusvalías afloradas en la fusión, los cuales distorsionan sus valores e, imposibilitan su empleo directo⁶⁸ para evaluar las ventajas o desventajas inherentes a las operaciones de fusión.

IV.5.4. ANÁLISIS AGREGADO

Antes de iniciar propiamente esta fase de la investigación procedimos a efectuar un análisis de los valores de todos los ratios en cada uno de los años objeto de estudio, tanto para las empresas fusionadas como para aquéllas que no participaron ni durante 1992 ni en años sucesivos en ningún proceso de fusión. Ello nos permitió detectar en la población estudiada la existencia de empresas con un comportamiento anómalo, por encontrarse en situaciones peculiares, tales como estar abocadas a un proceso cercano de liquidación o haberse constituido recientemente y que podían distorsionar los resultados de la investigación. En concreto por lo que respecta al año 1991 se desestimaron un total de 7 empresas, todas ellas pertenecientes al grupo de empresas no fusionadas. Sin embargo, hay que señalar que en relación con este período una de las empresas resultantes de procesos de fusión, en concreto la C-650 presenta valores muy altos de ciertos ratios, especialmente de los ratios R2 y R6, debido a que la empresa que absorbe, la C-612, presenta valores

⁶⁸ Sobre las posibilidades de corregir estas distorsiones puede consultarse las propuestas de: Sierra y Monterrey (1991, 954-958) y, Mora y Pardo (1996, 48-49).

extremos en tales indicadores. Ello explica que en relación a los mismos el grupo de empresas fusionadas presente valores medios inusualmente altos (véase el cuadro 77). Sin embargo, teniendo en cuenta que la empresa C-650 representa el 20 por ciento de los casos de las sociedades resultantes de los procesos de fusión, no es posible conocer si la misma constituye un caso anómalo que deba ser, por tanto, eliminado o, por el contrario, representa el comportamiento del 20 por ciento de los casos de empresas fusionadas. Es decir, si dispusiéramos de 100 casos o más de empresas fusionadas, ello nos permitiría determinar si dicho comportamiento es anómalo o, por el contrario existe un porcentaje del 20 por ciento o más de empresas fusionadas que presentan tal comportamiento. Estas consideraciones, han hecho que optáramos por mantenerla dentro del estudio.

Por lo que se refiere a los ejercicios 1992, 1993, 1994 y 1995 se han eliminado por constituir casos anómalos 12, 6, 5 y 8 empresas, respectivamente, todas ellas pertenecientes al grupo de empresas no fusionadas.

IV.5.4.1. Proceso de asimilación

Con el propósito de estudiar si ha existido este proceso de asimilación se ha calculado la variabilidad de los ratios de un año con respecto al anterior. Ahora bien, para determinar la variabilidad del ejercicio 1993 y teniendo en cuenta que no serían representativos los datos de 1992, por estar afectados por el proceso de fusión, se han tomado los valores correspondientes al año 1991 y en el caso de los procesos iniciados este último año, los datos correspondientes al año 1990. Esta variabilidad se ha determinado tanto para el grupo de empresas que se fusionaron como para las empresas no fusionadas, no incluyéndose en este último grupo aquellas sociedades que participaron en alguna operación de fusión después del ejercicio 1992. Concretamente a efectos de determinar esta variabilidad se ha empleado la siguiente expresión:

$$|(R_i^t - R_i^{t-1}) / R_i^{t-1}|$$

Siendo:

R_i^t : el valor del ratio i en el año t ; donde $i = 1,2,3,4,5,6,7, 8$ y 9 .
 y ; $t = 1991$ (1990, en su caso), 1993, 1994 y 1995.

De modo que, para cada sociedad se ha calculado dicha variabilidad en relación con el total de indicadores analizados. Si bien, al objeto de hallar la variabilidad en el período anterior a la fusión (1991 ó 1990, según los casos) y el inmediatamente posterior, se ha

determinado el valor que tomarían tales variables en 1991 (ó 1990, según se trate) para la sociedad que teóricamente resultaría de agregar las sociedades que se fusionaron en 1992. Estos ratios que llamaremos “artificiales”, se han determinado como la agregación de los datos de las entidades originales ponderados por el tamaño del activo⁶⁹. Sin embargo, para las sociedades en las que las empresas absorbentes fueron las C-112 y C-650, dado que estos procesos de fusión se iniciaron durante 1990 y, las empresas absorbidas no publicaron sus cuentas anuales en 1991, estos “ratios artificiales” han sido calculados tomando datos de 1990 para todas las empresas que participaron en la fusión, incluyendo también las empresas absorbentes

En el cuadro 76 se muestra los resultados obtenidos, es decir, para cada variable y para cada período estudiado, aparece la media que corresponde al grupo de empresas fusionadas y al de no fusionadas, así como los niveles de significación (o *p-valor*) que según el test paramétrico y el test de Mann-Whitney permiten rechazar la hipótesis nula de que no existen diferencias entre la variabilidad de los dos grupos analizados.

⁶⁹ Este procedimiento para determinar los valores que corresponderían a la entidad teórica que resultaría de agregar las empresas originales en el año anterior a la fusión ha sido empleado por Healy *et al.* (1992, 142); Clark y Ofek (1994, 550) y Apellaniz *et al.* (1996, 438).

CUADRO 76

Asimilación de los procesos de fusión de las sociedades de seguros fusionadas

VARIABLE ANALIZADA		VARIABLE ANALIZADA								
		R1	R2	R3	R4	R5	R6	R7	R8	R9
1991/93	media sociedades fusionadas	1,3825	1,0109	0,1695	0,3179	0,3461	0,6258	0,2839	1,3755	0,8094
	media sociedades no fusionadas	26,3404	19,2244	0,1882	0,4173	0,4138	0,4498	0,3431	1,6702	0,9242
	estadístico <i>t</i> (<i>p-valor</i>)	0,863	0,872	0,906	0,880	0,839	0,606	0,836	0,934	0,921
	estadístico Mann-Whitney (<i>p-valor</i>) ...	0,6850	0,9732	0,9635	0,0764 *	0,5399	0,0458**	0,9878	0,7814	0,2013
1993/94	media sociedades fusionadas	10,5340	2,6825	0,0856	0,2405	0,1007	0,6058	0,1651	0,2151	0,2230
	media sociedades no fusionadas	4,9537	2,8099	0,0981	0,2729	0,2672	0,3219	0,3049	56,0243	0,8370
	estadístico <i>t</i> (<i>p-valor</i>)	0,784	0,981	0,854	0,912	0,558	0,346	0,779	0,885	0,788
	estadístico Mann-Whitney (<i>p-valor</i>) ...	0,3470	0,5307	0,8993	0,3199	0,3887	0,3318	0,9279	0,6468	0,7585
1994/95	media sociedades fusionadas	0,2102	0,5955	0,0309	0,0783	0,0813	0,0562	0,0713	0,3382	0,2071
	media sociedades no fusionadas	1,9911	1,6433	0,1147	0,3159	0,2680	0,2901	0,1987	0,8081	5,6378
	estadístico <i>t</i> (<i>p-valor</i>)	0,772	0,822	0,327	0,694	0,696	0,349	0,254	0,744	0,884
	estadístico Mann-Whitney (<i>p-valor</i>) ..	0,0699*	0,1924	0,1351	0,4233	0,1666	0,0361**	0,1206	0,4713	0,3054

* Significativo al 0,10 (ó al 10 %).

** Significativo al 0,05.

En relación con la variabilidad en el período 1991/93 aunque la media de la variabilidad de las distintas variables es menor para las sociedades fusionadas que para las no fusionadas, éstas diferencias únicamente son estadísticamente significativas según el test de Mann-Whitney con un nivel de significación del 10 por ciento para los ratios R4 (pasivo total/ fondos propios) y R6 (capitales propios/ primas adquiridas).

En esta línea, procedimos también al cálculo de la variabilidad para el período 1992/93 y los resultados muestran que las diferencias en la variabilidad de los ratios de las empresas fusionadas y no fusionadas únicamente eran significativas para el ratio R4, pero sólo con un nivel de confianza del 84, 8 por ciento.

En el análisis del siguiente período, 1993/94, las medias de la variabilidad de las variables de las sociedades fusionadas continúan presentando valores más bajos que las empresas no fusionadas a excepción de las variables R1 y R6. Si bien, en este caso estas diferencias de medias no son significativas estadísticamente en ningún caso; luego para este marco temporal se debería aceptar la hipótesis nula de que no existen diferencias entre la variabilidad de las empresas fusionadas y no fusionadas.

En el período 1994/95 continúan siendo menor la variabilidad de las sociedades fusionadas que las no fusionadas, aunque sólo son estadísticamente significativas de acuerdo con el test de Mann-Whitney para el ratio R6 y R1 (beneficio antes de impuestos/ activo).

La evolución de los *p-valor* de los dos test no parece indicar, pues, que exista un proceso claro de asimilación, sino que, más bien la evolución de los *p-valores* del test de Mann-Whitney aboga por evoluciones más bruscas entre años consecutivos cuanto más nos alejamos del momento de la fusión. El primer año de estudio existe una variabilidad entre el grupo de sociedades fusionadas y el de no fusionadas estadísticamente significativa en relación con dos variables: R4 y R6. En cambio, en el período subsiguiente no se constata ninguna variabilidad significativa desde el punto de vista estadístico. Mientras que en el último período 1993/94 vuelven a existir diferencias significativas estadísticamente entre los dos grupos estudiados, con relación al ratio R6 y R1. Sin embargo, hay que subrayar que del total de nueve variables examinadas sólo cabe constatar diferencias estadísticamente significativas para tres de ellas y, sólo a través de uno de los test, el de Mann-Whitney.

Buscando una explicación a estos resultados podemos decir que, dentro de la información suministrada en relación con cada sociedad, se dispone de los nombres de los integrantes de su consejo de administración y dirección. Al examinar los mismos, hemos podido comprobar que, en todas las absorciones relativas a 1992, al menos, una persona

integrante de los correspondientes consejos de administración y dirección de la empresa que actuaba como absorbente también formaba parte de los consejos de administración y dirección de las correspondientes empresas absorbidas. Esta constatación sugiere que tales empresas con anterioridad a la celebración de estas operaciones ya habían iniciado algún tipo de contacto, quizás materializado en algunos casos en la adquisición de participaciones accionariales. Recuérdese que, como ya comentamos, suele ser una práctica bastante habitual que antes de iniciar un proceso de fusión las empresas interesadas en la absorción de otra, suelen con anterioridad a la realización de dicha operación, iniciar unos contactos previos entre otras razones para conocer con mayor profundidad las empresas que pretenden absorber y a la vez poder llevar a cabo, en su caso, con mayor celeridad la fusión. En este sentido la propia Dirección General de Seguros (1997d, 44) en su informe relativo al año 1996 indica que en la mayor parte de procesos de fusión desarrollados en dicho año, previamente las empresas absorbentes habían procedido a adquirir la mayoría o la totalidad de las empresas absorbidas.

Estas reflexiones permiten, quizás, explicar, al menos en parte, la aparente falta de un proceso de adaptación entre las empresas fusionadas, al contribuir a mitigar las lógicas tensiones inherentes al período de acoplamiento de personal, cultura empresarial, o estructuras comerciales de las empresas participantes en un procedimiento de fusión.

Además, en los procesos de absorción en los que las empresas absorbidas son sensiblemente más pequeñas que las empresas absorbentes, los efectos derivados de la absorción son mucho menores (Plaza, 1993, 174). Para comprobar si este factor se encontraba presente en los procesos objeto de nuestro estudio, hemos procedido a verificar en el año anterior al inicio de la operación, el tamaño de las empresas absorbentes en relación con las empresas que absorben, expresado en términos del valor de su activo total.

A este respecto, puede consultarse el cuadro 77, en el que para los distintos procesos de fusión aparece el activo de cada una de las empresas participantes, los ramos de actividad en el que operan y el año de la primera autorización para operar en el primer ramo en el que se solicitó. Como puede comprobarse sólo en los procesos en los que las sociedades absorbentes fueron Ges, Seguros y Reaseguros, S.A. (C-89) y Aresa, Seguros Generales (C-341) se produjo esta circunstancia, pues en el primer proceso de absorción que aparece en dicho cuadro, el importe del activo de las tres empresas absorbidas supera al de la empresa absorbente, en la penúltima absorción la sociedad absorbida presenta un activo ligeramente superior a la mitad del que corresponde a la sociedad absorbente y, en el último proceso, la empresa absorbida presenta un activo mucho mayor al de la empresa absorbente: Caja de Madrid Vida, S.A. de Seguros y Reaseguros (C-650).

CUADRO 77

Algunas características de las sociedades aseguradoras fusionadas en 1992

SOCIEDADES ABSORBIDAS			SOCIEDADES ABSORBENTES				
CÓDIGO	ACTIVO*	RAMOS	I ^a AUTORIZACIÓN	CÓDIGO	ACTIVO*	RAMOS	I ^a AUTORIZACIÓN
C-122	3.682.341	Vida, 1	1933	C-112	29.514.568	Vida, 1 al 9, 11 al 13, 16 a 18 y 20	1942
C-138	25.070.631	Vida, 1 al 14 y el 18	1933				
C-200	6.887.155	Vida, 1,3, 5 al 11, 13 y 16	1965				
C-183	150.900	1, 8, 16, 19 y 20	1955	C-89	17.990.536	Vida, 1 al 15 y 16	1928
C-271	250.683	18 y 19	1954				
C-372	91.446	19 y 20	1958	C-341	3.699.755	Vida, 1,2,8, 19 y 20	1962
C-466	42.057	19	1980				
C-594	1.212.655	Vida	1986	C-690	2.125.882	Vida	1990
C-612	7.562.026	Vida	1987	C-650	1.764.606	Vida	1988

* expresado en miles de pesetas según los balances de situación de 1991, salvo para las empresas C-122, C-138, C-200, C-112, C-612 y C-650 que se refieren a 1990.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos suministrados por la Dirección General de Seguros en los anuarios "Seguros Privados. Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias" relativos a 1990 y 1991.

IV.5.4.2. Análisis en relación con las sociedades no fusionadas

En esta parte de la investigación nuestro objetivo es analizar si existen en relación con las 9 variables indicadas diferencias entre el agregado formado por las sociedades fusionadas y el integrado por las sociedades no fusionadas. Se realiza, pues, un contraste bilateral en el que la hipótesis nula es:

$$H_0: \mu_1 - \mu_2 = 0$$

y la hipótesis alternativa:

$$H_1: \mu_1 - \mu_2 \neq 0$$

Donde:

μ_1 : = la media de los ratios de las empresas fusionadas.

μ_2 : = la media de los ratios de las empresas no fusionadas.

El *p-valor* del test paramétrico y, del no paramétrico, indica la probabilidad de que el estadístico de la prueba se localice en la región de rechazo o de cometer un error de tipo I, esto es, la probabilidad de concluir que las medias de los ratios de las empresas fusionadas y no fusionadas son distintos cuando en realidad son iguales. Es decir, se trata de comprobar estadísticamente si se acepta la primera hipótesis (H_0) y que, por tanto, las empresas fusionadas no presentan medias en sus ratios distintas a las de las empresas no fusionadas o, por el contrario se acepta la hipótesis alternativa (H_1) y sí que existen diferencias.

Asimismo, en el grupo de empresas no fusionadas se han desestimado todas aquellas sociedades que participaron con posterioridad a 1992 en algún procedimiento de fusión y dentro de ellas aquéllas que constituían los antes citados casos anómalos.

Ahora bien, para el año 1991 hemos sustituido el valor de los ratios de las empresas absorbentes por los que anteriormente hemos calificado como “ratios artificiales”, es decir, el que resultaría de la adición de las distintas empresas que participan en el proceso de fusión ponderado por el tamaño de las empresas medido mediante el valor de sus activos.

Los resultados del análisis realizado aparecen reflejados en el cuadro 78, en el que en primer lugar aparecen los valores medios de las variables estudiadas para las sociedades fusionadas y no fusionadas y, a continuación los niveles de significación bilaterales que corresponden al test paramétrico de diferencias de medias para muestras no relacionadas *t-student* y el test no paramétrico de Mann-Whitney.

CUADRO 78

Evaluación de los sociedades aseguradoras fusionadas versus las sociedades no fusionadas

PERÍODO	VARIABLE ANALIZADA								
	R1	R2	R3	R4	R5	R6	R7	R8	R9
1991	media sociedades fusionadas	1,4001	1,6597	19,5047	12,9258	14,0983	0,6164	0,0841	0,1379
	media sociedades no fusionadas	-0,0431	3,4812	3,8439	1,7374	2,1182	0,4672	0,0797	0,2554
	estadístico <i>t</i> (<i>p-valor</i>)	0,522	0,399*	0,399	0,269*	0,389*	0,726	0,968	0,727
	estadístico Mann-Whitney (<i>p-valor</i>) ...	0,1878	0,6570	0,1912	0,0808**	0,1074**	0,4022	0,8086	0,6424
1993	media sociedades fusionadas	0,0203	-0,0581	1,8084	11,6064	1,4377	0,3468	0,0975	0,1548
	media sociedades no fusionadas	0,0295	0,0399	2,7390	4,1441	1,4677	0,3181	0,0869	0,1741
	estadístico <i>t</i> (<i>p-valor</i>)	0,840	0,560	0,533	0,349*	0,946	0,895	0,885	0,920
	estadístico Mann-Whitney (<i>p-valor</i>) ...	0,4386	0,7158	0,3127	0,2613	0,1489	0,9773	0,5859	0,2635
1994	media sociedades fusionadas	0,0334	0,0035	1,6037	6,3478	0,9158	0,2828	0,0939	0,1151
	media sociedades no fusionadas	0,0264	0,0368	2,8285	5,3137	1,2239	0,2739	0,0881	0,1274
	estadístico <i>t</i> (<i>p-valor</i>)	0,902	0,857	0,530	0,748	0,960	0,957	0,933	0,916
	estadístico Mann-Whitney (<i>p-valor</i>) ..	0,8884	0,5745	0,3504	0,3128	0,1737	0,9526	0,5708	0,5383
1995	media sociedades fusionadas	0,0224	-0,0035	1,5364	6,9346	0,8811	0,2806	0,1040	0,0848
	media sociedades no fusionadas	0,0235	0,0489	2,4204	5,3091	1,2893	0,2709	0,0921	0,1185
	estadístico <i>t</i> (<i>p-valor</i>)	0,985	0,769	0,388	0,549	0,973	0,957	0,871	0,764
	estadístico Mann-Whitney (<i>p-valor</i>) ..	0,8492	0,3860	0,3474	0,3195	0,1868	0,4238	0,4740	0,4303

* Varianzas distintas para los dos grupos estudiados. ** Significativo al 0,1. Si no se incluye la sociedad C-650: *p-valor* R4= 0,2490 y *p-valor* R5 = 0,3453.

Veamos qué reflexiones cabe extraer de su análisis.

En el ejercicio 1991 cabe destacar que las diferencias entre las medias de las empresas fusionadas y no fusionadas de las variables R4 (pasivo total/ fondos propios) y R5 (provisiones técnicas/ primas adquiridas) son estadísticamente significativas al 10 por ciento, es decir, existe una probabilidad del 10 por ciento de cometer el error de tipo I. En ambos casos, las medias de las empresas fusionadas presentan valores sustancialmente mayores que las medias de las empresas no fusionadas, debido a la inclusión de la empresa C-650.

Con respecto al ratio R4, el hecho de que presente valores superiores para las empresas fusionadas puede deberse a que en relación con las empresas no fusionadas los valores medios de los fondos propios sean menores o que el nivel del pasivo total sea mayor, lo que indicaría un menor grado de independencia financiera de las empresas fusionadas. Esta situación estaría avalada por una parte de la doctrina, tal como comprobamos al abordar las causas de las fusiones (véase el apartado I.4), en donde una de las causas esgrimidas aducía que, en ocasiones, las empresas deciden fusionarse debido a la existencia de dificultades financieras. Ahora bien, como antes hemos comentado, en el ámbito de las sociedades aseguradoras, debido a la inversión de su proceso productivo y teniendo en cuenta que una buena parte de su pasivo corresponde a las provisiones técnicas, un nivel alto de este ratio no implica necesariamente la existencia de tales dificultades financieras.

Además, en relación con la variable R5: provisiones técnicas/ primas adquiridas, las empresas fusionadas presentan valores medios superiores a los de las no fusionadas. Ello puede deberse a que:

- el nivel medio de las provisiones técnicas de las empresas fusionadas sea mayor que para el grupo de empresas no fusionadas;
- las empresas fusionadas operan en el ramo de seguros de vida, cuyas provisiones técnicas son mayores que las del resto de los ramos;
- a que el valor medio de las primas adquiridas sea menor para las empresas fusionadas que para las no fusionadas.

Esta última interpretación indicaría que el nivel de actividad de las empresas fusionadas es menor que para el grupo de sociedades no fusionadas, pues las primeras

presentan menores niveles de primas.

Por lo que respecta a los valores que presentan las restantes variables durante el año 1991, cabe indicar que aunque las medias relativas a los ratios R3 y R6 son distintas para los dos grupos analizados, los resultados no son en ningún caso estadísticamente significativos y, lo mismo sucede en relación con los ratios en los que las diferencias entre medias son más pequeñas: R1, R2, R7, R8 y R9.

En los períodos posteriores a la fusión, en 1993 y 1994 puede comprobarse cómo las medias de las distintas variables de las empresas fusionadas y no fusionadas se van acercando de forma paulatina y, así en 1994 apenas existen diferencias. En efecto, sólo en relación con el ratio R3 y R4 se presentan diferencias y éstas últimas son menores que las existentes para dichos ratios en el año 1993. Ahora bien, en ningún caso estos valores medios son significativos estadísticamente, con lo que puede aceptarse la hipótesis nula de que no existen diferencias entre las medias de las empresas fusionadas y no fusionadas.

Los resultados obtenidos en el año 1995 nos indican en relación con las variables R1, R3, R6, R7, R8 y R9, que las medias de los dos grupos estudiados son prácticamente iguales. Esto último se corrobora mediante el *p-valor* que rechaza la hipótesis nula (H_0) de ratios medios diferentes. Es decir, no es estadísticamente significativo a ningún nivel, con lo que se puede concluir que los datos no aportan evidencia de que existan diferencias para los ratios indicados entre las sociedades fusionadas y aquéllas que no se fusionaron.

Por lo que respecta al ratio R2 en el año 1995, puede observarse en primer lugar que, para el grupo de empresas fusionadas, el ratio medio toma valores negativos, lo cual significa que los gastos técnico-financieros de estas empresas son mayores que sus ingresos técnico-financieros. En cambio, el ratio medio para el grupo de empresas no fusionadas toma valores positivos y, aunque, a primera vista podría pensarse que ambas medias son muy distintas, *a posteriori* a través del *p-valor* se comprueba que no es así, ya que estamos hablando de una diferencia de media muy pequeña.

En 1995, las medias relativas al ratio R4 son las que más difieren entre sí. Sin embargo, el *p-valor* sigue rechazando cualquier diferencia en dicho ratio entre las dos poblaciones estudiadas. Esto último, puede explicarse porque dentro de la población de sociedades no fusionadas aunque hay empresas muy distintas a las fusionadas por lo que se refiere a este indicador, también existe un conjunto de empresas que se comportan de igual forma que el grupo de las fusionadas. Además, el test no paramétrico de Mann-Whitney, el cual se encuentra menos afectado por el tamaño respectivo de ambas poblaciones,

también refleja que la diferencia de medias no es estadísticamente significativa.

En general, en 1995, los resultados obtenidos mediante el test no paramétrico de Mann-Whitney aportan la misma evidencia que el test paramétrico; pudiéndose destacar que con relación al indicador R5 en 1995, según el test de Mann-Whitney, la diferencia de medias entre los grupos de las empresas fusionadas y no fusionadas es significativa pero sólo a un nivel de confianza del 81 por ciento. En efecto, para el ratio: provisiones técnicas / primas adquiridas, las empresas fusionadas presentan unos niveles ligeramente superiores a los de las sociedades que no han llevado a cabo procesos de fusión, de modo que con un 82 por ciento de confianza, podríamos rechazar la hipótesis nula de que las medias del ratio R5 de los dos grupos estudiados son iguales. En cambio, para los restantes ratios los niveles de confianza obtenidos son mucho menores.

Asimismo, es la variable R5 la que durante 1993 y 1994 presenta un menor nivel de significación según el test de Mann-Whitney, en el primer año es significativa a un nivel de confianza del 85,11 por ciento y, en el segundo al 82,63 por ciento. En ambos años, la media de las empresas fusionadas es apenas mayor que la del grupo de empresas no fusionadas.

En síntesis, puede concluirse que, incluyendo en el estudio a la empresa absorbente C-650, sólo existen diferencias estadísticamente significativas entre las medias de las empresas fusionadas y no fusionadas durante el ejercicio 1991, es decir, el anterior a la fusión y sólo en relación con los ratios R4 y R5, tomando en ambos casos, valores superiores para el grupo de empresas fusionadas, lo que parece significar una menor independencia financiera y un menor nivel de actividad de las empresas fusionadas frente a las no fusionadas, así como la actividad de las empresas fusionadas en el ramo de seguros de vida.

Sin embargo, en los años posteriores a la fusión los valores medios de ambos grupos se asemejan cada vez más, y las escasas diferencias que existen no son en ningún caso estadísticamente significativas. Sólo cabe puntualizar que es en relación con uno de los ratios anteriores, el R5 (provisiones técnicas / primas adquiridas) en el que se presentan diferencias más significativas desde el punto de vista estadístico, aunque en el mejor de los casos se alcanzan niveles de confianza del 85 por ciento. Si bien, tales diferencias de medias, positivas a favor de las empresas no fusionadas, van desapareciendo a medida que transcurre el tiempo tras la fusión, siendo casi inexistentes en 1995. Y, además por otro lado, estos niveles de confianza van disminuyendo conforme nos alejamos del año en que se realizó el proceso de fusión.

Hay que subrayar, pues, que, conforme al análisis propuesto, las únicas diferencias significativas existen con anterioridad al inicio de la fusión y, luego desaparecen. Sin embargo, el hecho de que a través de los procesos de fusión desaparezcan tales diferencias, sí que implicaría ciertos efectos derivados de la operación sobre las empresas fusionadas, las cuales antes de iniciarlos parecen presentar peores niveles de autonomía financiera y actividad. Mientas que tras llevar a cabo la fusión, ya no existen diferencias significativas en relación con el grupo de empresas no fusionadas, lo que en cierta forma supone una mejora para el grupo de empresas fusionadas con respecto a las no fusionadas.

En definitiva, incluyendo a la empresa C-650 durante el año 1991, sólo en el año previo a las fusiones hemos podido constatar la existencia de diferencias entre las empresas fusionadas y no fusionadas en relación con los ratios: pasivo total/ fondos propios y provisiones técnicas/ primas adquiridas, las cuales desaparecen los años posteriores a la fusión, aunque parece que las principales divergencias se refirieron al último de los indicadores señalados, de modo que puede afirmarse que, en esencia, no existen diferencias relativas a la rentabilidad, gestión y situación financiera entre las empresas que llevaron a cabo procedimientos de fusión y aquéllas otras que no participaron en tales procesos.

Si bien, inicialmente se optó por no incluir en el estudio el año en que tuvieron lugar los procedimientos de fusión, 1992, por considerar que aunque sean mínimos siempre habrá existido cierto proceso de acoplamiento entre las estructuras económicas y de personal de las sociedades fusionadas, posteriormente fueron calculados tales ratios y pudo comprobarse que, asimismo no existen diferencias estadísticamente significativas entre los dos grupos estudiados, y en línea con los resultados del año anterior los niveles más altos de significación se produjeron en los ratios R4 y R5 en los que el *p-valor* del test de Mann-Whitney tomó respectivamente los valores 0,1380 y 0,1849.

Por último, quisiéramos mencionar que, a diferencia de otros trabajos, en este análisis a nivel agregado hemos prescindido de estudiar las diferencias entre el grupo de empresas fusionadas y el conjunto del sector, puesto que los resultados apenas variarían con respecto al estudio de las empresas fusionadas frente al grupo de no fusionadas, ya que el número de empresas fusionadas es muy pequeño en relación con el grupo de empresas no fusionadas, el cual representa la mayor parte del sector.

IV.5.5. ANÁLISIS INDIVIDUAL

Una gran parte de la doctrina ha puesto de manifiesto la necesidad de incluir análisis de tipo individual que complementen a los de tipo agregado, pues como señala García Roa (1994, 473) en último término la conveniencia de fusionarse una empresa depende de cuáles sean sus objetivos estratégicos individuales. Es este, precisamente el propósito que nos guía en esta parte del estudio, en la que tratamos de evaluar las consecuencias inherentes al proceso de fusión para cada una de las sociedades fusionadas.

Ahora bien, al tratar de medir en qué ratios particulares ha mejorado o empeorado cada una de las sociedades fusionadas resulta conveniente tener en cuenta la evolución del sector. En efecto, existirán una serie de factores que habrán incidido en el mismo y en la economía en general. Para evitar la influencia de estos factores a la hora de evaluar los resultados particulares de cada una de los procesos de fusión, se ha optado por determinar la posición relativa que ocupa en relación con los nueve ratios analizadas cada una de las sociedades resultantes de los procedimientos de fusión considerando el total de empresas de la población, hayan participado o no en operaciones de fusión. Ello nos permite conocer la posición relativa que dentro del sector con relación a una determinada variable ocupaba cada una de las sociedades fusionadas.

A estos efectos empleamos la técnica de los percentiles⁷⁰, de manera que la sociedad que posea un valor más alto del ratio analizado ocupará el percentil P_{100} , mientras que la sociedad con el valor más pequeño del ratio ocupará el percentil P_0 . A través de una relación proporcional determinamos cuál es la posición relativa que corresponde a la sociedad analizada teniendo en cuenta el valor que toma su ratio. En otras palabras, se trata de ordenar las distintas sociedades que constituyen el sector atendiendo a la posición que ocupan según los valores que toma para cada empresa todos y cada uno de los ratios analizados.

Este procedimiento lo utilizamos para conocer la posición relativa que ocupa cada una de las empresas resultantes de la fusión el último año del estudio, 1995; la cual comparamos con la que corresponde al año anterior a la fusión para cada una de las sociedades que se fusionan, incluyendo la sociedad absorbente, así como la que ocuparía la sociedad que hipotéticamente resultaría de la adición de las empresas que se fusionaron

⁷⁰ Este mismo procedimiento fue empleado anteriormente, si bien circunscrito en el ámbito de las cajas de ahorros por Apellániz *et al.* (1996, 446-448).

durante 1992. Con este último propósito hemos calculado la posición de estas entidades teóricas, tomando los valores de los ratios que hemos denominado “artificiales”, tal y como antes han sido definidos.

Sin embargo, de nuevo hay que significar que para aquellas operaciones iniciadas en el ejercicio 1990, es decir, aquéllas en las que la empresa resultante es la sociedad anónima Axa Gestión de Seguros y Reaseguros, S.A (C-112) y, Caja de Madrid Vida, S.A. de Seguros y Reaseguros (C-650), sólo se han calculado las posiciones relativas de los ratios de estas dos empresas absorbentes en el año 1991, puesto que las restantes empresas que fueron absorbidas por dichas sociedades no presentaron sus estados contables durante 1991.

En consecuencia, con el fin de obtener alguna información sobre tales sociedades hemos procedido a calcular las posiciones de estas empresas según la última información que publicaron, es decir, la referida al ejercicio 1990, pero estableciendo cuál sería su posición relativa según los valores máximos y mínimos correspondientes a 1991. Esto explica que algunos valores se sitúen por encima de los percentiles 0 y 100, y lo mismo sucede en relación con los “ratios artificiales”, los cuales pueden tomar valores superiores o inferiores a los que realmente fueron valores máximos (P_{100}) y mínimos (P_0) para los ratios calculados durante 1991.

Los resultados obtenidos de este estudio individual pueden observarse en el cuadro 79.

CUADRO 79
Posición relativa de las sociedades aseguradoras fusionadas (Año 1991 y 1995)

PROCESO DE FUSIÓN	VARIABLES ANALIZADAS																	
	R1		R2		R3		R4		R5		R6		R7		R8		R9	
	91	95	91	95	91	95	91	95	91	95	91	95	91	95	91	95	91	95
C-122	68,04		28,53		0,31		94,77		7,16		0,74		1,32		64,58		3,58	
C-138	52,04		31,48		6,03		95,85		4,50		0,36		2,10		66,35		2,79	
C-200	50,16		25,88		0,27		155,07		5,14		0,25		2,16		66,00		3,41	
C-112	60,51		26,91		0,30		102,51		4,42		0,27		2,49		63,53		2,46	
C-112*	55,74	80,98	26,76	34,92	0,30	0,026	105,06	96,58	4,68	0,31	0,33	0,19	2,18	0,55	64,85	10,13	2,87	5,99
C-183	74,20		28,48		1,87		93,90		0,24		1,61		5,32		60,39		0,09	
C-089	63,22		27,18		0,32		95,68		4,87		0,37		2,35		64,81		1,73	
C-089*	70	78,78	26,75	34,87	0,31	0,031	107,18	95,57	4,90	0,42	0,37	0,239	1,92	0,74	65,94	10,20	3,22	4,15
C-271	94,49		27,80		1,16		93,94		0,14		0,43		1,77		61,84		0,16	
C-372	94,81		28,51		2,26		93,89		0,12		0,74		0,47		61,83		0,05	
C-466	65,25		27,28		2,34		93,89		0,16		0,51		1,70		61,85		0,02	
C-341	74,46		27,57		1,06		93,95		0,53		0,54		1,56		61,85		0,22	
C-341*	76,05	85,53	27,61	34,97	1,11	0,077	93,95	94,79	0,50	0,051	0,54	0,24	1,55	0,44	61,85	9,32	0,21	0,68
C-594	65,38		27,72		0,93		93,97		3,97		2,97		4,30		58,91		0,60	
C-690	47,75		24,06		0,82		93,99		3,07		1,82		12,78		60,77		1,64	
C-690*	64,07	73,43	26,07	33,96	1,31	0,088	92,90	94,76	4,18	0,39	5,77	0,67	8,29	1,94	72,56	9,37	2,92	2,28
C-612	64,29		63,53		0,30		96,75		182,32		52,23		23,89		58,88		0,01	
C-650	63,82		27,24		0,66		94,06		2,72		0,84		1,38		59,14		1,90	
C-650*	64,17	79,85	56,66	35,00	0,37	0,028	96,24	95,92	148,34	0,43	42,51	0,26	19,67	0,36	58,93	8,96	0,37	2,89

Las posiciones referidas a aquellas sociedades que aparecen con un asterisco indican para la columna de 1991 la posición que ocuparía en este año, la sociedad aseguradora que surgiría de la hipotética yuxtaposición de las sociedades que se fusionaron en 1992, para ello se han hallado los percentiles correspondientes a los denominados “ratios artificiales”. No obstante, dadas las especiales circunstancias de las sociedades C-112* y C-650* y, al no disponer de los datos relativos a 1991 de las empresas absorbidas, estos “ratios artificiales” han sido calculados tomando datos de 1990 para todas las empresas que participaron en la fusión, incluyendo también las empresas absorbentes.

El dato que figura en la columna del año 1995 para cada una de las empresas con asterisco expresa la posición que ocupan cada una de las empresas resultantes de los procesos de fusión en dicho año.

A través de la comparación de las posiciones que con respecto a cada variable ocupan las empresas fusionadas antes y después de la operación cabe inferir qué efectos se han derivado de la fusión para cada caso particular, permitiéndo observar en qué aspectos mejoran, empeoran o mantienen prácticamente su posición de partida dentro del sector. Además, al determinarse la posición relativa sobre el conjunto de la población, se está soslayando la influencia de la evolución del sector, puesto que en el estudio estos factores habrán estados presentes para todas las sociedades anónimas aseguradoras.

Del análisis de estas posiciones cabe destacar que para los procedimientos de fusión iniciados y concluidos en 1992, esto es, aquéllos en los que las empresas resultantes son:

- Ges, Seguros y Reaseguros, S.A. (C-89);
- Aresa, Seguros Generales (C-341) y,
- Prosperity, S.A. de Seguros y Reaseguros (C-690).

Las posiciones relativas de los distintos ratios siguen unas pautas muy similares que consisten en:

- El incremento en la posición de los ratios R1(beneficio antes de impuestos / activo), R2 (resultado técnico-financiero/ primas adquiridas) y R9 (Agentes más recibos/ primas adquiridas), aunque en este último caso la sociedad Prosperity, S.A. de Seguros prácticamente mantiene su posición, mientras que en las otras dos sociedades el incremento es muy poco importante y;

- La disminución del valor de la posición en la mayoría de los restantes ratios. En efecto, resulta especialmente significativo el descenso en el ratio R8 (gastos de producción / primas adquiridas), puesto que en el ratio R3 (activo real / pasivo exigible) el descenso es mínimo y casi mantienen la misma posición. En el ratio R4 (pasivo total/ fondos propios), Ges, Seguros y Reaseguros, S.A. experimenta un descenso mientras que las otras dos sociedades incrementan ligeramente su posición. Por lo que se refiere al ratio R5 (provisiones técnicas/ primas adquiridas), la sociedad Aresa, Seguros Generales mantiene su posición prácticamente, mientras que el descenso es más importante en las otras dos compañías. En cambio, en el ratio R6 (capitales propios / primas adquiridas) y, en el ratio R7 (gastos de administración / primas adquiridas) es Prosperity, S.A. de Seguros y Reaseguros la que experimenta un mayor descenso y, en cambio, las otras dos prácticamente mantienen su posición para el primer caso o experimentan una leve disminución en el segundo ratio.

Ahora bien, a priori el aumento de la posición respecto a un ratio no es por sí misma indicativa de que haya existido un efecto positivo inherente a la fusión, puesto que en algunos ratios interesará que se incremente la posición y en otros al contrario. Así por ejemplo, que se produzca un descenso en la posición ocupada dentro del sector en relación con los ratios R7, R8 y R9 es positivo, puesto que interesa que el valor de estos ratios sean pequeño, pues indicaría una disminución, respectivamente de los gastos de administración, de producción y del saldo de agentes más recibos en relación con las primas adquiridas y, por tanto, una mejora de su gestión.

Si repasamos cada uno de los ratios, de forma global observamos que mejoran su posición con respecto a los ratios de rentabilidad del activo y de la rentabilidad técnico-financiera. En cambio, prácticamente mantienen su posición en los ratios relativos a su situación financiera R3, R4 y R6 (en este último con la excepción de la sociedad C-650) y, mejoran algo en relación con el ratio R5. Esta última mejora, así como la de los ratios de gestión relativos a gastos de administración y producción, puede explicarse por el incremento del nivel de primas adquiridas y el descenso de las provisiones técnicas, gastos de administración y de producción, respectivamente.

Por otro lado, cabe significar que empeoran con respecto al índice R9, aunque no de forma acusada, y en consecuencia, cabe inferir que dado un nivel de primas adquiridas las cantidades pendientes de cobro a agentes y asegurados presentan unos niveles más altos que antes de iniciar la fusión.

En suma se produce una mejora de posiciones en los ratios de gestión relativos a gastos de administración y producción, destacando especialmente el ratio R8 que mide la relación entre los gastos de producción y las primas adquiridas, incluyéndose en las mismas esencialmente las comisiones.

En efecto, parece que las empresas fusionadas han utilizado con mayor éxito las nuevas fórmulas de distribución y comercialización de productos desarrollados en los últimos años en el sector, cuales son la implantación del servicio telefónico para los seguros de automóviles y, el empleo de entidades financieras, disminuyendo sustancialmente el peso de las comisiones pagadas, y, aunque ésta ha sido una tónica empleada por la práctica del sector como lo confirma la propia Dirección General de Seguros (1997d, 64 y 78), los resultados parecen apuntar que las empresas fusionadas las han aplicado con un notable éxito, pues las mejoras conseguidas en la posición dentro del sector son importantes. No obstante, la puesta en práctica de políticas racionalizadoras de los gastos de administración, especialmente relativas a personal ha rendido escaso fruto en las empresas fusionadas las cuales apenas mejoran en su posición, salvo la sociedad C-690.

En cambio, éstas empresas empeoran en relación con el cobro de pólizas a clientes y agentes; con lo que las sociedades fusionadas no han logrado agilizar el cobro de recibos a agentes y clientes, pues pierden posiciones respecto a la posición anterior a la fusión.

Por lo que se refiere a las rentabilidades, mejoran su posición relativa en relación a ambas rentabilidades, esto es, la rentabilidad del activo y la técnico-financiera, lo que también parece confirmar la existencia de una mejora en la gestión que supone la consecución de unos mejores resultados.

Por lo que respecta a las absorciones iniciadas durante 1991 y que concluyeron en 1992, hay que indicar que en relación a Axa Gestión de Seguros y Reaseguros, S.A. resulta válido en líneas generales este mismo análisis, mientras que Caja de Madrid Vida, S.A. de Seguros y Reaseguros, experimenta también un descenso en el ratio de rentabilidad técnico-financiera y unos descensos mucho más acusados en relación con los ratios R5, R6 y R7. Si bien, hay que puntualizar que los resultados en estos últimos dos procedimientos deben tomarse con cierta cautela, debido a las limitaciones ya mencionadas relativas al cálculo de las posiciones el año anterior al inicio de la fusión.

Conviene además destacar que dentro del sector las empresas fusionadas ocupan posiciones muy altas en lo concerniente al indicador R4 (pasivo total/ fondos propios), lo que indica niveles de autonomía financiera muy pequeños. Al mismo tiempo, tales

sociedades se sitúan en posiciones muy bajas en relación con los ratios R3 (activo real/pasivo exigible) y R6 (capitales propios /primas adquiridas), lo que también apuntaría hacia la existencia de bajos niveles de fondos propios y altos niveles de pasivo con respecto al sector.

En definitiva, en línea con el análisis agregado anterior en el que veíamos que, tras la fusión, en promedio las empresas fusionadas no presentaban valores en sus ratios distintos a los del grupo de empresas no fusionadas, en este análisis individual vemos que en unos ratios las empresas fusionadas mejoran su posición y en otros no. En este sentido, cabe destacar que con respecto a su situación anterior a la fusión mejoran en la rentabilidad de su activo, la técnico-financiera y sus ratios de gestión, de forma especial en el referido a los gastos de producción, mientras que empeoran con respecto a los saldos pendientes de cobro a clientes y agentes.

Por último, quisiéramos significar, que el trabajo empírico que hemos presentado, constituye para nosotros un punto de partida, puesto que sería interesante proseguir en el análisis de esta forma de reestructuración empresarial, pudiendo disponer de series más largas de datos que permitan evaluar con mayor perspectiva temporal el resultado de estos procesos de fusión.

IV.6. REFLEXIONES FINALES

A modo de síntesis, algunas de las principales reflexiones que pueden desprenderse del estudio de los procedimientos de fusión en el sector asegurador son:

1. El sector asegurador español, presenta un excesivo grado de atomización empresarial, a pesar de que el mismo ha ido remitiendo durante la última década, lo que, al margen de otras consecuencias, ha influido de forma positiva en la realización de procedimientos de fusión. Asimismo, existe un importante potencial de crecimiento en relación con la media de países comunitarios. Además durante los últimos años ha experimentado un notable acercamiento con la actividad financiera, lo que ha redundado en la mejora de las redes de comercialización y, en definitiva, en una reducción de los gastos de gestión. A la vez, que ha cobrado mayor protagonismo la figura de las sociedades anónimas, en detrimento de las mutuas, y el ramo de vida frente a los restantes.
2. Durante la década de los ochenta se realizaron un número significativo de operaciones de fusión, sobre todo, de carácter interno puesto que sólo el 20 por ciento de las fusiones tuvieron lugar con otras entidades comunitarias, destacando por su número las realizadas con compañías francesas y, la ausencia de las grandes aseguradoras mundiales de Estados Unidos y Japón.
3. En el primer lustro de la década de los noventa ha continuado la actividad concentradora, interviniendo ahora, a diferencia de la década precedente, las principales entidades del sector. Los acuerdos de fusión fueron principalmente numerosos en los primeros años de la década, para disminuir posteriormente y presentar un nuevo aumento en 1994, seguido de niveles inferiores en los dos años siguientes. Prácticamente la totalidad de las entidades fusionadas han sido sociedades anónimas aseguradoras (el 91,6 por ciento del total) frente al mínimo papel de las mutuas y capitalizadoras y; además, todas las fusiones se han llevado a cabo mediante la modalidad de la absorción.
4. La persistencia del grado de atomización de gran parte de las empresas aseguradoras, la inminencia de la integración en la Unión Monetaria Europea, así como la entrada en vigor de la nueva legislación sobre seguros privados de adaptación a las directivas comunitarias, que eleva los niveles exigidos de solvencia y de capital para las entidades aseguradoras, entre otros factores, pueden incidir de

forma positiva en la realización de cara al futuro de nuevos procedimientos de fusión dentro del sector; pues no en vano factores análogos han impulsado los operaciones realizadas en años anteriores.

5. La inversión del proceso de actividad que caracteriza a las entidades aseguradoras, en las que los ingresos se producen antes que los gastos, y las especiales garantías y niveles de solvencia que precisa para su adecuado funcionamiento, condiciona en buena parte su particular idiosincrasia contable, en la que destaca la falta de separación entre el corto y largo plazo de las masas patrimoniales de su balance de situación. En la actualidad se está elaborando un nuevo Plan General de Contabilidad para el sector.
6. La regulación legal impide, con carácter general, la realización de fusiones entre entidades aseguradoras y empresas de otro sector, con lo que únicamente se producen fusiones de tipo horizontal y, ni siquiera, pueden participar todos los diferentes tipos de entidades aseguradoras existentes, sino que se establecen limitaciones en función de su forma social.
7. Los estudios empíricos realizados sobre fusiones responden esencialmente a dos enfoques distintos, aquéllos realizados en base a datos del mercado de valores, que pretenden evaluar las consecuencias de las fusiones sobre la rentabilidad y riqueza de los accionistas y, aquellos otros que se efectúan a partir de datos contables y que pretenden analizar los efectos de los procesos de fusión para un espectro más amplio de agentes, entre los que también se incluyen los acreedores. El primer tipo de trabajos han sido desarrollados fundamentalmente en los países anglosajones: Estados Unidos y el Reino Unido.
8. En España la mayor parte de estudios empíricos sobre fusiones se han llevado a cabo utilizando información contable y han versado sobre entidades financieras, en particular sobre cajas de ahorros.
9. En relación con el análisis empírico que hemos realizado sobre fusiones de sociedades anónimas aseguradoras junto a la capacidad de la información contable como medio apto para evaluar los procedimientos de fusión y otras operaciones de reestructuración empresarial, cabe destacar las siguientes conclusiones particulares:
 - Las empresas fusionadas no parecen haber atravesado un proceso de adaptación, una explicación quizás pueda hallarse en que las empresas

absorbentes ya habían iniciado un proceso de acercamiento, pues en todos los procedimientos de fusión analizados se ha podido constatar que algunos miembros del consejo de administración y dirección de las empresas absorbentes también lo eran de los correspondientes a las empresas absorbidas.

- Las empresas fusionadas no presentan tras la fusión en promedio ratios financieros, de rentabilidad y gestión significativamente distintos a los de las empresas no fusionadas, pues las posibles diferencias significativas que presentaban antes de fusionarse en relación al ratio de autonomía financiera y al que expresa la relación entre las provisiones técnicas y las primas adquiridas, desaparecen tras realizarse la operación.
- Si bien, desde otro punto de vista, si admitimos la existencia en 1991 de tales diferencias a favor de las empresas no fusionadas, la desaparición de las mismas puede indicar un efecto beneficioso de tales procesos para las sociedades aseguradoras fusionadas. De manera que, desde este punto de vista, los procesos de fusión podrían haber contribuido a que disminuyan las diferencias negativas que presentaban las empresas fusionadas con respecto a las no fusionadas antes de llevar a cabo este proceso.
- En el análisis individual, con carácter general cabe destacar que las entidades fusionadas mejoraron su posición en relación a la rentabilidad del activo, la rentabilidad técnico-financiera y el ratio de gestión que mide los gastos de producción con respecto al nivel de primas adquiridas, mientras que en el resto de indicadores no experimentaron variaciones importantes.

CONCLUSIONES GENERALES

Las conclusiones más relevantes a las que hemos llegado a lo largo del presente trabajo de investigación se pueden concretar en los siguientes puntos:

1. Los procesos de fusión han sido una de las estrategias de crecimiento externo y concentración empresarial más difundidas a lo largo del último siglo, especialmente en Estados Unidos y el Reino Unido, distinguiéndose cuatro oleadas de fusiones con características propias, en las que España sólo participó en las dos últimas, especialmente en la cuarta.
2. En nuestro país, el concepto de fusión desde la perspectiva fiscal y mercantil es muy semejante; pero no desde el punto de vista contable. La nueva regulación mercantil, en línea con la normativa comunitaria, se distingue de la anterior, por la supresión del derecho de separación de los accionistas y, a la vez por la exigencia de una amplia documentación que pretende salvaguardar los derechos de accionistas, trabajadores y acreedores en general.
3. Las fusiones se caracterizan por tres rasgos esenciales: la agrupación en bloque de los patrimonios sociales, la extinción sin liquidación de al menos una sociedad y la incorporación de la totalidad de los accionistas de las empresas fusionadas. A los que, a nuestro juicio, deben añadirse: la vocación de permanencia en el tiempo de esta nueva unidad empresarial y la existencia de una única dirección y opción estratégica.
4. Del estudio comparado con otras formas de concentración empresarial previstas en nuestro ordenamiento legal: *joint-venture*, agrupación de interés económico, uniones temporales de empresas, adquisición de una rama de actividad, formación de grupos de sociedades, compra de sociedad, ofertas públicas de adquisición de acciones, la adquisición global de patrimonio o la venta-fusión, puede concluirse que ninguna de ellas puede sustituir o ser equiparada plenamente a las operaciones de fusión, si bien la mayor similitud se presenta con respecto a la llamada venta-fusión.

5. Las causas que explican la realización de las fusiones pueden agruparse en dos grandes líneas doctrinales, la neoclásica, que postula que estas operaciones se deben llevar a cabo para mejorar la rentabilidad y riqueza de los accionistas y, la “gerencial”, que considera que, en muchas ocasiones, estos procedimientos se realizan porque favorecen los intereses de la alta dirección de las empresas fusionadas. En nuestra opinión, los procesos de fusión suelen obedecer a un conjunto de factores entre los que caben los expuestos por ambas líneas teóricas. Si bien, proponemos una clasificación de los mismos, distinguiendo entre causas internas y externas de las fusiones, a la vez que destacamos dentro de estas últimas, la existencia de factores contables y fiscales interrelacionados entre sí.

6. No existe una única fuente informativa completa capaz de indicar el número de fusiones llevadas a cabo en España en los años ochenta y noventa. A estos efectos, hemos procedido a analizar los Informes sobre Política de la Competencia elaborados por la Comisión Europea, las estadísticas del Instituto Nacional de Estadística sobre sociedades mercantiles, los Informes y Memorias anuales de la Bolsa de Barcelona y la Secretaría de Estado de Hacienda y, la información de la Dirección General de Seguros y otros trabajos anteriores que toman como base la prensa especializada. Del estudio de estas diversas fuentes se puede concluir que:
 - El empleo de procesos de fusión es relativamente reciente en nuestro país y cabe situarlo a partir de la década de los ochenta, alcanzando su máximo apogeo a finales de dicha década y comienzos de la siguiente, ralentizándose durante la primera parte de los años noventa, para experimentar un crecimiento en torno a los años 1992 y 1993, seguido de una disminución moderada.

 - De acuerdo con la información suministrada por la Secretaría de Estado de Hacienda, el mayor número de empresas que se fusionaron en España y que solicitaron acogerse al anterior régimen fiscal especial durante el período 1981-1993, pertenecieron al sector industrial con el 45,7 por ciento del total, seguido de las empresas bancarias y aseguradoras que representaron el 21,5 por ciento.

 - Los datos de la Comisión Europea para el período 1992/1993, en cambio, indican que el primer lugar, lo ocupan las empresas bancarias y aseguradoras con un 27,1 por ciento del total, seguidas de las manufacturas con un 24,1 por ciento. Sin embargo, tales discrepancias, se deben a que en

ésta última fuente se incluyen aparte de las fusiones, las adquisiciones mayoritarias de empresas. Por lo que, a nuestro juicio, los datos de la anterior fuente, son más representativos de la realidad española, máxime cuando los costes fiscales para llevar a cabo estas operaciones eran desorbitados si no se conseguían tales beneficios fiscales, lo que implica que la mayor parte de empresas fusionadas solicitaran tales beneficios fiscales.

- La mayoría de las operaciones presentaron un carácter nacional, esto es, se llevaron a cabo exclusivamente entre empresas españolas, esta afirmación se desprende, tanto de los datos facilitados por la Comisión Europea, así como de otros estudios realizados sobre empresas industriales y aseguradoras. No obstante, las operaciones comunitarias ocuparon el segundo puesto, destacando por su número las operaciones realizadas con empresas francesas. Y, en último lugar, se sitúan las operaciones internacionales, sobresaliendo las efectuadas con Estados Unidos.
- Además, las empresas españolas generalmente fueron objeto de este tipo de operaciones y no precursoras de las mismas. Si bien, el mayor número de fusiones lideradas por empresas españolas tuvieron como destino empresas portuguesas.
- Por lo que se refiere a las fusiones en el sector asegurador, hay que significar que, éstas se realizan mediante absorciones y, debido a las limitaciones legales, entre empresas del mismo sector. La mayor parte de las operaciones tuvieron lugar entre sociedades anónimas, en concreto, éstas representaron durante el período 1990-96 el 91,6 por ciento del total de entidades participantes en tales procesos. Además, fueron de carácter nacional y así en los años 1986-91, el 80 por ciento del total presentaron dicho carácter, si bien a nivel comunitario destacaron por su número las efectuadas con entidades francesas.
- En la Bolsa de Barcelona durante el período 1989-1996 se realizaron un total de 39 operaciones de fusión, de las que un 64 por ciento se llevaron a cabo empleando la modalidad de la absorción. La mayoría de operaciones presentaron un carácter horizontal y, aunque las fusiones en la banca representaron el mayor número, las diferencias son mínimas, por lo que puede afirmarse que las fusiones se realizaron en la mayoría de sectores de actividad.

7. Entre las razones que explican la intensa realización de fusiones en el ámbito español en los años ochenta se encuentran: la inminente incorporación al Mercado Único Europeo, la necesidad de crecer rápidamente la empresa española para acercarse al tamaño medio de las empresas europeas y norteamericanas y el favorable tratamiento fiscal previsto para este tipo de operaciones.
8. La evolución futura de los procesos de fusión, a nuestro juicio, presenta buenas expectativas debido a la influencia positiva del *boom* de fusiones que parece estar viviendo la economía norteamericana, el avance en el programa de la Unión Europea, la existencia de sectores con evidentes necesidades de reestructuración como son el cementero o el asegurador, los procesos de privatización de empresas públicas españolas y la liberalización de determinadas actividades económicas. Entre las características de esta nueva ola de fusiones parecen sobresalir su carácter menos especulativo y la realización de operaciones de tipo horizontal.
9. Los procesos de fusión no siempre suponen éxitos y entre las causas que explican los fracasos de estas estrategias de reestructuración empresarial cabe citar: el choque de culturas empresariales distintas, el exceso de valoración de la empresa objeto de la fusión, el descuido en los propios objetivos de las empresas, la marcha de personal clave y, la aparición de cambios impredecibles en las condiciones del mercado.
10. La Administración pública española ha venido potenciando estas fórmulas de crecimiento empresarial, mediante estímulos fiscales y un control limitado de estos procesos de concentración empresarial a través de políticas de la competencia. Así, en el período 1981-1993 se concedieron beneficios fiscales a más del 83 por ciento de las operaciones de fusión que lo solicitaron, que se cifraron en torno a 499.045 millones de pesetas, de los que más del 95 por ciento se refirieron al impuesto sobre sociedades.
11. La integración en las instituciones comunitarias, ha condicionado el fomento de políticas públicas impulsoras de estos procedimientos, de manera que la nueva legislación fiscal vigente, a diferencia de la anterior, no favorece estas operaciones, aunque, en nuestra opinión, tampoco consigue la pretendida neutralidad fiscal que preconiza, pues las revalorizaciones de activos y en general la afloración de plusvalías de las empresas absorbentes, no gozan de la posibilidad de diferimiento impositivo.

12. Los primeros pronunciamientos contables sobre combinaciones de empresas se formularon en Estados Unidos en 1944, a continuación aparecen los emitidos por el IASC y en el Reino Unido, mientras que en nuestro país en la actualidad aún están pendiente de desarrollo, lo que evidencia el retraso existente y la necesidad de elaboración de estas normas. Si bien, existe un Borrador sobre Normas de Contabilidad de Fusiones y Escisiones de Sociedades emitido por el ICAC en octubre de 1993. Tales pronunciamientos, en la actualidad están siendo objeto de un intenso debate tanto en el seno del IASC como en el FASB de Estados Unidos y el ASB del Reino Unido.
13. En España, la ausencia de una normativa contable específica sobre fusiones, implica que su reconocimiento contable se encuentre muy influido por las disposiciones mercantiles y fiscales. Aunque, otra parte de la doctrina mantiene que es posible aplicar, con ciertas limitaciones, los métodos de la compra y de la unión de intereses previstos en la normativa anglosajona. En nuestra opinión, ambas posturas son compatibles dado los amplios términos del actual marco legal de las fusiones.
14. Los procesos de valoración de las empresas fusionadas constituyen uno de los aspectos más cruciales para la consecución del éxito de estas operaciones. Para determinar los denominados valores reales de tales sociedades, se emplean conjuntamente diversas técnicas, aunque resultan especialmente idóneos los métodos de valoración sintéticos. Si bien, la valoración última que pacten los administradores y aprueben las respectivas Juntas generales de accionistas depende sobre todo de la información disponible y la capacidad negociadora de cada empresa; hallándose además supeditada al juicio de expertos independientes.
15. Las relaciones de canje de las acciones permiten garantizar la participación proporcional de todos los accionistas en la nueva sociedad resultante, a la vez que establecer el valor de las acciones que deben ser emitidas. A este respecto, hemos propuesto una formulación analítica general, que permite determinar las acciones a emitir tanto en el supuesto de absorción como en el fusión por creación de nueva sociedad.
16. Esta relación de canje de las acciones no se establece a partir de documentación contable, ni del balance de fusión, sino de los valores *reales* de las empresas acordados a efectos de la fusión. En cambio, estos valores *reales* pueden no ser reconocidos contablemente, lo que conduce a que las cuentas anuales de las empresas fusionadas no reflejen la imagen fiel de tales sociedades fusionadas.

17. La formulación del balance de fusión, en los términos de la actual regulación mercantil, así como en los previstos en el Borrador de normas emitido por el ICAC resulta cuanto menos innecesaria pues constituye un elemento distorsionador. Por lo que, a nuestro juicio, debería exigirse la inclusión en el mismo de la totalidad de plusvalías y minusvalías pactadas a efectos de la fusión.
18. La prohibición de canje de acciones propias y su correspondiente amortización prevista en la regulación mercantil, en nuestra opinión, sólo concierne a las acciones de empresas que se extinguen con motivo de la fusión, mientras que las acciones propias poseídas por la sociedad absorbente o las acciones que de dicha sociedad posean otras sociedades absorbidas, pueden destinarse al canje, mantenerse en cartera o ser amortizadas.
19. Los criterios de valoración previstos en el BNCFES no conducen siempre a que las cuentas anuales de la sociedad resultante proporcionen una misma imagen fiel con independencia de la forma legal adoptada en la fusión. Además, tal Borrador presenta un punto de conflicto con la actual legislación, ya que establece como norma general que no se reconozcan las modificaciones valorativas puestas de manifiesto con motivo de la fusión, mientras que la regulación mercantil, permite que las sociedades decidan su contabilización o no.
20. El hecho de que en el nuevo régimen fiscal de las fusiones, las valoraciones fiscales de los patrimonios de las sociedades fusionadas sean independientes del registro contable de las diferencias valorativas acordadas a efectos de la fusión, creemos contribuirá a que las sociedades fusionadas reconozcan contablemente en mayor medida las revalorizaciones de activos y fondos de comercio aflorados en la fusión, y en definitiva, a la consecución de la imagen fiel de tales procedimientos.
21. Cada uno de los dos regímenes fiscales previstos sobre fusiones: el general y el especial, presenta consecuencias contables distintas, que la empresa deberá valorar antes de proceder a su elección. Y así, unas mismas revalorizaciones de activos contabilizadas por la sociedad resultante supondrán, si optó por el régimen fiscal especial, el registro contable de “impuestos sobre beneficios diferidos”, mientras que en el régimen general no aparecerán diferencias. En cambio, si tales revalorizaciones no son contabilizadas y la empresa eligió tributar mediante el régimen fiscal especial no procederá al registro contable de ninguna diferencia y, si siguió el régimen alternativo, contabilizará unos “impuestos anticipados”.

22. Los dos métodos de registro de las combinaciones de empresas establecidos en la normativa del IASC, de Estados Unidos y del Reino Unido: el método de la compra y el de la unión de intereses, han experimentado una continua evolución para reducir las posibilidades de manipulación contables realizadas por las empresas combinadas. Con este propósito se restringió la aplicación de cada método a los supuestos en los que exclusivamente deban aplicarse, de acuerdo con los requisitos previstos para identificar cada tipo de combinación o; como en el caso del Reino Unido, se eliminó la posibilidad de dotar provisiones por futuras pérdidas operativas y costes de integración, para evitar que las sociedades incrementaran artificialmente sus resultados post-adquisición.
23. De la comparación del concepto de fusión contenido en la normativa del IASC, en los pronunciamientos contables de Estados Unidos, Reino Unido y del Borrador de normas sobre fusiones emitido en España, cabe reseñar que la mayor similitud existe entre las normas del Reino Unido y del IASC, mientras que los planteamientos del Borrador español se hallan más alejados, más en sintonía con el modelo continental francés, pues las condiciones para delimitar cada forma de fusión son muy reducidas en comparación con el resto. Además, otras diferencias significativas son:
- El Borrador español distingue un mayor número de modalidades de combinación de empresas, lo que a nuestro juicio entraña mayores dificultades de delimitación.
 - Las normas contables propuestas en España sostienen que la forma más habitual de fusión, la constituye: las “fusiones de intereses”, mientras que sus equivalentes en los restantes pronunciamientos: las “uniones de intereses”, se consideran formas de combinación poco usuales.
 - La delimitación de las “fusiones de adquisición” en el caso español se efectúa a partir del patrimonio real de la empresa adquirida, mientras que las restantes normas se emplea fundamentalmente el número de acciones poseídas por la sociedad adquirente.
24. La regulación española sobre el reconocimiento contable de las fusiones empresariales, no presenta excesivas diferencias con la prevista en el IASC o en las normas del Reino Unido y Estados Unidos, por lo que respecta al llamado método de la unión de intereses, pues las principales discrepancias se refieren al método de

la compra, en particular a la contabilidad del fondo de comercio afluado en la fusión y la imposibilidad de revisar en España tras la operación los valores pactados a efectos de la fusión. Estas mismas diferencias relativas al fondo de comercio son las que revisten mayor importancia, si comparamos entre sí, las normas del IASC y de los dos países anglosajones, siendo las normas del Reino Unido las que más difieren con respecto a los dos otros ámbitos.

25. Las discrepancias referidas al método de la compra, originadas en el diferente tratamiento del fondo de comercio, implican que aún empleando este mismo método, ciertas combinaciones contabilizadas según la normativa del Reino Unido presenten en sus estados financieros mejores resultados y ratios de rentabilidad financiera, que si tales operaciones se hubieran contabilizado según las normas de Estados Unidos, el IASC o de España, por este orden, lo que supondrá mayores ventajas competitivas para las empresas del Reino Unido en detrimento de las restantes, especialmente las realizadas en nuestro país y; en definitiva, una imagen fiel distinta de la situación económico-financiera de las empresas combinadas.
26. Aunque los criterios valorativos relativos a las “fusiones de adquisición “ y las “fusiones de intereses” contemplados en el BNCFES guardan evidentes semejanzas, respectivamente, con el método de la compra y el método de la unión de intereses previstos en la normativa del IASC, de Estados Unidos y del Reino Unido, es posible detectar importantes discrepancias. Entre ellas se puede destacar el tratamiento relativo a los intereses minoritarios y, sobre todo, el hecho de que ambos criterios previstos en la norma española puedan emplearse simultáneamente en una misma fusión, mientras que los métodos de la compra y de la unión de intereses son mutuamente excluyentes para una misma operación.
27. De las dos líneas esenciales de investigación empírica sobre fusiones existentes: aquella que trata de evaluar las consecuencias de estas operaciones para la rentabilidad y riqueza de los accionistas utilizando información del mercado de valores, y la que pretende analizar los efectos de las fusiones para un conjunto más amplio de agentes, a partir de datos contables, en España la mayor parte de los estudios empíricos realizados sobre fusiones se inscriben dentro de este segundo enfoque, destacando por su número los realizados sobre cajas de ahorros.
28. La investigación empírica sobre fusiones de sociedades aseguradoras corrobora la evidencia previa acerca de la idoneidad de la información contable para evaluar los efectos de las fusiones. Los resultados del estudio a nivel agregado indican que:

- Las empresas fusionadas no han sufrido un proceso de adaptación, quizás debido a que antes de llevar a cabo la fusión las empresas absorbentes ya habían iniciado un acercamiento previo con las sociedades absorbidas.
 - El año anterior a la fusión los grupos de empresas fusionadas presentan en promedio diferencias significativas frente al grupo de empresas no fusionadas y a favor de éstas últimas, en relación al ratio de autonomía financiera (*p-valor*: 0,0808, según el test de Mann-Whitney) y el ratio que expresa la relación entre las provisiones técnicas y las primas adquiridas (*p-valor*: 0,1074 según el test de Mann-Whitney).
 - Tras la fusión el grupo de empresas fusionadas no presenta en promedio ratios financieros, de rentabilidad y gestión significativamente distintos a los del grupo de empresas no fusionadas, lo que indica la desaparición de las anteriores diferencias y, en definitiva, un efecto beneficioso de tales procedimientos para las empresas fusionadas.
29. Los resultados del análisis empírico individual señalan que las entidades fusionadas ganaron posiciones dentro del sector en la rentabilidad de sus activos, la rentabilidad técnico-financiera y en su gestión, en especial en la reducción de sus gastos externos (comisiones); no existiendo variaciones importantes en el resto de indicadores.

Esperamos, que el presente trabajo de investigación contribuya al conocimiento de la realidad española de los procedimientos de fusiones de empresas, no sólo desde una perspectiva teórica sino también empírica y, que junto con los estudios previos realizados y los que se efectúen en el futuro, ayude a los organismos normalizadores a la selección de normas contables sobre tales procedimientos que reporten efectos positivos sobre nuestras empresas y el conjunto de la economía. A la vez, que esperamos que constituya una ayuda para aquellos agentes económicos interesados y afectados por este tipo de procedimientos, en especial en su dimensión contable.

Este trabajo constituye, además, un estudio abierto del que emanan otras posibles líneas de investigación y; así, cabría analizar las diferencias de la normativa contable sobre fusiones de los distintos países comunitarios y los efectos económicos derivados de tales discrepancias. Asimismo, podría profundizarse en los aspectos contables de otras fórmulas de concentración de empresas afines a las fusiones, tales como las agrupaciones de interés económico o las *joint-ventures* y, evidentemente, sobre las nuevas normas contables sobre fusiones pendientes de desarrollar por el ICAC.

BIBLIOGRAFÍA

- ACHER, G.(1994): "One step forward, one step back", *Accountancy*, volume 113, February, págs. 91 y 92.
- ACCOUNTING STANDARDS BOARD (1993): "*Discussion Paper. Fair values in acquisition accounting*", April, ASB.
- ___: (1993): "*Acquisitions and Mergers*", Financial Reporting Exposure Draft, n.º 6, Mayo, ASB.
- ___: (1994): "FRED 7. Fair Values in Acquisition Accounting. December 1993", *Accountancy*, January, págs. 113-123.
- ___: (1994): "Financial Reporting Standar 6: Acquisitions and Mergers", *Accountancy*, November, págs. 123-131.
- ___: (1994): "Financial Reporting Standard 7: Fair Values in Acquisition accounting. September 1994. September 1994", *Accountancy*, November, págs. 132-142.
- ___: (1996): "*Accounting for Goodwill and Intangible Assets*", Financial Reporting Exposure Draft, n.º 12, June, ASB.
- ___: (1997): "FRED. 15 Impairment of fixed assets and goodwill. June 1997", *Accountancy*, July, págs. 100-109.
- ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (1985): "Statement of Standard Accounting Practice 22: Accounting for Goodwill", *Accountancy*, January, págs. 119-123.
- ___: (1985): "*Accounting for Acquisitions and Mergers*", Statement of Standard Accounting Practice, n.º 23, April, ASC.
- ___: (1989): "SSAP 22 (revised) Accounting for Goodwill (Issued December 1984, revised July 1989)", *Accountancy*, October, págs. 185-189.

- : (1990): "Statement of Standard Accounting Practice-Exposure Draft 47: Accounting for Goodwill", *Accountancy*, March, págs. 161-171.
- : (1990): "Exposure Draft 48-February 1990. Accounting for Acquisitions and Mergers", *Accountancy*, March, págs. 171-178.
- : (1990): "Proposed Statement of Standard Accounting Practice-Exposure Draft 52. Accounting for Intangible Fixed Assets (Issued May 1990)", *Accountancy*, August, págs. 146-149.
- : (1990): "Proposed Statement of Standard Accounting Practice-Exposure Draft 53. Fair Value in the context of Acquisition Accounting (Issued July 1990)", *Accountancy*, September, págs. 145-150.
- ADIEGO, M. (1991): "La nueva regulación de las fusiones", *Actualidad Financiera*, n.º 2, págs. 13-19.
- ALCALDE GUTIÉRREZ, E.E. (1996): "La armonización de la legislación española de seguros con la normativa comunitaria. Efectos sobre su función de intermediación financiera", *Actualidad Financiera*, n.º 15, noviembre, págs. 1261-1274.
- ALMELA DÍEZ, B. y GARCÍA BENAÚ, M.A. (1993): "*Cuentas Anuales Consolidadas. Elaboración e Interpretación*", Secretariado de Publicaciones, Universidad de Alicante.
- ÁLVAREZ DÍAZ, C.J. (1987): "El método de la unión en la contabilización de combinaciones empresariales: condiciones requeridas por la normativa contable internacional para su aplicación", *Técnica Contable*, n.º 468, diciembre, págs. 563-572 y 608.
- ALVÁREZ LÓPEZ, J. (1991): "*Plan general y contabilidad de sociedades*", Editorial Donostiarra, decimoquinta edición, San Sebastián.
- ÁLVAREZ MELCÓN, S. (1995): "*Consolidación de Estados Financieros*", McGraw-Hill, segunda edición, Madrid.

- AMADO GUIRADO, J, INAREJOS CASTILLEROS, M. y CORTÉS ELÍAS, R. (1993): "Fusión de empresas (I) y (II) (aspectos fiscales y contables)", *Estrategia financiera*, n.º 88 y 89, septiembre y octubre, págs. 19-24 y 33-42.
- AMAT, O.y BLAKE, J. (1996): "*Contabilidad Europea*", Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), Madrid.
- AMAT, O.; BLAKE, J. y OLIVERAS, E. (1997): "Reflexiones en torno al contenido de la imagen fiel", *Técnica Contable*, n.º 578, febrero, págs. 81-90.
- AMAT SALAS, O. y MOYA MITJANS, X. (1994): "*Tratado de Contabilidad Superior. Contabilidad Superior de Sociedades*", Ediciones Ceac, Barcelona.
- ANGENIEUX, G. (1976): "*Las fusiones y la valoración de empresas*", Ediciones ICE, Madrid.
- ANSOFF, H.J. (1965): "*Corporate Strategy: An Analytical Approach to Business Policy for Growth and Expansion*", Penguin. Citado en Peel (1990).
- ANSOFF, H.J.(1976): "*La estrategia de la empresa*", Ediciones Universidad de Navarra S.A., Pamplona.
- ANSÓN LAPENA, J.A. (1995): "La valoración de empresas en la práctica: opinión de los auditores", *Revista Técnica*, n.º 6, págs. 24 a 37.
- APELLÁNIZ GÓMEZ, P.; SERRANO CINCA, C. y APELLÁNIZ GÓMEZ, T. (1996): "Evaluación de los resultados de las fusiones a partir de la información contable", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 87, abril-junio, págs. 429-457.
- ARAGÓN BUENO. E. y HARO PÉREZ, J. (1997): "En torno a los Joint Ventures: acepciones, marco jurídico y su regulación contable", *Técnica Contable*, n.º 577, enero, págs. 55-66.
- ARBELO ALVÁREZ, A. y PÉREZ GÓMEZ, P. (1997): "Fusiones bancarias y sus efectos sobre la eficiencia: el caso de las cajas de ahorros", *IX Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, 25,26 y 27 de septiembre, Tomo 1, págs. 106-122, Salamanca.

- ARCHEL DOMENCH, P. (1995): "Panorámica internacional del fondo de comercio", *VIII Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, 27, 28 y 29 de septiembre, Tomo 2, págs. 869-885, Sevilla.
- ARTHUR ANDERSEN & CO., COOPERS & LYBRAND, DELOITTE & TOUCHE, ERNST & YOUNG, KPMG PEAT MARWICK, AND PRICE WATERHOUSE (1991): "*Survey of International Accounting Practices*", New York, citado en MUELLER, G.G.; GERON, H. y MEEK, G.K. (1994).
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (1981): "*Principios de Valoración de Empresas: Propuesta de una metodología*", Documento n.º 4, marzo, AECA, Madrid.
- : (1983): "*Métodos prácticos de Valoración de Empresas: Propuesta de una metodología*", Documento n.º 9, julio, AECA, Madrid.
- : (1992): "*Principios de Organización y Sistemas. Crecimiento de la Empresa: Modalidades y Estrategias (Borrador)*", Documento n.º 6, AECA, Madrid.
- : (1996): "*Principios Contables 1980-1995*", AECA, Madrid.
- ASQUITH, P. (1983): "Merger bids, uncertainty, and stockholder returns", *Journal of Financial Economics*, n.º 11, págs. 51-83.
- AYALA BLANCO, J.L. (1994): "Análisis crítico del tratamiento contable de las operaciones de fusión y escisión de sociedades propuesto en el Borrador de Normas Contables del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (BOICAC Núm. 14, Octubre 1993)", *Centro de Estudios Financieros*, n.º 136, julio, págs. 73-152.
- BALLARÍN, E.; CANALS, J. y FERNÁNDEZ, P. (1994): "*Fusiones y adquisiciones de empresas. Un enfoque integrador*", Alianza Editorial, S.A., Madrid.
- BANCO DE ESPAÑA (1994): "*Circular n.º 4/1993, de 26 de marzo, sobre modificación de la Circular 4/1991, de normas de contabilidad de las entidades de crédito*" (BOE 8/4/94).

- BARNES, P. (1990): "The prediction of takeover targets in the UK by means of Multiple Discriminant Analysis", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 17, 1 (spring), págs. 73-84.
- BASS, M. (1997): "Quelles valeurs retenir pour les actifs immobilisés. Reçus à titre d'un apport partiel d'actif?", *Revue Française de Comptabilité*, Mars, págs. 65-73.
- BAUMOL, W.J. (1959): "*Business behavior, value and growth*", MacMillan, New York.
- BAZ BAZ, M. (1997): "La amortización del fondo de comercio", *Estrategia Financiera*, n.º 126, febrero, págs.31-37.
- BEAMISH, P.W.; KILLING, J.P.; LECREW, D.J. y CROOKELL, H.(1991): "*International Management. Text and Cases*", Irwin, Homewood.
- BECKER GÓMEZ, F. y BECKER ZUAZUA, F. (1995): "*Estudio jurídico, económico y contable de las sociedades anónimas*", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- BEFEC-PRICE WATERHOUSE (1997): "Accounting for an acquisition", *Accountancy*, October, págs. 88-89.
- BEGG, P.F.C. (1995): "*Corporate Acquisitions and Mergers: A practical Guide to the Legal, Financial and Administrative Implications*", Volume 1, Klumer Law International, London.
- BESTEIRO VARELA, M.A. (1995): "*La escisión de sociedades en España. Aspectos problemáticos de su regulación que inciden en la contabilidad*", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerior de Economía y Hacienda, Madrid.
- BESTEIRO VARELA, M.A. y SÁNCHEZ ARROYO, G. (1996): "*Contabilidad Financiera y de Sociedades II*", Ediciones Pirámide, S.A., segunda edición, Madrid.
- BLESA BAGUENA, A.; BERGUA CANELLES, R.; CIUTAD CURA, I. y PADROL MUNTÉ, H. (1996): "*Todo sobre la nueva ley del Impuesto sobre Sociedades*", Editorial Praxis, Barcelona.
- BOLSA DE BARCELONA (1990): "*Memoria 1989*", Barcelona.

- : (1991): *"Informe Anual 1990"*, Barcelona.
- : (1992): *"Informe Anual 1991"*, Barcelona.
- : (1993): *"Anexo Estadístico Bolsa de Barcelona. Memoria 1992"*, Barcelona.
- BORSA DE BARCELONA (1994): *"Informe Anual 1993"*, Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona.
- : (1995): *"Informe Anual 1994"*, Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona, S.A., Barcelona.
- : (1996): *"Informe Anual 1995"*, Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona, S.A., Barcelona.
- : (1997): *"Informe Anual 1996"*, Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona, S.A., Barcelona.
- BOUCHER, W.I. (1980): *"The Process of Conglomerate Merger"*, Federal Trade Commission, Washington. Citado en Peel (1990).
- BREALEY, R. y MYERS, S. (1988): *"Fundamentos de Financiación Empresarial"*, McGraw Hill, Madrid.
- BRILMAN, J. y MAIRE, C. (1990): *"Manual de valoración de empresas"*, Ediciones Díaz de Santos, Madrid.
- BRITTAN, L. (1991): *"Competition policy and merger control in the single european market"*, Grotius Publications Ltd., Cambridge.
- BROSETA PONT, M. (1994): *"Manual de Derecho Mercantil"*, Editorial Tecnos, S.A., décima edición, Madrid.
- BUENO CAMPOS, E. (1996): *"Dirección Estratégica de la empresa. Metodología, Técnicas y Casos"*, Ediciones Pirámide, S.A., quinta edición, Madrid.
- CABALLER MELLADO, V. (1994): *"Métodos de valoración de empresas"*, Ediciones Pirámide, S.A., Madrid.

- CADARSO GARGALLO, P. (1982): "Régimen fiscal en favor de las concentraciones de empresas. Ley 76/1980, de 26 de diciembre y Real Decreto 2182/1981, de 24 de julio (I)", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 37, enero-abril, págs. 76-83.
- CANTORNA AGRA, S. (1992): "*Supuestos de Contabilidad de Sociedades*", Editorial Tebar Flores, segunda edición, Madrid.
- CAÑIBANO CALVO, L. (1995): "*Contabilidad. Análisis contable de la realidad económica*", Ediciones Pirámide, séptima edición, Madrid.
- CARTWRIGHT, S. y COOPER, C.L. (1996): "*Managing Mergers Acquisitions and Strategic Alliances: Integrating People and Cultures*", Butterworth Heinemann Ltd, tercera edición, Oxford.
- CASTELLÓ TALIANI, E. y MONTESINOS JULVE, V. (1987): "Análisis del artículo 20 de la VII Directriz de la CEE: el método de la puesta de intereses en común", *Técnica Contable*, n.º 460, abril, págs. 197-210.
- CEA GARCÍA, J.L. (1996): "*La búsqueda de la racionalidad económico-financiera. Imperativo prioritario para la investigación contable*", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- CELLI, R. (1995): "European Union" en BEGG, P.F.C. (1995): "*Corporate Acquisitions and Mergers: a practical guide to the legal, financial and administrative implications*", Volume 2, Kluwer Law Intenational, London.
- CHANDLER, A. (1988): "*La mano visible. La revolución en la dirección de la empresa norteamericana*", Centro de Publicaciones del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Madrid.
- CHEMINADE (1970): "Nature juridique de la fusion de sociétés anonymes", *Reviste trimestrale de Droit commercial*. Citado en Sánchez Oliván (1993).
- CHITTY, D. y VELLACOTT, C. (1996): "Goodwill: a brief look at FRED 12", *Management Accounting*, October, pág. 26.

- CLARK, K. y OFEK, E. (1994): "Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 29, December, págs. 541-561.
- COLINO AROCENA, G. y REVELLO DE TORO CABELLO, J.M. (1994): "Valoración de una sociedad aplicando el «discounted cash-flow»" en ACOSTA T.; MORENO-LUQUE, J.M. y URQUIJO, J.L. coord. (1994): "Adquisición de sociedades no cotizadas", Ediciones Deusto, S.A., Bilbao.
- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1988): "XVII Informe sobre la política de la competencia 1987", Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Bruselas, Luxemburgo.
- : (1989): "XVIII Informe sobre la política de la competencia 1988", Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Bruselas, Luxemburgo.
- : (1990a): "Reglamento 2367/90 de la Comisión, de 25 de julio de 1990 sobre las notificaciones, límites de tiempo y desarrollo del Reglamento del Consejo 4064/89 sobre control de las concentraciones entre empresas", Diario Oficial de las Comunidades Europeas n.º L 219 de 1990.
- : (1990b): "XIX Informe sobre la política de la competencia 1989", Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Bruselas, Luxemburgo.
- : (1991): "XX Informe sobre la política de la competencia 1990", Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Bruselas, Luxemburgo.
- : (1992): "XXI Informe sobre la política de la competencia 1991", Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Bruselas, Luxemburgo.
- : (1993): "XXII Informe sobre la política de la competencia 1992", Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Bruselas, Luxemburgo.
- : (1994): "XXIII Informe sobre la política de la competencia 1993", Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Bruselas, Luxemburgo.
- CÓNDOR LÓPEZ, V. y LÓPEZ GARCÍA, A. (1997): "El régimen tributario de los grupos de sociedades", *Partida Doble*, n.º 75, febrero, págs. 15-37.

- CONSEJO DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1978): "*Cuarta Directiva (78//CEE) de 25 de julio 1978, relativa a las cuentas anuales de ciertas formas de sociedades*", Diario Oficial de las Comunidades Europeas n° L 222 de 14 de agosto de 1978.
- : (1978): "*Tercera Directiva (78/855/CEE) de 9 de octubre 1978, relativa a la fusión entre sociedades anónimas*", Diario Oficial de las Comunidades Europeas n° L 295 de 20 de octubre 1978.
- : (1983): "*Séptima Directiva (83/349/CEE) de 13 de junio de 1983, basada en el art. 54.3. g del Tratado de Roma relativa a las cuentas Consolidadas*", Diario Oficial de las Comunidades Europeas n.º L 193 de 18 de julio de 1983.
- : (1985): "*Reglamento n.º 2137/85 del Consejo de 25 de julio 1985, relativo a la constitución de una Agrupación Europea de Interés Económico*", Diario Oficial n.º L 199 de 31 julio 1985.
- : (1989): "*Reglamento n.º 4064/89 de 21 de diciembre de 1989 sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas*", Diario Oficial de las Comunidades Europeas n.º L 395 de 30 de diciembre de 1989.
- : (1990): "*Directiva (90/434/CEE) de 23 de julio de 1990, relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de acciones realizadas entre sociedades de diferentes Estados Miembros*", Diario Oficial de las Comunidades Europeas n.º L 225 de 20 de agosto 1990.
- : (1991): "*Directiva 91/674/CEE, de 19 de diciembre de 1991, relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de las empresas de seguros*", Diario Oficial de las Comunidades Europeas n.º L374 de 31 de diciembre de 1991.

COPELAND, T.E. y WESTON, J.F.(1983): "*Financial theory and corporate policy*", Addison-Wesley publishing company.

CÓRDOBA BUENO, M. (1994): "La valoración de una sociedad anónima cotizada" en ACOSTA T.; MORENO-LUQUE, J.M. y URQUIJO, J.L. coord. (1994): "*Adquisición de sociedades no cotizadas*", Ediciones Deusto, S.A., Bilbao.

- CORONA ROMERO, E. (1990): "Fusión y escisión de sociedades (Régimen General)", en *"Aspectos y problemática contable del impuesto sobre sociedades. Tomás Millán in Memoriam"*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- COSTA, N. (1991): "Las agrupaciones de interés económico: una nueva forma de cooperación", *Estrategia Financiera*, n.º 68, noviembre, págs. 4-7.
- CUADRADO EBRERO, A. y VALMAYOR LÓPEZ, M.L. (1992): *"Organismos contables americanos emisores de normas"*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- CYERT, R.M. y MARCH, J.G. (1963): *"A Behavioral Theory of the Firm"*, Prentice-Hall, Inc, Englewood Cliffs, N.J.
- DAVIS, J.L. (1996): "The purchase vs. pooling controversy: how the stock market responds to goodwill", *Journal of applied corporate finance*, págs. 50-59.
- DE COMENGE, M. y LÓPEZ LÓPEZ, N. (1990): "Control comunitario y nacional de la concentración de empresas", en VIVES, X. y GUAL, J. (1990): *"Concentración empresarial y competitividad: España en la CEE"*, Editorial Ariel, S.A., Barcelona.
- DE LA CÁMARA ÁLVAREZ, M. (1978): *"Estudios de Derecho Mercantil"*, Tomo II, segunda edición. Citado en Sánchez Oliván (1993).
- DE LECEA FLORES DE LEMUS, A. (1991): "Los sectores de la banca y del seguro españoles ante el Mercado Único", *Información Comercial Española. Revista de Economía*, n.º 690, febrero, págs. 33-50.
- DE PABLOS ESCOBAR, L. y VALIÑO CASTRO, A. (1989): "Régimen fiscal de las fusiones de empresas", *Actualidad Financiera*, n.º 13, págs. 961-975.
- DIETRICH J. y SORENSEN E. (1984): "An application of Logit analysis to prediction of merger targets", *Journal of Business Research*, September, págs. 393-402.

- DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS (1990): *"Balances y Cuentas de pérdidas y ganancias del ejercicio 1989. Seguros Privados"*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- : (1991): *"Balances y Cuentas de pérdidas y ganancias del ejercicio 1990. Seguros Privados"*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- : (1992): *"Balances y Cuentas de pérdidas y ganancias del ejercicio 1991. Seguros Privados"*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- : (1993): *"Balances y Cuentas de pérdidas y ganancias del ejercicio 1992. Entidades de Seguros"*, tomo I, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- : (1994): *"Balances y Cuentas de pérdidas y ganancias del ejercicio 1993. Entidades de Seguros"*, tomo I, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- : (1995a): *"Balances y Cuentas de pérdidas y ganancias del ejercicio 1994. Entidades de Seguros"*, tomo I, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- : (1995b): *"Informe sector seguros 1994"*, Secretaría de Estado de Economía, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- : (1996): *"Balances y Cuentas de pérdidas y ganancias del ejercicio 1995. Entidades de Seguros"*, tomo I, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- : (1997a): *"Información Trimestral 1-1-96 a 31-6-96"*, Boletín 1/ 1996, Secretaría de Estado de Economía, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- : (1997b): *"Información Trimestral 1-1-96 a 30-9-96"*, Boletín 3/ 1996, Secretaría de Estado de Economía, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- : (1997c): *"Información Trimestral 1-1-96 a 31-12-96"*, Boletín 4/ 1996, Secretaría de Estado de Economía, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- : (1997d): *"Seguros y fondos de pensiones. Informe 1996"*, Secretaría de Estado de Economía, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

- DOMÍNGUEZ PÉREZ, J.L. (1994): "El impacto de la norma fiscal sobre fusiones en su reflejo contable", *Actualidad Financiera*, n.º 13, págs. 59-99.
- DURÁN HERRERA, J.J. (1977): "*La diversificación como estrategia empresarial. El conglomerado multinacional*", Ediciones Pirámide, S.A., Madrid.
- EGG, G. (1993): "*La fusión de empresas. Técnicas y pasos a seguir*", Ediciones Deusto, S.A., Bilbao.
- EMBID IRUJO, J.M. (1987): "*Grupos de Sociedades y accionistas minoritarios. La tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*", Ministerio de Justicia, Madrid.
- ESTEBAN JODAR, L. (1993): "El mercado español de seguros", *Información Comercial Española. Revista de Economía*, n.º 715, marzo, págs. 15-44.
- ESTEO SÁNCHEZ, F. (1995a): "*Análisis de Estados Financieros. Planificación y Control*", Ediciones Centro de Estudios Financieros, tercera edición, Madrid.
- ESTEO SÁNCHEZ, F. (1995b): "Las uniones temporales de empresas. Especial referencia al sector de la construcción y a la contabilidad de la empresa partícipe", *Esic Market*, enero-marzo, págs. 129-150.
- FAMA, E. (1980): "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, págs. 288-307.
- FAMA, E. y JENSEN C.J. (1983): "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, págs. 327-349.
- FAMA, E.F. y MILLER, M.H. (1972): "*The Theory of Finance*", Holt, Rinehart and Winston, Nueva York.
- FERNÁNDEZ BLANCO, M. y GARCÍA MARTÍN, C.J. (1995): "El efecto de la publicación de una opa sobre la rentabilidad de las acciones", *Revista Española de Economía*, volumen 12, n.º 2, págs. 219-240.
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, J.M. (1993): "*Consolidación de estados contables*", Editorial AC, Madrid.

- FERNÁNDEZ GÁMEZ, M.A. (1988): "Formulación analítico-contable de la absorción entre sociedades anónimas intercapitalizadas: una generalización", *Actualidad Financiera*, n.º 28, págs. 1367-1380.
- FERNÁNDEZ GÁMEZ, M.A.; CISNEROS RUIZ, A.J. y DIÉGUEZ SOTO, J. (1993): "Las acciones propias en las fusiones de empresas: problemática económico-contable", *Actualidad Financiera*, n.º 30, págs. 383-396.
- FERNÁNDEZ PALACIOS, J. y MAESTRO, J.L. (1991): "*Manual de Contabilidad y Análisis Financiero de Seguros*", Centro de Estudios del Seguro, S.A., Madrid.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (1996a): "*Accounting Standards. Original Pronouncements as of June 1, 1996*", Volume I, II, John Wiley & Sons, Inc., Norwalk, Connecticut : "ARB No. 24 Accounting for Intangible Assets".
- : "ARB No. 40 Business Combinations".
- : "*ARB No. 43 Restatement and Revision of Accounting Research Bulletins*".
- : "*ARB No. 48 Business Combinations*".
- : "*ARB No. 51 Consolidated Financial Statements*".
- : "*APB Opinion No. 6 Status of Accounting Research Bulletins*".
- : "*APB Opinion No. 10 Omnibus Opinion-1966*".
- : "*APB Opinion No. 16 Business Combinations*".
- : "*APB Opinion 17 Intangible Assets*".
- : "*Business Combinations: Accounting Interpretations of APB Opinion No. 16*".
- : "*Intangible Assets Unofficial Accounting Interpretations of APB Opinion No. 17*".
- : "*Interpretation No. 4 Applicability of FASB Statement No. 2 to Business Combinations Accounted for by the Purchase Method (an interpretation of FASB Statement No. 2)*".

- : *"FASB Statement No. 10 Extension of "Grandfather" Provisions for Business Combinations (an amendment of APB opinion No. 16)"*.
- : *"Interpretation No. 9 Applying APB Opinions No. 16 and 17 When a Savings and Loan Association or a Similar Institution Is Acquired in a Business Combination Accounted for by the Purchase Method (an interpretation of APB Opinions No. 16 and 17)"*.
- : *"Interpretation No. 21 Accounting for Leases in a Business Combination (an interpretation of FASB Statement No. 13)"*.
- : *"FASB Statement No. 38 Accounting for Preacquisitions Contingencies of Purchased Enterprises (an amendment of APB Opinion No. 16)"*.
- : *"FASB Statement No. 44 Accounting for Intangible Assets of Motor Carriers (an amendment of Chapter 5 of ARB 43 and an interpretation of APB Opinions 17 and 30)"*.
- : *"Technical Bulletin No. 81-2 Accounting for Unused Investment Tax Credits Acquired in a Business Combination Accounted for by the Purchase Method"*.
- : *"FASB Statement No. 71 Accounting for the Effects of Certain Types of Regulation"*.
- : *"FASB Statement No. 72 Accounting for Certain Acquisitions of Banking or Thrift Institutions (an amendment of APB Opinion No. 17, an interpretation of APB Opinions 16 and 17, and an amendment of FASB Interpretation No. 9)"*.
- : *"FASB Statement No. 79 Elimination of Certain Disclosures for Business Combinations by Nonpublic Enterprises (an amendment of APB Opinion No. 16)"*.
- : *"Technical Bulletin No. 85-5 Issues Relating to Accounting for Business Combinations"*.
- : *"FASB Statement No. 87 Employers Accounting for Pensions"*.
- : *"FASB Statement No. 106 Employers' Accounting for Postretirement Benefits Other Than Pensions"*.

- : *"Technical Bulletin No. 85-6 Accounting for a Purchase of Treasury Shares at a Price Significantly in Excess of the Current Market Price of the Shares and the Income Statement Classification of Cost Incurred in Defending against a Takeover Attempt"*.
- : *"FASB Statement No. 96 Accounting for Income Taxes"*.
- : *"FASB Statement No. 109 Accounting for Income Taxes"*.
- : *"FASB Statement No. 111 Recission of FASB Statement No. 32 and Technical Corrections"*.
- : *"FASB Statement No. 121 Accounting for the Impairment of Long-Lived Assets and for Long-Lived Assets to Be Disposed Of"*.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (1996b): *"Accounting Standards. Current Text as of June 1, 1996"*, Volume I, John Wiley & Sons, Inc., Norwalk, Connecticut

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (1997): "Business Combinations", *Financial Accounting Series. Status Report*, n.º 291, pág. 3.

FRISCH, R.(1963): *"Las leyes técnicas y económicas de la producción"*, Sagitario, Barcelona.

GARCÍA BENAÚ, M.A. (1995): *"Armonización de la información financiera en Europa"*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

GARCÍA BENAÚ, M.A.; LAÍNEZ GADEA, J.A. y MONTERREY MAYORAL, J. (1996): *"Contabilidad para la empresa multinacional"*, Ediciones Pirámide, S.A., Madrid.

GARCÍA CANAL, E. (1996): *"El papel de los acuerdos de cooperación en la estrategia de la empresa"*, Alta Dirección, n.º 187, págs. 193-199.

GARCÍA ECHEVARRÍA, S. (1988): *"Política de fusiones y competencia"*, Ediciones Díaz de Santos, S.A., Madrid.

- GARCÍA FALCÓ, J.M. y MARTÍN MACHÍN, J.(1992): "Métodos de desarrollo de las estrategias de crecimiento y diversificación empresarial", *Actualidad Financiera*, n.º 3, págs. 61-75.
- GARCÍA MARTÍN, C.J. (1994): "*Fusiones y adquisiciones de empresas: efectos sobre la rentabilidad del accionista*", Tesis Doctoral, Universidad de Valencia.
- GARCÍA MARTÍN, C.J. (1995): "El mercado de control de empresas: evidencia empírica", *Esic Market*, octubre-diciembre, págs. 161-196.
- GARCÍA MARTÍNEZ, F. y VILLANUEVA GARCÍA, E. (1995): "Contabilidad de las operaciones realizadas en régimen de Unión Temporal de Empresas (I) y (II)", *Técnica Contable*, n.º 555, marzo, págs. 138-154, y nº 556 abril págs. 261-272.
- GARCÍA ROA, J. (1994): "*Las Cajas de Ahorros Españolas: cambios recientes, fusiones y otras estrategias de dimensionamiento*", Editorial Civitas, S.A., Madrid.
- GARRIDO MIRALLES, P. y GÓMEZ ALBERO, M.A. (1996): "Las fusiones en el contexto internacional: consideraciones contables", *Técnica Contable*, n.º 566, febrero, págs. 105-120.
- GARRIDO MIRALLES, P. (1996): "*Fusiones en Europa: aspectos económicos y contables*", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- GARRIGUES, J. y URÍA, R. (1976): "*Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*", tercera edición corregida y puesta al día por Aurelio Menéndez y Manuel Olivencia, Madrid.
- GAUGHAN, P.A. (1994): "Introduction: The Fourth Merger and Beyond", incluido en GAUGHAN, P. (1994): "*Reading in Mergers and Acquisitions*", Cambridge, Blackwell Publishers.
- GAUGHAN, P.A (1996): "*Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*", John Wiley & Sons, Inc., New York.
- GERINGER, J.J. (1988): "Partner Selection Criteria for Developed Country Joint Ventures", *Business Quarterly*, verano, págs. 55-62.

- GIBRAT, R. (1931): "*Les inégalités économiques*". Citado en Suárez Suárez (1993).
- GIMÉNEZ BARRIOCANAL, F. (1996): "Comentario al Registro Mercantil: Distintos desarrollos", *Partida Doble*, n.º 70, septiembre, pág. 93.
- GIMÉNEZ BARRIOCANAL, F. (1997): "Comentario a la Resolución de 20 de diciembre de 1996, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas", *Partida Doble*, n.º 77, abril, pág. 87.
- GIMENO ZUERA, J. (1988): "*El fondo de comercio en la VII Directriz*", *Técnica Contable*, n.º 474 y 475, junio y julio, págs. 315-323 y 369-380.
- GINER INCHAUSTI, B. y MORA ENGUÍDANOS, A. (1977): "Las normas de AECA ante la nueva estrategia contable para el siglo XXI", *IX Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, 25, 26 y 27 de septiembre, Tomo 1, págs. 495-520, Salamanca.
- GÓMEZ ALBERO, M.A. (1995): "Contabilidad de las revalorizaciones derivadas de fusiones entre entidades de crédito: la Circular 4/1993 del Banco de España", *Técnica Contable*, n.º 560-561, agosto-septiembre, págs. 591-601.
- GÓMEZ PORRÚA, J.M. (1991): "*La Fusión de Sociedades Anónimas en el Derecho español y comunitario*", La Ley, Madrid.
- GONZÁLEZ GARCÍA, A.L. (1996): "Aspectos contables y fiscales de las fusiones", *Análisis Financiero*, n.º 68, primer cuatrimestre, págs. 66-71.
- GONZÁLEZ NUÑEZ, J.L. (1996): "Economías de escala y eficiencia frontera. Una aplicación a las empresas del Mercado Único Europeo", *Economía Industrial*, n.º 307, págs. 173-186.
- GONZALO ANGULO, J.A. (1993): "El principio del registro y el reconocimiento de los hechos económicos en los estados financieros", incluido en "*Comentarios sobre el Nuevo Plan General de Contabilidad*", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- GONZALO ANGULO, J.A. (1994): "*Lectura e interpretación cuentas anuales consolidadas*", Centro de Estudios Financieros, Madrid.

- GONZALO ANGULO, J.A. y TUA PEREDA, J., (1997): "*Normas Internacionales de Contabilidad de la IASC*", Ediciones del Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España, cuarta edición, Madrid.
- GORT, M. (1969): "An Economic Disturbance Theory of Mergers", *Quarterly Journal of Economics*, n.º 83, págs. 624-642.
- GOXENS ORENSANZ, M.A. y GOXENS DUCH, A. (1994): "*Financiación y contabilidad de sociedades*", Promociones y Publicaciones Universitarias, S.A., segunda edición, Barcelona.
- GRAY, S. (1988): "Accounting for acquisitions and merges. Aunified approach", *The Accountant's Magazine*, July, págs. 20-23.
- GUTIÉRREZ VIGUERA, M. (1993): "La Contabilidad de las Uniones Temporales de Empresas (U.T.E.) en el sector de la construcción", *Técnica Contable*, n.º 531, marzo, págs. 185-197.
- HARARI, O. (1996): "Una cura para la sinrazón de las fusiones y adquisiciones", *Harvard Deusto Business Review*, septiembre-octubre, págs. 48-52.
- HARRIGAN, K.R. (1988): "Joint Ventures and Competitive Strategy", *Strategy Management Journal*, volume 9, March-April, págs. 141-158.
- HEALY, P.M., PALEPU, K.G. y RUBACK, R. S. (1992): "Does corporate performance improve after mergers?", *Journal of Financial Economics*, n.º 2, April, págs. 135-175.
- HIGSON, C. (1990): "*The choice of accounting method in UK mergers and acquisitions*", Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- HOPKINS, T.H. (1983): "*Mergers, acquisition and divestitures: a guide to their impact for investors and directors*", DowJones-Irwin.
- INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS (1991): "*Resolución de 10 de mayo de 1991 del Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del*

- artículo 159 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas*", BOICAC n.º 5, mayo, págs. 5-9. Corrección errores BOICAC n.º 6, julio, pág. 20.
- : (1992a): "*Resolución del 21 de enero de 1992, del Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se aprueba la Norma sobre Inmovilizado Inmaterial*", BOICAC n.º 8, enero, págs. 13-21. Corrección errores BOICAC n.º 9, abril, págs. 26-27.
- : (1992b): "*Resolución del 30 de mayo de 1992, del Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas sobre algunos aspectos de la norma de valoración número dieciséis del Plan General de Contabilidad*", BOICAC n.º 9, abril, págs. 13-24.
- : (1993a): "*Borrador de Normas de Contabilidad Aplicables a las Fusiones y Escisiones de Sociedades*", BOICAC n.º 14, octubre, págs. 37-48. Corrección errores BOICAC n.º 16, marzo, pág. 169.
- : (1993b): "*Consulta 12. Sobre los criterios de valoración aplicables en las fusiones en que pertenezcan a la sociedad absorbente la totalidad de las acciones de la sociedad absorbida*", BOICAC n.º 12, marzo, págs. 166 y 167.
- : (1993c): "*Consulta 4. Sobre diversas cuestiones relativas a la aplicación con carácter general de las normas sobre Uniones Temporales de Empresas a todos los sectores de actividad y al registro contable en libros, de la 'integración' de las cifras de las UTEs*", BOICAC n.º 15, diciembre, pág. 58.
- : (1994): "*Resolución de 1 de septiembre de 1994 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se publica la modificación del apartado 8.a) de la Norma Técnica de elaboración del informe especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas*", BOICAC n.º 18, septiembre, pág. 7.
- : (1996): "*Resolución de 20 de diciembre de 1996, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se fijan criterios generales para determinar el concepto de patrimonio contable a efectos de los supuestos de reducción de capital y disolución de sociedades regulados en la Legislación Mercantil (BOE de 4 de marzo de 1997)*", BOICAC n.º 28, diciembre, pág. 9-12.

- : (1997): *"Consulta 31. Sobre el tratamiento contable de la deducibilidad fiscal de un fondo de comercio adquirido a título oneroso con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades"*, *Partida Doble*, n.º 79, junio, págs. 53-54.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (1992a): *"Estadísticas de Sociedades Mercantiles. Año 1990. Datos definitivos"*, julio, Instituto Nacional de Estadística (INE), Madrid.

- : (1992b): *"Estadísticas de Sociedades Mercantiles. Año 1991. Datos definitivos"*, noviembre, INE, Madrid.

- : (1993): *"Estadísticas de Sociedades Mercantiles. Año 1992. Datos definitivos"*, noviembre, INE, Madrid.

- : (1995a): *"Estadísticas de Sociedades Mercantiles. Año 1993. Datos definitivos"*, enero, INE, Madrid.

- : (1995b): *"Estadísticas Mensuales (Enero a Diciembre) de sociedades Mercantiles. Año 1995. Datos provisionales"*, INE, Madrid.

- : (1996a): *"Estadísticas de Sociedades Mercantiles. Año 1994. Datos definitivos"*, julio, INE, Madrid.

- : (1996b): *"Estadísticas Mensuales (Enero a Diciembre) de Sociedades Mercantiles. Año 1996. Datos Provisionales"*, INE, Madrid.

- : (1997): *"Estadísticas Mensuales (Enero a Julio) de Sociedades Mercantiles. Año 1997. Datos Provisionales"*, INE, Madrid.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (1983): *"Accounting for Business Combinations"*, IAS 22, November, London.

- : (1989): *"Comparability of financial statements"*, Exposure Draft 32, January, IASC, London.

- : (1990): "Statement of Intent. Comparability of Financial Statements", July, London. Existe traducción en MONTESINOS JULVE, V. (1993), *Técnica Contable*, n.º 539, noviembre, págs. 719-748.
- : (1991): "Norma Internacional de Contabilidad n.º 31 Información financiera relativa a las participaciones en negocios conjuntos", IASC, noviembre, Londres. Existe traducción en MONTESINOS JULVE, V. (1992), *Técnica Contable*, n.º 528, diciembre, págs. 805-830 y 840.
- : (1992): "Business Combinations", Exposure Draft 45, June, IASC, London.
- : (1993): "Business Combinations", IAS 22, London. Existe traducción en BASTANTE JIMÉNEZ, V. (1995), *Revista Técnica*, n.º 7, págs. 76-89.
- : (1997): "Business Combinations", Exposure Draft 61, August, IASC, London.
- JENSEN, M.C. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, May, págs. 323-329.
- JENSEN, M.C. (1990): "Las ofertas públicas de compra: la senda hacia la eficacia de las grandes sociedades" *Harvard-Deusto Business Review*, tercer trimestre, págs. 71-92.
- JENSEN, M.C. (1994): "Takeovers: Their Causes and Consequences" en GAUGHAN, P.: "Readings in Mergers and Acquisitions", Basil Blackwell, Cambridge, Massachusetts.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Wwnership Structure", *Journal of Financial Economics*, octubre, págs. 305-360.
- JONES, C. y GONZÁLEZ-DÍAZ, E. (1992): "The EEC Merger Regulation", Sweet & Maxwell, London.
- KAPLAN, S. (1989): "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of Financial Economics*, Volume 24, October, págs. 217-254.

- KEEGAN, M. y KING, H. (1996): "Together but different", *Accountancy*, October, págs. 64-65.
- KESTER, W.C. (1993): "*Las absorciones de empresas. En el contexto japonés de los negocios*", MacGraw-Hill, Madrid.
- KPMG (1996): "Business Combinations", *Accountancy*, November, pág. 79.
- LABATUT SERER, G. (1996): "Problemática contable y fiscal de las fusiones de empresas", *Partida Doble*, n.º 65, marzo, págs. 19-29.
- LABATUT SERER, G. y PARDO PÉREZ, F. (1995): "Las fusiones de empresas: aspectos contables y fiscales", *Técnica Contable*, n.º 553, enero, págs. 41-53.
- LAGARES, CALVO, M.J. (1993): "Cajas de ahorros: preparando el futuro", *Papeles de Economía Española*, n.º 54, págs. 154-173.
- LAÍNEZ GADEA, J.A. (1993): "*Comparabilidad internacional de la información financiera. Análisis y posición de la normativa española*", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- LARA SÁNCHEZ, F. y LÓPEZ PÉREZ, M.V. (1996): "Tratamiento de los grupos de sociedades en los ámbitos mercantil y fiscal", *VII Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad*, junio, Barcelona.
- LARGO GIL, R. (1992): "*La fusión de sociedades mercantiles. Fase preliminar, proyecto de fusión e informes*", Editorial Civitas, S.A., Madrid.
- LARRIBA DÍAZ-ZORITA, A. (1992): "Contabilidad de fusiones y escisiones" en GONZALO ANGULO, J.A. (1992): "*Contabilidad en España 1992*", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- LARRIBA DÍAZ-ZORITA, A. (1994a): "El cálculo de las relaciones de canje en las fusiones y en las escisiones según el proyecto de normativa contable. Contabilidad de las fusiones y escisiones según la nueva normativa", *Seminario Nueva Normativa sobre fusiones y escisiones*, Carta Tributaria y Partida Doble, 2 de febrero, 1994, Madrid.

LARRIBA DÍAZ-ZORITA, A. (1994b): “Problemas de valoración en las fusiones y escisiones de sociedades”, *Partida Doble*, n.º 44, abril, págs. 5-22.

LARRIBA DÍAZ-ZORITA, A. (1996): “Responsabilidad del auditor en una auditoría innecesaria: la del balance de fusión”, *Partida Doble*, n.º 65, marzo, págs. 12-18.

Ley 76/1980, de 26 de diciembre, *sobre régimen fiscal de las fusiones de empresas* (BOE 10/1/81).

Ley 18/1982, de 26 de mayo, *de Régimen Fiscal de Agrupaciones y Uniones Temporales de empresas* (BOE 9/6/82).

Ley 33/1984, de 2 de agosto, *sobre Ordenación del Seguro Privado* (BOE 4/8/84).

Ley 31/1985, de 2 de agosto, *de Regulación de Normas Básicas sobre los Organos Rectores de las Cajas de Ahorros* (BOE 9/8/85).

Ley 3 /1987, de 2 de abril, *General de Cooperativas* (BOE 8/4/87).

Ley 24/1988, de 28 de julio, *del Mercado de Valores* (BOE 29/7/88).

Ley 26/1988, de 29 de julio, *de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito* (BOE 30/7/88).

Ley 16/1989, de 17 de julio, *de defensa de la competencia* (BOE 18/7/1989).

Ley 19/1989, de 25 de julio, *de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades* (BOE 27/7/89).

Ley 12/1991 *de Agrupaciones de Interés Económico* (BOE 30/4/91).

Ley 29/1991, de 16 de diciembre, *de adecuación de determinados conceptos impositivos a las Directivas y Reglamentos de las Comunidades Europeas* (BOE 17/12/91).

Ley 13/1992, de 1 de junio *de Recursos propios y supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras* (BOE 2/6/92).

- Ley 1/1994, de 11 de marzo, *sobre Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca* (BOE 12/3/94).
- Ley 2/1995, de 23 de marzo, *de Sociedades de Responsabilidad Limitada* (BOE 24/3/95).
- Ley 30/1995, de 8 de noviembre, *de Ordenación y Supervisión de los Seguros privados* (BOE 9/11/95).
- Ley 43/1995, de 27 de diciembre, *del Impuesto sobre Sociedades* (BOE 28/12/95).
- LEV, B. (1983): "Observations on the Merger Phenomenon and a Review of the Evidence", *Midland Corporate Finance Journal*, Winter, págs. 6-16.
- LÓPEZ IRANZO, F. (1994): "Régimen fiscal de las fusiones y escisiones", *Seminario Nueva Normativa sobre fusiones y escisiones*, Carta Tributaria y Partida Doble, 2 de febrero, 1994, Madrid.
- LORING MIRÓ, J. (1995): "*Contabilidad de Sociedades Anónimas y de Responsabilidad Limitada*", Ediciones Pirámide, S.A., segunda edición, Madrid.
- LOZANO ARAGÜÉS, R. (1993a): "Aspectos jurídicos, contables y fiscales de las fusiones", *Partida Doble*, n.º 40, diciembre, págs. 4-24.
- LOZANO ARAGÜÉS, R. (1993b): "*Aspectos jurídicos, contables y fiscales de las fusiones de Entidades Aseguradoras*", Documentos de Trabajo n.º 1, noviembre, Dirección General de Seguros, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- LOZANO ARAGÜÉS, R. (1996): "El nuevo marco contable de las entidades aseguradoras (Derivado de la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados)", *Partida Doble*, n.º 66, abril, págs. 22-39.
- LOZANO GUTIÉRREZ, M.C. (1995): "¿Cuánto vale el Fondo de comercio de GAP s.a?", *Estrategia Financiera*, n.º 107, mayo, págs. 9-18.
- LUENGO AYALA, J.A. (1990): "Fusión y Escisión de Sociedades (Régimen Especial)", en "*Aspectos y problemática contable del impuesto sobre sociedades. Tomás Millán in Memoriam*", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

- LYLES, M.A. y BAIRD, I.S. (1994): "Performance of International Joint Ventures in Two Eastern European Countries: The Case of Hungary and Poland", *Management International Review*, Volume 34, págs. 313-329.
- LYONS, M.P. (1991): "Joint-Ventures as Strategic Choice- A literature Review", *Long Range Planning*, Volume 24, August, págs. 130-144.
- MACE M.L. y MONTGOMERY, G.G. (1990): "*Fusiones y adquisiciones. Guía para la compra, venta y fusión de empresas*", Oikos-tau, S.A., Barcelona.
- MAESTRO MARTÍNEZ, J.L. (1994): "El nuevo plan de contabilidad de las entidades aseguradoras", *Partida Doble*, n.º 51, diciembre, págs. 5-16.
- MALATESTA, P. H. (1983): "The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms", *Journal of Financial Economics*, n.º 11, págs. 155-181.
- MÁLVAREZ PASCUAL, L.A. (1994): "La contabilización de las plusvalías y minusvalías puestas de manifiesto en procesos de fusión (Comentarios al Borrador del ICAC sobre Normas de Contabilidad Aplicables a las Fusiones)", *Estudios Financieros*, n.º 139, octubre, págs. 103-162.
- MANNE, H.G. (1965): "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, n.º 73, págs. 110-119. Citado en Peel (1990).
- MARKS, M.L. (1988): "How to treat the Merger Syndrome", *Journal of Management consulting* (Netherlands). Citado por Cartwright y Cooper (1996).
- MARRIS, R., (1964): "*The economic theory of 'managerial' capitalism*", MacMillan, Londres.
- MARTÍNEZ GONZÁLEZ, I. y GARCÍA RODRÍGUEZ, R. (1992): "Aprendizaje de una fusión", *Alta Dirección*, n.º 164, págs. 283-290.
- MARTÍNEZ REGO, A. (1992): "Eficiencia y competitividad de la empresa aseguradora española", *Información Comercial Española. Revista de Economía*, n.º 704, abril, págs. 35-42.

- MARTÍNEZ SERRANO, J.A.- GIL PAREJA, S.- PICAZO TADEO, A.J.- ROCHINA BARRACHINA, M.E. y SANCHÍS LLOPIS, J.A. (1995): "Fusiones y adquisiciones en la economía española durante el período 1986-1991", *Economía Industrial*, n.º 306, págs. 95-114.
- MARTÍNEZ SERRANO, J.A. y SANCHÍS LLOPIS, A. (1990): "Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones de empresas industriales", *Análisis Económico-Financiero*, págs. 125-135.
- MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J. (1989): "La compra con apalancamiento (*leveraged buy-out*)", *Actualidad Financiera*, nº 13, marzo, págs. 919-948.
- MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J. (1996): "*Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*", McGraw-Hill, segunda edición, Madrid.
- MAZARRACÍN BORREGUERO, R. (1994): "La fusión de sociedades anónimas", *Técnica Contable*, n.º 545, mayo, págs. 289-332.
- McCANN, J.E. y GILKEY, R. (1990): "*Fusiones y adquisiciones de empresas*", Ediciones Díaz de Santos, S.A., Madrid.
- MEEKS G. (1977): "*Disappointing Marriage: Gains from Merger*", Cambridge University Press, Cambridge.
- MENDENHALL, W.; SCHEASSER, R.L. y WACKERLY, D.D. (1990): "*Estadística Matemática con Aplicaciones*", Grupo Editorial Iberoamericana, tercera edición, México.
- MENGUZZATO BOULARD, M. y RENAU PIQUERAS, J.J. (1995): "*La dirección estratégica de la empresa. Un enfoque innovador del management*", Editorial Ariel, S.A., segunda reimpresión, Barcelona.
- MONCLÚS GUITART, R. (1997): "Las fusiones de cajas de ahorros desde una perspectiva de rentabilidad, productividad y estructura patrimonial", *Actualidad Financiera*, agosto, págs. 35-45.
- MONCLÚS SALAMERO, A. y RUEDA TOMÁS, M. (1997): "El nuevo Plan Contable de las entidades de seguros", *Partida Doble*, n.º 77, abril, págs. 5-15.

- MONTESINOS JULVE, V. (1983): "*Organismos Internacionales de contabilidad: funciones y objetivos*", Instituto de Planificación Contable, Ministerio de Economía y Hacienda, monografía 2, Madrid.
- MONTESINOS JULVE, V. (1993): "El concepto de empresas del grupo y asociadas", en "*Comentarios sobre el Nuevo Plan General de Contabilidad*", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- MONTESINOS, V.; SERRA, V. y GORGUES, R. (1990): "*Manual Práctico de Consolidación Contable*", Editorial Ariel, S.A, Madrid.
- MORA ENGUÍDANOS, A. (1996): "*El contenido informativo de los datos contables para las decisiones de inversión*", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- MORA ENGUÍDANOS, A. y PARDO PÉREZ, F. (1996): "Análisis ex-post de fusiones y adquisiciones: un caso de estudio del efecto de los procedimientos contables en España.", *Análisis Financiero*, n.º 68, págs. 41-55.
- MORVAN, Y. (1985): "*Fondements d'Economie Industrielle*", Economica, París. Citado en Menguzzato y Renau (1995).
- MOTOS GUIRAO, M. (1953) "*La fusión de sociedades mercantiles*", Ed. Revista de Derecho Privado, Madrid. Citado en Broseta Pont (1994).
- MUELLER, D.C. (1977): "The Effects of Conglomerate Mergers. A survey of the empirical evidence", *Journal of Banking and Finance*, n.º 1, págs. 315-347.
- MUELLER, D.C. (1989): "Causes, Effects and Policies", *International Journal of Industrial Organization*, volume 7, n.º 1, págs. 1-10.
- MUELLER, G.G.; GERON, H. y MEEK, G.K. (1994): "*Accounting. An International Perspective*", Richard D. Irwin, Inc., tercera edición.
- NACIONES UNIDAS (1993): "*Concentración del poder de mercado mediante fusiones, absorciones, empresas conjuntas y otras adquisiciones de control y sus efectos sobre los mercados internacionales, en particular los mercados de los países en desarrollo*", Nueva York.

- NAILOR, H. (1994): "Towards fairness in acquisition accounting", *Accountancy*, January, pág. 82.
- NORVERTO, M.C. y BERNABEU, M.D. (1997): "El cálculo del «Patrimonio Neto». Su incidencia en el T.R.L.S.A.", *Partida Doble*, n.º 79, junio, págs. 5-10.
- OCDE (1974): "*Fusions et politique de la concurrence*", París.
- Orden Ministerial de 30 de julio de 1981, *de adaptación del Plan General de Contabilidad a las Entidades de Seguros, Reaseguros y Capitalización* (BOE 11/9/1981).
- Orden Ministerial de 24 de abril de 1991, *por la que se establece la aplicación en el tiempo del Plan General de Contabilidad a las entidades aseguradoras* (BOICAC n.º 5).
- Orden Ministerial de 28 de diciembre de 1992, *sobre valoración de inversiones en valores negociables de renta fija por las Entidades aseguradoras* (BOE 29/12/1992).
- Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 27 de enero de 1993, *por la que se aprueban las Normas de Adaptación del Plan General de Contabilidad a las empresas constructoras* (BOE 5/2/1993).
- PALEPU, J.A. (1986): "Predicting takeover targets: a methodological and empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics*, volume 8, págs. 3-35.
- PATIENT, M.; FARIS, J. y HOLGATE, P.(1994): "Merger accounting and FRS 3", *Accountancy*, March, pág. 104.
- PEEL, M.J. (1990): "*The Liquidation/Merger Alternative*", Avebury, Athenaeum Press Ltd.
- PEERLESS, S. (1993): "Accounting issues. No more flattery in acquisitions and mergers", *Accountancy*, July, pág. 95.
- PENROSE, E.T. (1962): "*Teoría del crecimiento de la empresa*", Aguilar, Madrid.
- PHIPPS, E. (1996): "Peace and goodwill to all accountants?", *Accountancy*, pág. 69.

- PICAZO TADEO, A.J. (1995a): "Cambios Estructurales Recientes en el Mercado Español de Seguros", *Información Comercial Española. Revista de Economía*, n.º 739, marzo, págs. 165-174.
- PICAZO TADEO, A.J. (1995b): "La eficiencia en los seguros", *Revista de Economía Aplicada*, n.º 8, vol. III, págs. 197-215.
- PISÓN FERNÁNDEZ, I. (1990): "El uso de los modelos y la teoría de opciones en las fusiones y adquisiciones de empresa", *Análisis Financiero*, julio, págs. 3-20.
- PISÓN FERNÁNDEZ, I.; RAMOS STOLLE, A. y BUCH GÓMEZ, E. (1990): "Plánificación estratégica de las fusiones y adquisiciones", *Esic-Market*, julio-septiembre, págs. 87-103.
- PLAZA HIDALGO, I. (1993): "Una nota sobre los procesos de fusión de cajas de ahorros", *Papeles de Economía Española*, n.º 54, págs. 174-178.
- PORTER, M.E. y FULLER, M.B. (1988): "Coaliciones y estrategia global", *Información Comercial Española*, n.º 658, Junio, págs. 101-120.
- POST, A.M. (1994): "*Anatomy of a Merger. The causes and effects of mergers and acquisitions*", Prentice- Hall, Inc. New Jersey.
- PRICE WATERHOUSE (1995): "*Financial Reporting-An International Survey*", May.
- QUESADA SÁNCHEZ, F.J. y JIMÉNEZ MONTAÑÉS, M.A. (1996): "Tratamiento contable de las uniones temporales de empresas", *Partida Doble*, n.º 66, abril, págs. 52-59.
- QUESADA SÁNCHEZ, F.J. y ROJO RAMÍREZ, A. (1985): "Adquisición y fusión de empresas. Aspectos legales, fiscales y contables", *Revista Técnica del Instituto de Censores Jurados de Cuentas*, n.º 12, págs. 14-22.
- Real Decreto 2182/1981, de 24 de julio, *Reglamento de la Ley 26/12/1980, sobre régimen fiscal de las fusiones de empresas* (BOE 26/9/1981).
- Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, *por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas* (BOE 27/12/89).

- Real Decreto 1597/1989, de 29 de diciembre, *por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil* (BOE 31/12/89 y 9/1/90).
- Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, *por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad* (BOE 27 /12/90 y del 14/3/91).
- Real Decreto 1.197/1991, de 26 de julio, *sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores* (BOE 2/10/91).
- Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre, *por el que se aprueban las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas* (BOE 27/12/91 y 30/1/92).
- Real Decreto 157/1992 de 21 de febrero, *por el que se desarrolla la Ley 16/1989, de 17 de julio, en materia de exenciones por categorías, autorización singular y Registro de Defensa de la Competencia* (BOE 29/2/1992).
- Real Decreto 1080/1992, de 11 de septiembre, *sobre procedimiento a seguir por los órganos en concentraciones económicas y forma y contenido de su notificación voluntaria* (BOE 27/10/92).
- Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, *por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras* (BOE 7/12/92).
- Real Decreto 143/1993, de 29 de enero, *de creación de dos unidades técnicas en el Tribunal y modificación del art. 10 del Real Decreto del 10/5/1991 sobre funciones de la Dirección General* (BOE 23/2/93).
- Real Decreto 437/1994, de 11 de marzo, *por el que se modifica el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y el Real Decreto 567/1980* (BOE 15/3/94, corrección errores BOE 3/5/94).
- Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, *de Actualización de Balances* (BOE 8/6/96).
- Real Decreto 1784/1996, *por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil* (BOE 19/7/96).

- REES, B. (1995): "*Financial Analysis*", Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ 07632, segunda edición, London.
- RIVAT, L. (1997): "Solving the intangibles riddle", *Accountancy*, september, pág. 68.
- RIVERO MENÉNDEZ, M.J. (1990): "Los métodos de valoración de empresas en funcionamiento", *Partida Doble*, n.º 7, diciembre, págs. 4-9.
- RIVERO MENÉNDEZ, J.A. (1997): "El balance de fusión", *Actualidad Financiera*, febrero, págs. 247-252.
- RIVERO ROMERO, J. (1995): "*Contabilidad de Sociedades. Problemática económico-contable*", Editorial Trivium, S.A., Madrid.
- RIVERO TORRE, P. (1993): "El concepto de imagen fiel y el Plan general de Contabilidad", en "*Comentarios sobre el nuevo plan general de contabilidad*", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- ROBINSON, A.E.G. (1957): "*La dimensión óptima de la empresa*", El Ateneo, Buenos Aires.
- ROCHINA BARRACHINA, M.E. (1994): "Probabilidad de absorción en empresas de seguros", *Revista de Economía Aplicada*, n.º 5, págs. 139-149.
- ROCHINA BARRACHINA, M.E. y PICAZO TADEO, A.J. (1996): "Inversión exterior y reestructuración de la industria aseguradora española en el período 1986-91", *Información Comercial Española. Revista de Economía*, n.º 755, julio, págs. 157-168.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, R. (1994): "Regulación legal de las fusiones y escisiones de empresas", *Seminario Nueva Normativa sobre fusiones y escisiones*, Carta Tributaria y Partida Doble, 2 de febrero, 1994, Madrid.
- RODRÍGUEZ SÁIZ, L.; PAREJO, J.A.; CUERVO, Á. (1996): "*Manual de sistema financiero español*", Ed. Ariel, S.A., novena edición, Barcelona.

- ROJO RAMÍREZ, A. (1986): "Combinaciones de empresas: cómo contabilizarlas", *Técnica Contable*, n.º 452-453, agosto-septiembre, págs. 381-388.
- ROJO RAMÍREZ, A.A. (1988a): "El valor de la empresa: elemento estratégico en la adquisición de empresas", *Actualidad Financiera*, n.º 46, págs. 2479-2499.
- ROJO RAMÍREZ, A. (1988b): "*Principios contables y fiscalidad de la fusión de sociedades*", Instituto de Planificación Contable, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- ROJO RAMÍREZ, A.A. (1992): "*Contabilidad financiera y de sociedades: comentarios y casos prácticos*", Editorial Tebar Flores, Madrid.
- ROJO RAMÍREZ, A. (1996): "Agrupaciones empresariales: métodos de registro contable", en MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J. (1996): "*Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*", MacGraw-Hill, segunda edición, Madrid.
- ROLL, R. (1994): "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers" en Gaughan P.A.: "*Readings in Mergers and Acquisitions*", Basil Blackwell, Cambridge, Massachusetts. Una traducción puede encontrarse en la revista *Análisis Financiero*, n.º 68, 1996, págs. 22-38.
- RUIZ BARBADILLO, E. (1993): "El fondo de comercio en la normativa contable española", *Estudios Financieros*, n.º 127, octubre, págs. 99-152.
- RUIZ DE VELASCO, A. (1992): "*Manual de Derecho Mercantil*", Ediciones Deusto S.A., Bilbao.
- SAMUELS, J.M.; BRAYSHAW, R.E. y CRANER, J.M. (1995): "*Financial Statement Analysis in Europe*", Chapman & Hall, first edition, London.
- SÁNCHEZ CALERO, R. (1995): "*Instituciones de Derecho Mercantil*", Editoriales de Derecho Reunidas, decimotercera edición, Madrid.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L. coord. (1990): "*Introducción a los conceptos de contabilidad superior*", Editorial Ariel, S.A., Barcelona.

- SÁNCHEZ OLIVÁN, J. (1993): "*La fusión de sociedades. Estudio económico, jurídico y fiscal*", Editoriales de Derecho Reunidas, cuarta edición, Madrid.
- SÁNCHEZ REBULL, M.V. y VIDAL BIBERT, M.I. (1996): "R.D.-L. 7/1996 de Revalorización de Balances: Análisis Contable", *Técnica Contable*, n.º 574, octubre, págs. 655-668.
- SANSALVADOR SELLÉS, M.E. (1996): "Análisis de la nueva Ley del Seguro: la contabilidad de las entidades aseguradoras", *Actualidad Financiera*, n.º 9, julio, págs. 831-840.
- SANTAGATA (1964): "*La fusione tra società*", Napoli. Citado por Sequeira Martín (1993).
- SANTANDREU MARTÍNEZ, E. (1990): "*Manual práctico de valoración de empresas*", Eada Gestión, Barcelona.
- SANTOS ARRARTE, J.A. (1991): "*Grupos de empresas y mercado de control*", Instituto Español de Analistas de Inversiones.
- SANZ GADEA, E. (1992): "La nueva ley de fusión de empresas", *Partida Doble*, n.º 25, julio-agosto, págs. 23-28.
- SANZ GADEA, E. y LÓPEZ-SANTACRUZ, J.A. (1994): "Criterios de valoración aplicables en las fusiones impropias. Reflexiones contables y fiscales sobre el criterio de contabilización mantenido por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC)", *Partida Doble*, n.º 44, abril, págs. 23-29.
- SCHAAN, J.L., (1988): "Cómo mejorar la probabilidad de éxito de las empresas conjuntas", *Información Comercial Española*, n.º 662, octubre, págs. 33-44.
- SCHERER, F.M. y ROSS D. (1990): "*Industrial Market Structure and Economic Performance*", Houghton Mifflin Company.
- SCHMALENSEE, R. (1990): "Economías del tamaño empresarial y poder de mercado", en VIVES, X. y GUAL, J. (1990): "*Concentración empresarial y competitividad: España en la CEE*", Editorial Ariel, S.A., Barcelona.

SECRETARÍA DE ESTADO DE ECONOMÍA (1994): "*Tribunal de Defensa de la Competencia: Memoria 1993*", Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

SECRETARÍA DE ESTADO DE HACIENDA (1984): "*Memoria de la Administración Tributaria 1983*", Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

—: (1987): "*Memoria de la Administración Tributaria 1986*", Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

—: (1993): "*Memoria de la Administración Tributaria 1992*", Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

—: (1994): "*Memoria de la Administración Tributaria 1993*", Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

—: (1995): "*Memoria de la Administración Tributaria 1994*", Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

SEQUEIRA MARTÍN, A. (1993): "Sección 2.^a Fusión (Artículos 233 a 251)" incluido en el TOMO VIII "*Transformación, Fusión y Escisión. Artículos 223 a 259*" de la obra dirigida por SÁNCHEZ CALERO, F. "*Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*", Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid.

SERRA SALVADOR, V. (1985): "Normativa sobre la contabilidad del fondo de comercio", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 47, mayo-agosto, págs. 395-409.

SERRA SALVADOR, V., GINER INCHAUSTI, B. y VILAR SANCHIS, E. (1996): "*Sistemas de Información Contable. Una introducción a la Contabilidad*", Tirant lo Blanch, Valencia.

SERRANO CARDONA, M.J. (1990): "La Contabilidad de Sociedades" en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L. coord. (1990): "*Introducción a los conceptos de contabilidad superior*", Editorial Ariel, S.A., Barcelona.

SERRANO, P. (1997): "¿ Puede el ICAC regular el cálculo del Patrimonio Contable?", *Partida Doble*, n.º 79, junio, págs. 11-13.

- SIERRA MOLINA, G. y MONTERREY MAYORAL, J. (1991): "Análisis contable para fusiones y adquisiciones", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 69, octubre-diciembre, págs. 931-959.
- STEVENS D. (1973): "Financial characteristics of merged firms. A multivariate analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March, págs. 149-158.
- SUÁREZ SUÁREZ, A.S. (1993): "*Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*", Ediciones Pirámide, S.A., decimoquinta edición, Madrid.
- SUDARSANAM, P.S.(1995): "The Essence of Mergers and Acquisitons", Prentice Hall, London.
- TANTINI, G., 1985. "La fusione delle società" en "*Trattato di Diritto Commerciale*", dirigido por GALGANO, R., tomo VIII, Padov. Citado por Sequeira Martín (1993).
- TAPIA HERMIDA, A. (1996): "Regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores en el ordenamiento jurídico español", en MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J. (1996): "*Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*", MacGraw-Hill, segunda edición, Madrid.
- TRAUTWEIN, F.(1990): "Merger motives an merger prescriptions", *Strategic Management Journal*, Volume 11, May-June, págs. 283-295.
- TRUJILLANO OLAZARRI, J. (1997): "Las diferencias permanentes y temporales en la nueva Ley del impuesto sobre sociedades", *Técnica Contable*, n.º 579, marzo, págs. 185-200.
- TUA PEREDA, J. (1993): "El Plan general de Contabilidad y los Principios Contables", en "*Comentarios sobre el Nuevo Plan General de Contabilidad*", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda.
- URÍA, R. (1995): "*Derecho Mercantil*", Marcial Pons Ediciones Jurídicas, S.A., vigésimo segunda edición, Madrid.

- USANDIZAGA USANDIZAGA, P. (1996): "Limitaciones a la compensación de bases imponibles negativas anteriores correspondientes a la sociedad tranmitente, en las operaciones acogidas al régimen fiscal especial de fusiones a partir de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre", *Impuestos*, n.º 17, septiembre, págs. 10-24.
- VALDÉS LLANEZA, A. (1996): "Empresas conjuntas: una revisión de la literatura", *Información Comercial Española*, n.º 755, julio, págs. 127-137.
- VAN HORNE (1995): "Financial Management and Policy", Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, thenth edition, New Jersey.
- VÁZQUEZ ORDÁS, C.J. (1992a): "*Un marco teórico para el estudio de las fusiones empresariales*", Documento de Trabajo 044/1992 Universidad de Oviedo, págs. 1-38.
- VÁZQUEZ ORDÁS, C.J. (1992b): "Valoración estratégica del crecimiento externo", *Esic-Market*, nº 77, julio-septiembre, págs. 47-68.
- VÁZQUEZ ORDÁS, C.J. (1992c): "Perfil característico de las empresas españolas objetivo de fusiones", *Investigaciones Económicas*, n.º 3, septiembre, págs. 489-499.
- VELA PASTOR, M.; MONTESINOS JULVE, V. y SERRA SALVADOR, V. (1995): "*Manual de Contabilidad*", Editorial Ariel, S.A., cuarta edición, Barcelona.
- VELA RÓDENAS, J.J. (1996): "La nueva regulación del régimen de tributación consolidada de los grupos de sociedades y su relación con la normativa vigente", *VII Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad*, junio, Barcelona.
- VICENT CHULIÁ, F. (1991): "*Compendio Crítico de Derecho Mercantil*", tomo I, volumen 2º, José Mª Bosch, editor S.A., tercera edición, Barcelona.
- VICENT CHULIÁ, F. (1995): "*Introducción al Derecho Mercantil*", Tirant Lo Blanch, octava edición, Valencia.
- VIVES, X. (1990): "Conceptos y evidencia preliminar" en VIVES, X. y GUAL, J. (1990): "*Concentración empresarial y competitividad: España en la CEE*", Editorial Ariel, S.A., Barcelona.

- WESTON, J.F.; CHUNG, K.S. y HOAG, S.E. (1990): "*Mergers, restructuring, and corporate control*", Prentice-Hall, Inc. New Jersey.
- WESTON, J.F. y MANSINGHKA, S.K. (1971): "Tests of Efficiency Performance in Conglomerate Firms", *Journal of Finance*, September, págs. 919-936.
- WILLIAMSON, O.E. (1971): "The vertical Integration of Production: Market Failure Considerations", *The American Economic Review*, May, págs. 112-123. Citado por WESTON, CHUNG y HOAG (1990).
- WILLOT, R. y SMITH, W.K. (1993): "Why the abolitionists have a case", *Accountancy*, November, pág. 99.
- WOLK, H.I.; FRANCIS, J.R. y TEARNEY, M.G. (1984): "*Accounting Theory. A conceptual and institucional Approach*", PWS- Kent publishing company, Boston.
- YORK KENNY, S. y LARSON, R.K. (1993): "Lobbying behaviour and the development of international accounting standards: The case of the IASC's joint venture project", *European Review*, December, págs. 531-554.
- ZEFF, S.A. (1992): "Goodwill" incluido en "*The New Palgrave dictionary of money and finance*", vol II, John Eatwell (ed.) MacMillan, citado en Mazarracín Borreguero (1994).