

# CIES

CENTRO DE INVESTIGACION  
ECONOMICA Y SOCIAL DE CANARIAS



**P**LANIFICACIÓN **E**STRATÉGICA  
DE LAS  
**O**PERACIONES  
DE  
**F**USIONES Y **A**DQUISICIONES  
DE  
**E**MPRESAS

JUAN MANUEL GARCÍA FALCÓN

SERGIO MARTÍN MACHÍN

JUAN MANUEL BENÍTEZ DEL ROSARIO

CUADERNOS CANARIOS  
de CIENCIAS SOCIALES.

# **cies**

Rafael Cabrera, 18 - 8º D  
Edificio Perú  
Teléfonos: 37 00 70 - 38 30 88  
35002 Las Palmas de Gran Canaria

Director:  
Antonio Marrero Hernández

© CIES

© JUAN MANUEL GARCÍA FALCÓN

Cubierta: J. IGNACIO GIRONÉS

Composición e Impresión:  
**GRAFICAS JUMA, S. L.**  
Arguineguín, 31  
Las Palmas de Gran Canaria

I.S.B.N.: 84-87832-20-2  
D. L.: G. C. 300 - 1995

A nuestras madres

# ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	13
-------------------	----

## CAPÍTULO 1

LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES COMO MÉTODO PARA DESARROLLAR ESTRATEGIAS EMPRESARIALES DE CRECIMIENTO Y DIVERSIFICACIÓN .....	19
1.1.- CONSIDERACIONES PREVIAS SOBRE EL CONCEPTO DE ESTRATEGIA EMPRESARIAL .....	21
1.1.1.-LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS RELACIONES DE LA ORGANIZACIÓN CON SU ENTORNO .....	21
1.1.2.-DIFERENTES POSICIONES DOCTRINALES SOBRE EL CONCEPTO DE ESTRATEGIA EMPRESARIAL .....	23
1.1.3.-LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES COMO DECISIONES ESTRATÉGICAS A NIVEL CORPORATIVO.....	25
1.2.-ALTERNATIVAS ESTRATÉGICAS PARA ALCANZAR LOS OBJETIVOS DE CRECIMIENTO Y DIVERSIFICACIÓN .....	27
1.2.1.-ESTRATEGIAS DE CRECIMIENTO HORIZONTAL .....	27
1.2.2.-ESTRATEGIAS DE CRECIMIENTO VERTICAL .....	29
1.2.3.-ESTRATEGIAS DE DIVERSIFICACIÓN .....	30
1.3.-MÉTODOS DE DESARROLLO DE LAS ESTRATEGIAS DE CRECIMIENTO Y DIVERSIFICACIÓN EMPRESARIAL .....	34
1.3.1.-ALTERNATIVAS QUE NO IMPLICAN CONTROL DE PROPIEDAD: LAS ASOCIACIONES DE EMPRESAS ..	34
1.3.2.-ALTERNATIVAS QUE IMPLICAN CONTROL PARCIAL DE PROPIEDAD: 'LAS JOINT VENTURES' ..	36
1.3.3.-ALTERNATIVAS QUE IMPLICAN CONTROL TOTAL DE PROPIEDAD: LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES .....	40

1.4.-CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS .....	44
1.4.1.-ANÁLISIS DE DIFERENTES TIPOLOGÍAS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES .....	44
1.4.2.-DIFERENTES TEORÍAS QUE JUSTIFICAN LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES ...	52

## **CAPÍTULO 2**

METODOLOGÍA PARA LA PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA DE LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES (I): CONSIDERACIONES GENERALES Y CARACTERÍSTICAS DE LAS ACTIVIDADES PREFUSIÓN.....	67
2.1.-CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LOS PROCESOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	69
2.1.1.-EL PROCESO DE PLANIFICACIÓN DE LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS .....	69
2.1.2.-LOS DIFERENTES AGENTES PARTICIPANTES EN EL PROCESO DE FUSIÓN O ADQUISICIÓN .....	73
2.1.3.-LOS MEDIOS INFORMÁTICOS DE APOYO A LOS PROCESOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	78
2.2.-LA ORIENTACIÓN ESTRATÉGICA DE LA EMPRESA PROMOTORA Y EL ESTABLECIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE SELECCIÓN DE CANDIDATOS .....	82
2.2.1.-LA EVALUACIÓN INTERNA DE LAS UNIDADES DE NEGOCIO DE LA EMPRESA .....	82
2.2.2.-LA EVALUACIÓN DEL ENTORNO GENERAL Y PARTICULAR DE LOS NEGOCIOS DE LA EMPRESA	85
2.2.3.-LA ORIENTACIÓN ESTRATÉGICA DE LA EMPRESA Y LAS DECISIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES .....	89

2.2.4.-ESTABLECIMIENTO DE CRITERIOS PARA LA SELECCIÓN DE CANDIDATOS .....	92
2.3.-IDENTIFICACIÓN Y SELECCIÓN DE LOS CANDIDATOS POTENCIALES.....	94
2.3.1.-MÉTODOS ALTERNATIVOS PARA LA IDENTIFICACIÓN DE EMPRESAS CANDIDATAS.....	94
2.3.2.-FUENTES DE INFORMACIÓN ALTERNATIVAS PARA LA IDENTIFICACIÓN DE CANDIDATOS POTENCIALES.....	95
2.3.3.-LA EXPLOTACIÓN DE LA INFORMACIÓN Y LA SELECCIÓN DE LOS CANDIDATOS POTENCIALES.....	97
2.3.4.-CONTACTOS INICIALES CON LAS EMPRESAS CANDIDATAS SELECCIONADAS.....	104
2.4.-LA VALORACIÓN ECONÓMICA DE LAS EMPRESAS CANDIDATAS.....	113
2.4.1.-MÉTODOS FUNDAMENTADOS EN LA INFORMACIÓN CONTABLE .....	114
2.4.2.-MÉTODOS ECONÓMICOS DE VALORACIÓN .....	116
2.4.3.-MÉTODOS COMPUESTOS DE VALORACIÓN .....	122
2.4.4.-EL MÉTODO DEL ANÁLISIS COMPARATIVO .....	125

### **CAPÍTULO 3**

METODOLOGÍA PARA LA PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA DE LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES (II): EL PROCESO DE NEGOCIACIÓN Y LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS ACTIVIDADES POSTFUSIÓN.....	127
3.1.-EL PROCESO DE NEGOCIACIÓN Y LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS ACUERDOS ALCANZADOS .....	129
3.1.1.-CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LOS PROCESOS DE NEGOCIACIÓN .....	129



3.1.2.-CARACTERÍSTICAS DE LOS PROCESOS DE NEGOCIACIÓN EN LAS OPERACIONES DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN.....	130
3.1.3.-LA CARTA DE INTENCIONES O EL PRINCIPIO DE ACUERDO ENTRE LAS PARTES .....	137
3.1.4.-LAS CARACTERÍSTICAS DEL ACUERDO DEFINITIVO DE FUSIÓN O ADQUISICIÓN .....	138
3.2.-EL PROCESO POSTFUSIÓN: LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS ACTIVIDADES DE INTEGRACIÓN.....	144
3.2.1.-LAS ACTIVIDADES DE INTEGRACIÓN DESDE LA PERSPECTIVA DE LA TEORÍA DEL CAMBIO ORGANIZACIONAL.....	144
3.2.2.-LAS REPERCUSIONES PSICOLÓGICAS Y LA RESISTENCIA AL CAMBIO EN LAS ACTIVIDADES DE INTEGRACIÓN .....	153
3.2.3.-EL PAPEL DE LOS DIRECTIVOS COMO AGENTES DEL CAMBIO ORGANIZATIVO EN LA FASE DE INTEGRACIÓN .....	158
3.3.-EL PROCESO DE ACULTURACIÓN DE LAS EMPRESAS EN LA FASE DE INTEGRACIÓN .....	163
3.3.1.-LA IMPORTANCIA DE LOS ASPECTOS HUMANOS EN LAS ACTIVIDADES DE INTEGRACIÓN: APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE CULTURA CORPORATIVA .....	163
3.3.2.-EL PROCESO DE ACULTURACIÓN: MODELOS ALTERNATIVOS PARA GESTIONAR LAS CULTURAS DE LAS EMPRESAS FUSIONADAS .....	166
3.3.3.-LA NATURALEZA DINÁMICA DE LOS PROCESOS DE ACULTURACIÓN ENTRE EMPRESAS .....	171

3.4.-PRINCIPALES CATEGORÍAS DE DECISIONES DIRECTIVAS EN EL PROCESO DE INTEGRACIÓN.....	176
3.4.1.-DESARROLLO DE UN SISTEMA EFECTIVO DE COMUNICACIÓN .....	176
3.4.2.-DISEÑO DE ESTRUCTURAS Y AJUSTES DE SISTEMAS DE DIRECCIÓN .....	178
3.4.3.-INTEGRACIÓN DE LOS PLANES DE COMPENSACIÓN Y BENEFICIOS.....	181
3.4.4.-ACTUALIZACIÓN DE LOS PROGRAMAS DE PLANIFICACIÓN DE CARRERAS.....	185
3.4.5.-PROGRAMAS DE FORMACIÓN Y DESARROLLO DIRECTIVO .....	186
3.4.6.-EL CONTROL DE LOS EFECTOS DEL ESTRÉS ORGANIZATIVO .....	187
 RESUMEN Y CONCLUSIONES.....	 191
 BIBLIOGRAFÍA.....	 213

# INTRODUCCIÓN

El objeto principal de la presente obra consiste en analizar los aspectos estratégicos y organizativos de las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas, así como proponer y discutir un modelo general de utilidad para gestionar las diferentes etapas de estos procesos. Se trata de un proyecto eminentemente conceptual y teórico, aunque alejado de lo que pudiera calificarse como un trabajo de naturaleza abstracta. Con su desarrollo hemos pretendido construir una herramienta de carácter metodológico, que nos permita continuar analizando y asesorando sobre esta materia a los responsables de las empresas radicadas en nuestro entorno de actuación, así como identificar hipótesis de trabajo para continuar desarrollando otras investigaciones relacionadas con el tema en un futuro inmediato. Asimismo, esperamos que también sea de utilidad a profesionales de este campo, a directivos de empresas, a asesores legales y financieros, así como a académicos y estudiantes que deseen profundizar en el conocimiento de estas operaciones.

Debido a la naturaleza estratégica de las operaciones de fusiones y adquisiciones, se estimó oportuno iniciar la discusión del capítulo I revisando las diferentes posiciones doctrinales sobre el concepto de estrategia empresarial, con el fin de proponer un nuevo concepto unificado e integrador que nos permita comprender mejor la naturaleza de este tipo de decisiones y su aplicación en el presente trabajo. La estrategia no es un concepto genérico, sino que su aplicación hace referencia a diferentes niveles jerárquicos de la organización. Después de analizar estos niveles, las fusiones y adquisiciones son consideradas como decisiones tomadas al más alto nivel directivo, es decir, a nivel corporativo.

A continuación estudiamos un conjunto de modelos que nos permiten conceptualizar las diferentes alternativas estratégicas para alcanzar los objetivos de crecimiento y diversificación empresarial, así como las ventajas e inconvenientes asociadas a dos importantes tipos de decisiones: crecimiento interno y/o crecimiento externo. Centrando nuestra atención en el último tipo de crecimiento, presentamos una clasificación de los modelos de cooperación entre empresas, utilizando como criterio de categorización el grado de control ejercido por las empresas involucradas en los procesos de concentración. Esta clasificación será desarrollada en los apartados siguientes, analizándose las características más relevantes de las principales figuras de cooperación integradas en cada grupo: asociaciones de empresas, 'joint ventures' y fusiones y adquisiciones.

Centrando nuestra atención en las operaciones de fusiones y adquisiciones, una vez estudiado el concepto y las diferentes modalidades que, desde una perspectiva estrictamente legal, se pueden presentar, se analizarán los

diferentes tipos de operaciones atendiendo a los criterios de orientación estratégica de estos procesos, las características de los acuerdos alcanzados, el tipo de instrumentalización de las operaciones y las características financieras de las mismas. Finalmente, se estudian las diferentes teorías sobre los motivos que justifican las operaciones de fusiones y adquisiciones y su grado de revalidación empírica.

En el primer apartado del capítulo 2 se analizarán las características e hipótesis de validez de un modelo general que permite abordar las diferentes etapas del proceso de planificación estratégica de una operación de fusión o adquisición de empresas. A continuación se estudiarán los diferentes agentes participantes, en función del grado de relación que mantienen con las empresas y su grado de implicación en las diferentes etapas del proceso. Concluye este apartado haciendo una revisión de los equipos informáticos y los paquetes de software desarrollados como herramientas de apoyo a la metodología presentada.

La primera fase del proceso metodológico que discutiremos consistirá en llevar a cabo, desde una perspectiva competitiva, una evaluación interna de la empresa promotora de la acción y un análisis del entorno y del sector donde compete. Una vez realizados estos análisis, se fijarán los objetivos y estrategias a nivel corporativo, que conjuntamente definirán la orientación estratégica de dicha empresa. Seleccionado el método de las fusiones para desarrollar las estrategias a nivel corporativo, se establecerán los criterios cuantitativos y cualitativos que se deberán respetar, en la etapa siguiente, como restricciones básicas a la hora de seleccionar candidatos potenciales para realizar la operación.

El éxito en la búsqueda se alcanzará siguiendo un proceso racional, que requiere un alto grado de dedicación por parte de la persona o equipo responsable. Con el fin de no obviar la existencia de un buen candidato, es necesario acceder a todas las fuentes de información disponibles y, mediante la aplicación de diversos métodos, se procederá a clasificar el conjunto de empresas identificadas en diferentes categorías de mayor a menor grado de atractivo. Una vez seleccionado el candidato potencial, y con el fin de estimar una gama de precios que se podrían pagar por la empresa objetivo, se realizará una valoración económica de la misma, utilizando para ello diferentes métodos alternativos cuyas principales características, ventajas e inconvenientes serán analizados.

En el capítulo 3, antes de estudiar las características de los procesos de negociación en las operaciones de fusiones y adquisiciones, se formulará una

serie de consideraciones sobre el tratamiento que han tenido estos procesos en el campo del *comportamiento organizativo* y otras disciplinas de carácter social. En los apartados siguientes se discutirán los niveles organizativos en los que se llevan a cabo los procesos de negociación, los tipos de negociación en función de las relaciones mantenidas entre los representantes de las empresas promotora y ‘target’, así como el análisis de las diferentes etapas del proceso de negociación: contacto inicial, desarrollo de la negociación y cierre de la operación. En el desarrollo de esta última etapa, se redactará en primer lugar la carta de intenciones o el acuerdo de principio, procediéndose en un momento posterior a la firma del acuerdo definitivo, cuyas características serán detenidamente analizadas.

Una vez que las partes culminan las negociaciones con la firma del acuerdo, comienzan a desarrollarse las actividades de integración y con ello el proceso postfusión. Es precisamente este tipo de actividades el que menor atención ha recibido no sólo en la literatura especializada sino también en las propias prácticas empresariales, lo que no se corresponde con la importancia de la etapa dentro del proceso global y justifica, en parte, el elevado índice de fracasos relacionado con estas operaciones. Como consecuencia de ello, consideramos oportuno dedicar en el desarrollo de nuestro trabajo una mayor atención al tratamiento y análisis de este tipo de actividades desde la perspectiva de las teorías del cambio organizativo. Estrechamente relacionado con este campo de investigación, en los restantes apartados de este último capítulo centraremos nuestra atención en el análisis y discusión de los siguientes puntos:

- En primer lugar, y en un intento de explicar la resistencia a los cambios necesarios como consecuencia de la integración, estudiaremos previamente los efectos psicológicos que las operaciones de fusión y adquisición ejercen sobre los miembros de la organización.

- En segundo lugar, analizaremos los diferentes tipos de papeles que pueden desempeñar los directivos de la empresa adquirente en las actividades de integración de la adquirida, destacando la importancia de los niveles de dedicación y compromiso que deben asumir en estas tareas para garantizar el éxito de la operación.

- En tercer lugar, destacaremos la importancia del tratamiento de los aspectos humanos en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Para ello nos aproximaremos al concepto de cultura corporativa y estudiaremos los modelos alternativos de aculturación, así como el carácter dinámico de los mismos.

- La complejidad de las actividades de integración es probablemente una de las principales razones que ha contribuido al escaso desarrollo de investigaciones en este campo. Por ello, en el último apartado, pretendemos comenzar a desarrollar un marco conceptual consistente que recoja las principales categorías de decisión con las que se enfrentan los directivos de las empresas promotoras en los procesos postfusión o de integración de nuevas adquisiciones.

El trabajo finaliza con un capítulo de resumen y conclusiones, que pretende sintetizar nuestro trabajo y que se estructurará, para su mejor lectura y comprensión, siguiendo el mismo esquema expositivo de la presente introducción. Hemos incluido además una extensa bibliografía que permitirá, por una parte, identificar las referencias citadas en el desarrollo del texto y, por otra, ayudar a otros profesionales e investigadores que deseen abordar, en el futuro, otros trabajos relacionados con el tema en cuestión.

# **CAPÍTULO 1**

## **LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES COMO MÉTODO PARA DESARROLLAR ESTRATEGIAS EMPRESARIALES DE CRECIMIENTO Y DIVERSIFICACIÓN**



## **1.1.- CONSIDERACIONES PREVIAS SOBRE EL CONCEPTO DE ESTRATEGIA EMPRESARIAL**

“Nada es tan acuciante como la necesidad de sobrevivir” (Galbraith, 1967: 171). Es esta necesidad la que ha motivado que las empresas, conjuntamente con las decisiones operativas que afectan a sus negocios, adopten otras de naturaleza estratégica con el fin de mantener o alcanzar, por una parte, una mejor posición competitiva en los diferentes mercados en los que opera o pretende participar en el futuro y, por otra, lograr con éxito sus objetivos a nivel corporativo, de negocio y funcional. Pero, ¿qué significado tiene para nosotros el hecho de que una determinada empresa adopte este último tipo de decisiones con la finalidad de sobrevivir en entornos de naturaleza cada vez más compleja, dinámica y competitiva? La respuesta a la cuestión anteriormente planteada nos obliga, en primer lugar, a estudiar brevemente cómo han sido tratadas, en las diferentes escuelas del pensamiento administrativo, las relaciones de la organización con su entorno y, en segundo lugar, a revisar las diferentes posiciones doctrinales que, sobre el concepto de estrategia, han surgido en las últimas décadas en el campo de investigación de la dirección estratégica.

### **1.1.1.- LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS RELACIONES DE LA ORGANIZACIÓN CON SU ENTORNO**

Haciendo referencia a las relaciones de la organización con el medio en el que interactúa, indicaremos que, a lo largo del presente siglo, se han ido desarrollando diferentes escuelas o teorías tendentes a proporcionar los conocimientos adecuados para resolver los problemas con los que se enfrentan dichas organizaciones, tanto en el entorno interno como en el externo donde llevan a cabo sus actividades.

Sin entrar en la discusión doctrinal sobre los diversos criterios para clasificar las diferentes aportaciones teóricas, podríamos, a efectos prácticos y teniendo presente los objetivos de nuestro trabajo, resumir dichas teorías en torno a las siguientes escuelas: la escuela clásica, la escuela de las relaciones humanas, la escuela cuantitativa y la escuela contemporánea, destacando dentro de esta última el enfoque contingente.

En la escuela clásica se integran diferentes corrientes doctrinales que comparten una concepción del hombre eminentemente mecanicista y racional. Su atención se centra en la organización interna del trabajo y la racionalización de los procesos administrativos, dictando teorías generales válidas en cualquier lugar y circunstancia, despreocupándose del entorno en el que se inserta la

organización debido al carácter simple y estático del mismo. Otra visión parcial de la organización es recogida por la escuela humanística, la cual se interesa en el estudio de la conducta humana, apoyándose para su desarrollo en ciencias como la Psicología y la Sociología. Las unidades de análisis son el individuo y el grupo, estudiándose el entorno tan sólo en lo que respecta a los efectos que ejerce sobre dichas unidades y no sobre la organización en su conjunto. Un tercer grupo de teorías se integran en torno a la escuela cuantitativa o 'management science'; aún reconociendo su extraordinaria validez para la resolución de problemas y procesos relacionados con la toma de decisiones, entendemos que representa un nuevo enfoque parcial, pues la compleja realidad interna y externa de la organización no se puede reducir ni resolver a través de un simple modelo matemático como proponen los defensores de esta escuela. Sin embargo, en sus planteamientos, junto a variables de naturaleza interna, cabe la posibilidad de modelizar también el comportamiento de otras que describan la relación de la organización con su entorno.

Las escuelas enunciadas anteriormente realizan aportaciones útiles, aunque limitadas y parciales, al estudio de las organizaciones. La teoría general de sistemas, incluida dentro de la escuela contemporánea, nos proporciona los conceptos y métodos que nos permiten integrar los conocimientos desarrollados por las diferentes escuelas mencionadas. El enfoque contingente, aplicado al estudio de las organizaciones, es una concreción de la teoría general de sistemas que, fundamentándose en sus principios, propone que toda organización que desee ser eficiente debe procurar una correcta integración y coherencia entre sus diferentes niveles —sico-social, estructura y procesos internos, contexto y entorno—, para a partir de ahí formular las decisiones estratégicas y proponer los diseños estructurales más acordes a cada situación o contingencia (Lawrence y Lorsch, 1967; Kast y Rosenzweig, 1979).

De acuerdo con este último planteamiento, las organizaciones, en general, y la empresa, como tipo particular de éstas, son conceptuadas como sistemas socio-técnicos abiertos que se encuentran en continua interrelación con su entorno. Esta interacción presenta varias dimensiones aunque todas ellas están muy ligadas a las condiciones que garantizan su supervivencia a largo plazo, y es el paradigma de la estrategia el que, sin lugar a dudas, sintetiza más claramente los intereses y problemas de la vinculación entre la organización y su entorno. Una estrategia correcta implicaría un acertado encaje entre lo que la empresa, u organización en general, oferta a su mercado o clientela y lo que el referido mercado o clientela está demandando. Se cumplirían así las condiciones necesarias para su supervivencia (Salas Fumas, 1986).

### 1.1.2.- DIFERENTES POSICIONES DOCTRINALES SOBRE EL CONCEPTO DE ESTRATEGIA EMPRESARIAL

De acuerdo con las consideraciones anteriormente expuestas y teniendo presente el carácter estratégico de las decisiones de fusiones y adquisiciones empresariales, hemos estimado conveniente clarificar, en este primer apartado, el concepto de estrategia y sus diferentes niveles de análisis. Esto permitirá comprender mejor la naturaleza de este tipo de decisiones y su aplicación en el presente trabajo. El concepto de estrategia no es universal en todos los contextos y ámbitos de estudio. Desde que aparece formalmente en la literatura propia de nuestro campo científico, el uso y abuso del mismo ha sido elevado; pero también la interpretación práctica, la validez conceptual y el nivel explicativo de las organizaciones a las que pretendía servir (Bueno Campos, 1984).

El origen del término estrategia hay que buscarlo en el antiguo vocablo griego “estrategos”, que inicialmente significaba un cargo o puesto: “el de general al mando del ejército”. Sin embargo, la primera aplicación del concepto de estrategia en el campo militar la encontramos en un tratado sobre el arte de la guerra escrito en China por Sun Tzu hacia el año 360 a.c. (Griffith, 1973). Pero fue en la época de las guerras napoleónicas cuando el término alcanzó su mayor auge, considerándose la estrategia como “el arte de emplear las batallas para ganar el objeto de la guerra”. Posteriormente, al obtener más relevancia en las guerras los factores económicos y políticos, surgió el concepto de ‘grand strategy’ que hace referencia al arte de emplear todos los recursos de una nación para alcanzar los objetivos políticos. La diferenciación entre dichos conceptos fue planteada por Liddell-Hart (1968), que las definió de en los siguientes términos: a) **estrategia**: dirección real de la fuerza militar; b) **‘grand strategy’**: es la estrategia superior cuya función consiste en coordinar y dirigir los recursos de una nación hacia la obtención del objeto político de la guerra.

En esta última definición se incorpora la noción de asignación de recursos, la cual sería fundamental en el desarrollo del concepto en el campo empresarial. Efectivamente, la guerra y los negocios presentan muchos elementos en común, puesto que ambos implican la existencia de una competencia entre fuerzas opuestas, que buscan objetivos similares en un particular campo de acción o mercado. El éxito vendrá medido por la supervivencia a largo plazo que se deberá asegurar mediante la correcta formulación y aplicación de decisiones de naturaleza estratégica (Ginter y Rucks, 1984).

En el campo empresarial, el concepto de estrategia fue introducido por Von Neuman y Morgenstern, en el año 1948, con la publicación de su libro “La

teoría de juegos y comportamiento económico”. Sin embargo, en este campo, fue Drucker (1954) el primero en definir, aunque de forma implícita, el concepto de estrategia. Para este autor, la estrategia de la empresa es la respuesta a una pregunta dual: “¿Qué es nuestro negocio?” y “¿Qué debería ser en el futuro?”.

En la década de los años sesenta y setenta, el concepto de estrategia tuvo un amplio reconocimiento en la práctica empresarial, considerándose como el medio para resolver los problemas derivados del crecimiento y la diversificación de las empresas que operaban en entornos de naturaleza turbulenta y competitiva. Sin embargo, no tuvo el mismo desarrollo en el ámbito académico; tal es así, que el primer autor en definir el concepto de estrategia de forma explícita fue Alfred Chandler (1962) en su trabajo “Strategy and Structure: Charters in the History of American Industrial Enterprise”.

Del estudio de las diferentes posiciones doctrinales hemos podido comprobar que no existe acuerdo entre los distintos autores, formulándose definiciones parciales del concepto de estrategia que, a pesar de responder a los objetivos concretos de sus investigaciones, no contemplan otros aspectos fundamentales del concepto estudiado. Es necesario, por tanto, proponer una nueva definición unificada e integradora que recoja las diferentes acepciones parciales contempladas en la literatura académica. En este sentido, y siguiendo al profesor Hax y Majluf (1988) las diferentes definiciones del concepto de estrategia se pueden agrupar en torno a las seis dimensiones siguientes:

1) La estrategia como medio para establecer el propósito organizacional en términos de objetivos a largo plazo, programas de acción y prioridades en la asignación de recursos (Chandler, 1962; Hatten y Schendel, 1972).

2) La estrategia como expresión del dominio competitivo de la empresa o como respuesta a las cuestiones sobre: ¿en qué negocios está o quiere estar la empresa? y ¿qué clase de empresa es o desea ser? (Learned et al, 1965; Drucker, 1954).

3) La estrategia como un proyecto global, coherente y unificado de la organización, como un todo que le permite asegurar que los objetivos corporativos básicos sean alcanzados (Glueck, 1976).

4) La estrategia como respuesta a las fuerzas y debilidades del ámbito interno y a las oportunidades y amenazas presentes en el entorno (Argyris, 1985; Miner y Steiner, 1977).

5) La estrategia como instrumento para alcanzar una posición competitiva sostenible y rentable contra las fuerzas que determinan la competencia empresarial (Porter, 1985).

6) La estrategia como fuerza motivante para los 'stakeholders' o diferentes grupos de interés que afectan o pueden ser afectados por el logro de los objetivos organizacionales (Freeman, 1984; Chaffee, 1985).

El análisis conjunto de las seis dimensiones reseñadas anteriormente permiten proponer un nuevo concepto que recoge las principales características de la estrategia empresarial. En tal sentido, podemos considerar a la estrategia como un conjunto de decisiones coherente, unificado e integrado, generalmente recogido en un plan formal, que:

- determina y revela el propósito de la organización en términos de objetivos a corto y largo plazo, programas de acción y prioridades en la asignación de recursos;

- reconoce los segmentos de negocio donde la organización está operando en la actualidad e identifica los nuevos segmentos donde debería operar en el futuro;

- intenta alcanzar, en relación a sus competidores, una ventaja competitiva sostenible a largo plazo en cada uno de sus negocios;

- pretende responder a las amenazas y oportunidades que plantea el entorno y a las fuerzas y debilidades internas de la organización;

- define, en relación a sus 'stakeholders' o grupos de interés con los que se relaciona, la clase de organización económica y humana que es o pretende ser;

- y finalmente, compromete de forma integrada y coherente a todos los niveles jerárquicos de la organización.

### **1.1.3.- LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES COMO DECISIONES ESTRATÉGICAS A NIVEL CORPORATIVO**

En relación a la última característica del concepto de estrategia, autores como Hofer y Schendel (1978), Lorange (1980), Hunger y Wheelen (1983), Hrebiniak y Joyce (1984), Wheelwright (1984), Hax y Majluf (1984), entre otros, distinguen en sus planteamientos tres niveles perfectamente diferenciados

en el análisis estratégico que conviene precisar, antes de seguir desarrollando nuestro trabajo, con el fin de situar a qué nivel corresponden las decisiones estratégicas relacionadas con las fusiones y adquisiciones de empresas.

Estos niveles son el corporativo, el de negocio y el funcional, y las decisiones tomadas en cada uno de ellos deben formar un conjunto coherente y consistente para alcanzar el éxito a largo plazo de la organización (Hofer y Schendel, 1978). Esta coherencia implica que la estrategia corporativa representa una restricción importante para el desarrollo de las estrategias a nivel de negocio —diferentes formas de competir en un determinado sector industrial para mantener o mejorar la posición competitiva en el mismo—. Y, a su vez, las estrategias de negocio definen el marco general al cual deben responder las estrategias que se desarrollan en las diferentes áreas funcionales de la empresa.

En el contexto de una empresa de naturaleza diversificada —integrada por un conjunto de negocios que operan en diferentes sectores de actividad económica— y en relación al primer nivel del análisis estratégico, es decir, al nivel corporativo, las estrategias pretenden definir una cartera de negocios equilibrada que satisfaga los objetivos de creación de valor, crecimiento, flexibilidad y sinergia (García Falcón, 1987).

La característica general del nivel corporativo radica en la consideración global de la organización. Desde esta perspectiva, el proceso de formulación de estrategias centra su atención, por una parte, en la especificación de los sectores de actividad empresarial donde debe invertir o desinvertir actualmente y donde debe hacerlo en el futuro y, por otra, en la captación y asignación de los recursos financieros que debe comprometer en cada unidad estratégica. Esto contribuye al logro de los grandes objetivos de actuación corporativa, anteriormente relacionados, garantizando con ello la supervivencia a largo plazo de la empresa, considerada ésta como objetivo fundamental de la misma al inicio de la presente discusión.

Pues bien, las fusiones y adquisiciones, objeto del presente trabajo, se nos presentan como uno de los procedimientos a través de los cuales las empresas pueden desarrollar los diferentes tipos de estrategias a nivel corporativo que permitan incorporar nuevas unidades de negocio a la cartera empresarial, y alcanzar de esta forma sus objetivos de crecimiento y diversificación. Las características generales de esta tipología de estrategias son objeto de tratamiento en el siguiente apartado.

**1.2.- ALTERNATIVAS ESTRATÉGICAS PARA ALCANZAR LOS OBJETIVOS DE CRECIMIENTO Y DIVERSIFICACIÓN**

A mediados de los años sesenta el profesor Ansoff (1965) publica “Corporate Strategy”. En este trabajo pionero en nuestro campo, el autor pretende, fundamentalmente, plantear un concepto normativo de la estrategia empresarial y presentar y discutir la primera matriz de análisis estratégico conocida con el nombre de “vector de crecimiento”. Este modelo que ha sido objeto de revisión posterior por otros autores, ha constituido una herramienta de extraordinaria importancia para conceptualizar las alternativas de crecimiento y diversificación empresarial, así como para explicar la lógica seguida por las empresas en la implantación de estas estrategias (Sallenave, 1984). A continuación analizamos las características principales de esta tipología de estrategias genéricas, que se encuentran clasificadas en el cuadro de la figura 1.1.

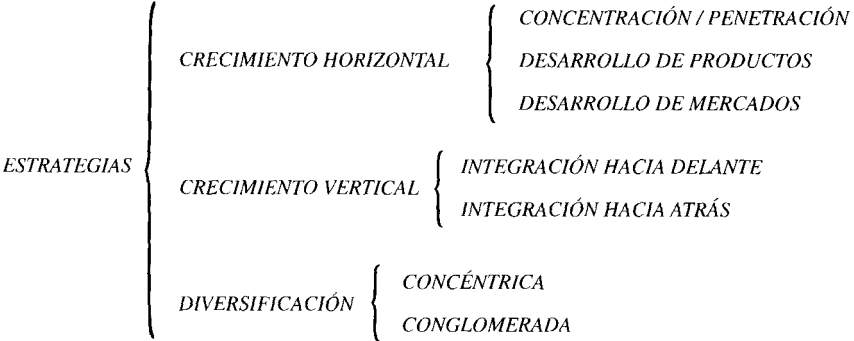


Figura 1.1.- Alternativas estratégicas genéricas de crecimiento y diversificación

**1.2.1.- ESTRATEGIAS DE CRECIMIENTO HORIZONTAL**

Si el desarrollo de un negocio en un determinado mercado ha sido exitoso, la primera alternativa que de forma lógica se presenta en una empresa es la de crecimiento horizontal, es decir, continuar desarrollando nuevos negocios relacionados con la estructura producto/mercado existente. Dentro de las

estrategias de crecimiento horizontal se nos presentan las tres opciones siguientes:

**a) Estrategias de concentración/penetración:** están orientadas a conseguir un mayor grado de participación o cuota de mercado en el sector donde se compite. Se nos presentan varias opciones para su desarrollo, entre las que cabe destacar la utilización de prácticas generalizadas de marketing, tales como campañas publicitarias o promocionales, políticas diferenciadas de precios, etc.; favoreciendo la utilización del producto, mediante el incremento de su frecuencia de uso o encontrando nuevas aplicaciones; desalentando a posibles nuevos competidores o a los ya existentes, lanzando al mercado volúmenes de producción superiores a los niveles de demanda asociados a políticas de precios iniciales reducidos.

David (1985) justifica la implantación de este tipo de estrategias cuando los mercados actuales no están saturados con los productos o servicios ofrecidos, cuando su nivel de uso se ha incrementado significativamente y cuando la cuota de mercado de los principales competidores ha disminuido mientras que las ventas totales del sector han permanecido estables o incluso han continuado creciendo.

**b) Estrategias de desarrollo de productos:** mediante este tipo de estrategias, los objetivos de crecimiento se pretenden alcanzar en los mismos sectores en los que viene compitiendo la empresa. Son varias las opciones de desarrollo que se pueden plantear: ampliación de la línea o gama de productos actual que ofrece la empresa, adición de nuevas características que permitan un mayor grado de diferenciación de sus productos o servicios, y desarrollo de otros artículos de nueva generación mediante la aplicación de tecnologías más avanzadas.

Son diversos los motivos que pueden inducir a una empresa a seguir una estrategia de desarrollo de productos. Kuczmarki y Silver (1982) destacan entre otros los siguientes: utilizar excesos de capacidad productiva, combatir la entrada de un nuevo competidor, explotar una nueva tecnología o alcanzar en el mercado un reconocimiento de innovador. Por su parte, David (1985) defiende este tipo de estrategias en sectores muy especializados tecnológicamente, donde las empresas tienen una fuerte capacidad en investigación y desarrollo y realizan un seguimiento continuo de los cambios de necesidad de los clientes, o en aquellas otras que ofrecen productos de reconocido prestigio que se encuentran en su etapa de madurez, y pretenden atraer su base de



clientela hacia otros productos nuevos fundamentándose en la experiencia positiva derivada de los anteriores.

**c) Estrategias de desarrollo de mercados:** consisten en ofrecer los mismos productos o servicios en nuevos segmentos de mercado. Para el desarrollo de esta estrategia genérica se nos presentan dos opciones específicas. La primera consiste en llevar a cabo una expansión de la base geográfica donde opera la empresa (local, regional, nacional o global). Con la segunda opción se pretende la penetración en nuevos segmentos del mercado, ya sea por convencimiento de clientes no usuarios del producto o mediante la utilización de aquellos canales de distribución que permitan llegar a segmentos de clientes no servidos dentro de los mercados geográficos actuales.

Mientras que unas empresas optan por estrategias de desarrollo de productos, otras, para alcanzar sus objetivos de crecimiento, se ven forzadas a implantar estrategias de desarrollo de nuevos mercados. Este es el caso de empresas que operan en sectores industriales intensivos en capital y orientados a la obtención de un número reducido de productos (ejemplo: bienes de equipo). La inflexibilidad de sus estructuras productivas hace que el crecimiento de la empresa exija el descubrimiento de nuevos mercados (ejemplo: exportación). En este mismo orden de ideas, y siguiendo a David (1985), una empresa apostará por este tipo de estrategia cuando sus actuales instalaciones productivas se encuentren infrautilizadas, disponga de los recursos financieros y humanos para acometer estas operaciones de expansión, o cuando aparezcan nuevos canales de distribución de alta calidad, confianza y niveles de costes no excesivamente elevados.

## **1.2.2.- ESTRATEGIAS DE CRECIMIENTO VERTICAL**

Una vez alcanzada la saturación de los mercados, la segunda alternativa estratégica genérica que se le presenta a la empresa es la integración vertical. Según Hax y Majluf (1984), mediante la aplicación de este tipo de estrategias se intenta incrementar la cadena de valor añadido a partir de una base de negocios dada. Harrigan (1983), en su obra "A framework for looking at vertical integration", propone cuatro tipos de estrategias de integración vertical: integración total, integración parcial, cuasi-integración y contratos. Cada una de estas alternativas representa diferentes grados de inversión, de poder de negociación con respecto a los sectores adyacentes, de aversión al riesgo, de

deseos de control, de objetivos de participación en el mercado y de otras formas de liderazgo que mejoran la maximización de la riqueza de los propietarios de la empresa a largo plazo. Aunque la autora anterior plantea cuatro métodos de desarrollo, la finalidad principal de esta nueva estrategia de crecimiento consiste en ampliar los negocios actuales en dos posibles direcciones:

**a) Estrategias de integración hacia delante (forward integration):** éstas permiten un mayor grado de acercamiento a los clientes y por consiguiente mejoran o aseguran el control sobre las ventas y la actuación de los canales de distribución, alcanzando con ello un mayor grado de equilibrio entre los sistemas de producción y comercialización, o cierto grado de control monopolístico en el mercado. Asimismo, los elevados márgenes de beneficios alcanzados por los actuales distribuidores constituyen también un incentivo para la práctica de este tipo de estrategias.

**b) Estrategias de integración hacia atrás (backward integration):** permiten asegurar el control de los materiales necesarios para el proceso productivo, especialmente en aquellos casos donde éstos representan una gran importancia en el producto final o determinan su imagen de marca. Con la aplicación de esta estrategia no sólo se garantiza el control de calidad de los materiales, sino también un suministro adaptado a las exigencias del sistema de producción y la estabilidad en los precios de venta en aquellos sectores que así lo demandan.

### 1.2.3.- ESTRATEGIAS DE DIVERSIFICACIÓN

Después de haber agotado las oportunidades de crecimiento por la vía de la integración vertical, la lógica estratégica conduce a introducirse en nuevos negocios a través de las estrategias de diversificación. Siguiendo al profesor Ansoff (1965), admitiremos que la diversificación supone un alejamiento simultáneo de la actual línea de productos y mercados de la empresa. Es decir, opciones distintas a la base actual de operaciones (Pearce, 1982). Cuando analizamos esta tipología de estrategias, y siguiendo a Rumelt (1974), es conveniente diferenciar la diversificación de naturaleza relacionada o concéntrica de la no relacionada o de tipo conglomerado.

**b) Estrategia de diversificación conglomerada:** se trata también de una estrategia de crecimiento donde se incorporan nuevos negocios a la cartera de la empresa pero que son significativamente diferentes de las

actividades realizadas en la actualidad. En este tipo de estrategias no se persiguen interrelaciones que facilitan la realización de forma compartida de las actividades que integran la cadena de valor de Porter (1985). Por el contrario, los objetivos que se pretenden alcanzar son principalmente de tipo financiero, tendentes a equilibrar las corrientes de beneficio y de cash-flow de la empresa y la reducción del riesgo al operar en diferentes sectores de actividad no relacionados. En determinadas circunstancias, la adopción de este tipo de estrategias implica que la empresa puede perder su identidad respecto de su actividad principal (Bueno Campos, 1987).

Para poner en práctica las alternativas estratégicas anteriores, y con ello alcanzar los objetivos de crecimiento y diversificación, la empresa se enfrenta a dos importantes tipos de decisiones: desarrollo interno y/o desarrollo externo de sus actividades.

El crecimiento interno, también conocido como crecimiento natural, ha representado para muchas organizaciones el método principal de desarrollo estratégico. Este supone la generación de nuevas inversiones en el seno de la empresa, materializadas generalmente en bienes de equipo, plantas industriales, instalaciones, patentes, etc. que implican la aplicación de importantes volúmenes de recursos financieros, y cuya consecuencia inmediata es el incremento de su capacidad de producción y distribución. Según el profesor Bueno Campos (1987), el crecimiento interno se apoya en el consumo de factores fundamentado en dos ciclos:

- a) “Ciclo de consumo de recursos financieros necesarios para atender a las nuevas inversiones que permiten alcanzar los incrementos de capacidad productiva.
- b) Ciclo de consumo de ‘servicios directivos’ o de la capacidad directiva necesaria para atender a las demandas organizativas del crecimiento.” (Bueno Campos, 1987: 238).

Aunque el coste de desarrollar nuevas actividades internamente puede ser mayor que el de adquirir otras empresas, según Johnson y Scholes (1984) el margen de costes puede ser más favorable y realista. Esto constituye un fuerte argumento a favor del desarrollo interno de pequeñas empresas que no disponen a corto plazo de los recursos disponibles para desarrollarse de otra forma. En otras circunstancias, la sofisticación tecnológica de los productos o métodos de producción y de los mercados donde se opera hacen que sea el propio proceso de crecimiento natural, y no otras alternativas, la mejor forma de seguir adquiriendo las capacidades y los conocimientos necesarios para competir con

éxito en el mercado.

El crecimiento externo, en contraposición al desarrollo interno, se produce como consecuencia de los procesos de acercamiento de una o más empresas en funcionamiento, por medio de simples acuerdos de colaboración o alianzas estratégicas o a través del control, total o parcial, de alguna de ellas sobre las otras. En el mismo orden de ideas, el profesor Bueno Campos (1987) establece que estas estrategias de crecimiento externo se fundamentan en los siguientes ciclos:

a) “Ciclo de aplicación de recursos financieros (excedentes) a la adquisición y control de empresas.

b) Ciclo de adaptación de “servicios directivos” en cuanto que la gestión de las sociedades controladas afectará al diseño y capacidad del sistema de dirección.” (Bueno Campos, 1987: 239).

En el cuadro de la figura 1.2 se resumen las ventajas e inconvenientes del crecimiento interno frente al externo. En el epígrafe siguiente, y en relación a este último tipo de crecimiento, discutiremos los diferentes procedimientos o modalidades que nos permiten desarrollar esta alternativa estratégica.

Una vez establecida la distinción conceptual entre las estrategias de crecimiento interno frente a las estrategias de crecimiento externo, y analizadas las ventajas e inconvenientes de ambas alternativas en el cuadro de la figura 1.2, finalizamos el presente apartado planteando los diferentes métodos a través de los cuales se pueden desarrollar las estrategias de crecimiento externo. Siguiendo a la profesora Harrigan (1985), en el cuadro de la figura 1.3 se presenta una clasificación de las diferentes alternativas estratégicas de cooperación, utilizando como criterio de agrupación el grado de control ejercido por las empresas involucradas en estos procesos. En los apartados siguientes analizamos las características más relevantes de las principales figuras de cooperación estratégica integradas en cada grupo: asociaciones de empresas, ‘joint ventures’ y fusiones y adquisiciones, figura esta última que será ampliamente desarrollada en los capítulos siguientes al constituir el objeto de estudio de nuestro trabajo.

FORMAS DE CRECIMIENTO	Crecimiento externo	Crecimiento interno
VENTAJAS	<p>Crecimiento por parte del mercado</p> <p>Disponibilidad inmediata de la nueva capacidad productiva</p> <p>Posible reducción o eliminación de algunos costes administrativos, financieros, de I+D, de distribución, ...</p> <p>Facilidad para financiar el crecimiento</p> <p>Complementariedad con la actividad actual. Explotación del "efecto sinérgico"</p>	<p>Adquisición de la tecnología más avanzada</p> <p>Optimización de la localización industrial y de la distribución comercial</p> <p>Optimización de la gestión a realizar</p>
INCONVENIENTES	<p>Resistencia a la fusión o absorción: problemas humanos y estructurales de la organización</p> <p>Tecnología anticuada y productos maduros</p> <p>Dificultades de tipo jurídico, fiscal, contable y administrativo</p>	<p>Período de maduración de la inversión</p> <p>Dificultades para financiar el crecimiento, salvo con recursos propios</p>

Figura 1.2.- Evaluación de las formas de crecimiento (Chevalier, 1976; fuente: Bueno Campos, 1987)

TIPO DE CONTROL	FORMAS DE DESARROLLO
NINGUNA PROPIEDAD	<p>ACUERDOS DE COOPERACIÓN</p> <p>SOCIEDADES DE INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO</p> <p>ACUERDOS SOBRE LICENCIAS Y DISTRIBUCIONES</p> <p>ACTIVIDADES CONJUNTAS DE LICITACIÓN</p>
PROPIEDAD PARCIAL	<p>JOINT VENTURES</p> <p>INVERSIONES MINORITARIAS</p>
PROPIEDAD TOTAL	<p>FUSIONES O ADQUISICIONES</p> <p>EMPRESAS DE CREACIÓN INTERNA</p>

Figura 1.3.- Alternativas de desarrollo externo de una estrategia de crecimiento según el tipo de control ejercido (Adaptado de Harrigan, 1985)

### **1.3.- MÉTODOS DE DESARROLLO DE LAS ESTRATEGIAS DE CRECIMIENTO Y DIVERSIFICACIÓN EMPRESARIAL**

#### **1.3.1.- ALTERNATIVAS QUE NO IMPLICAN CONTROL DE PROPIEDAD: LAS ASOCIACIONES DE EMPRESAS**

En este primer tipo de alternativas, es decir, aquellas que no implican control de propiedad, se está haciendo referencia a la existencia de grupos empresariales que se conforman mediante acuerdos tácitos o explícitos entre empresas con diferentes finalidades. Siguiendo al profesor Bueno Campos (1987), este tipo de acuerdos puede tener un carácter horizontal, presentándose en este caso los cárteles o asociaciones de empresas de un mismo sector industrial, bien a nivel nacional o global, que intentan evitar una competencia mutua y actuar conjuntamente para controlar el mercado. Estos acuerdos también pueden ser de carácter vertical, al intervenir en los mismos empresas situadas en diferentes etapas de un mismo proceso productivo y que se ponen de acuerdo con el fin principal de ahorrar costes o controlar el mercado. Analizamos a continuación los cuatro principales tipos de acuerdos que se pueden agrupar en torno a esta primera categoría:

**a) Acuerdos de cooperación:** esta primera figura hace referencia a aquellas fórmulas de estrategias cooperativas en las cuales las empresas que intervienen no asumen ningún control sobre el capital de las otras. Su principal finalidad consiste en aprovechar las ventajas de las especializaciones o habilidades de las empresas participantes en determinadas actividades del sistema de valor del sector en el que operan, siendo el resultado final obtenido producto de la cooperación de las empresas. El control de los socios se realiza mediante la evaluación del cumplimiento de contratos en los que se especifican el período de tiempo al que se extiende la cooperación, las características de los productos y/o servicios, el calendario de entrega, los precios y cualquier otro término de interés entre las partes.

Un caso especial son los acuerdos de producción/tecnología–comercialización de productos. Ante los elevados costes de penetración en determinados mercados estos acuerdos constituyen un extraordinario instrumento para pequeñas empresas punteras en tecnología. Normalmente un socio (pequeña empresa) ha acumulado en el tiempo determinada experiencia tecnológica (patentes, know-how, plantas de fabricación, un servicio especial o técnicas de producción) y el otro socio, generalmente de mayor dimensión, posee la experiencia comercial (fuerza de ventas, canales de distribución, servicio postventa,

reputación y credibilidad), lo que permite una extraordinaria complementariedad entre las fases del proceso de producción y distribución (Lynch, 1989).

**b) Sociedades de investigación y desarrollo:** esta nueva forma asociativa se crea con el fin de financiar conjuntamente la investigación y el desarrollo de nuevos productos. La cooperación tecnológica a través de estos acuerdos de investigación ofrece a las empresas participantes una oportunidad para acelerar las tasas de innovación en sus respectivos sectores industriales. En ella suele existir un socio ('general partner') que contrata con un consorcio o grupo de usuarios ('the consortium') la adquisición o el pago de un cierto volumen del producto en cuestión con determinadas especificaciones y a unos costes predeterminados. Este socio busca con posterioridad los centros apropiados o laboratorios, en los cuales se efectúa la investigación que permite obtener el producto deseado. Posteriormente, cuando el producto es desarrollado, el socio general, bien licencia la utilización de la tecnología a las empresas individuales que forman el consorcio, o bien fabrica el producto para el grupo con el fin de explotar las economías de escala y beneficiar al conjunto por los efectos derivados de la curva de experiencia.

**c) Acuerdos sobre licencias y distribuciones:** Los acuerdos sobre licencias ('cross-licensing') tienen por finalidad conocer y utilizar las características de la tecnología que ha sido desarrollada para productos o procesos iguales o similares de forma independiente por otras empresas que participan en el mismo sector o en otros afines. Por su parte, los acuerdos de distribución ('cross-distribution') permiten a una empresa vender los productos de otra en una determinada zona geográfica. Estos contratos pueden ser una forma de impedir la entrada de competidores en el mercado, lo que implica que las empresas locales poseen suficiente poder de negociación para controlar el acceso de nuevos clientes al mercado. Tanto las empresas que adopten acuerdos sobre licencias de utilización de tecnología, como sobre distribución de productos, deben ser sensibles a la normativa de defensa de la competencia, y adaptar los acuerdos y su desarrollo a la citada normativa.

**d) Actividades conjuntas de licitación:** Se trata en estos casos de un conjunto de empresas que llegan a un acuerdo con el fin de obtener la adjudicación de determinados trabajos que generalmente presentan cierto grado de complejidad o volumen. Una vez obtenido el encargo del cliente, el trabajo puede posteriormente fraccionarse en subtareas, de tal forma que cada miembro del consorcio contrata individualmente con el

cliente la unidad de obra que debe llevar a cabo o, también, se puede delegar la ejecución del proyecto a efectuar a un solo miembro del grupo que permita su eficaz realización, aumentando de esta forma el prestigio del conjunto de empresas inmersas en el acuerdo.

Este conjunto de alternativas puede no ser suficiente para alcanzar los objetivos de cooperación que las diferentes organizaciones se hayan propuesto pero, al facilitar un acercamiento y conocimiento más profundos de las entidades participantes, puede ser considerado como una primera fase para proponer en el futuro otras opciones estratégicas que implican un control parcial de propiedad, dentro de las cuales destaca la figura de la 'joint venture', que se analiza en el apartado siguiente.

### **1.3.2.- ALTERNATIVAS QUE IMPLICAN CONTROL PARCIAL DE PROPIEDAD: 'LAS JOINT VENTURES'**

Una segunda alternativa que se le presenta a la empresa para alcanzar sus objetivos de crecimiento y diversificación es el desarrollo por medio de 'joint ventures'. Esta figura representa una original forma organizacional creada por dos o más empresas ('partner') para realizar una nueva actividad económica ('venture'), que sería difícil llevar a cabo por los participantes actuando aisladamente (Lyles, 1988; Kogut, 1988b). Se caracterizan por el establecimiento de acuerdos de colaboración en áreas de producción, distribución, investigación y desarrollo, etc., mediante los cuales las partes implicadas o socios contribuyen sustancialmente en forma de capital, tecnología, experiencias en marketing, personal, activos fijos, etc. (Harrigan, 1984).

Estas actividades conjuntas que definen la figura de la 'joint venture' pueden llevarse a cabo entre organizaciones que operan dentro de un mismo país. Sin embargo, en los últimos años están teniendo mayor auge como fórmula válida para traspasar las fronteras nacionales debido al fenómeno de la internacionalización o globalización de la economía (Kogut, 1985; Beamish, 1985; Narayanan y Taylor, 1985). A medida que los mercados nacionales maduran, se aceleran los cambios tecnológicos y se intensifica la competencia extranjera. Las empresas pertenecientes a muchos sectores de actividad económica se han visto obligadas a entenderse en términos de un lenguaje de cooperación mediante la implantación de estrategias de 'joint ventures', como método para garantizar un crecimiento equilibrado y la supervivencia organizacional (Lyles, 1985; Harrigan, 1985).



Muchas empresas en la actualidad, sobre todo en USA y UK, a pesar de la existencia de informes y evidencias de conflictos, siguen utilizando de forma creciente este tipo de colaboración. Las 'joint ventures' han prevalecido históricamente en sectores donde el coste y el riesgo asociado a proyectos exceden, a menudo, el volumen de recursos de las empresas consideradas de forma individual, tales como el sector de extracción y refinerías de petróleo. Sin embargo, la necesidad de las 'joint ventures' en otro tipo de sectores, especialmente en los de tecnología intensiva, es un fenómeno relativamente reciente, lo que ha comenzado a motivar la creciente atención de investigadores y profesionales en el campo de la estrategia empresarial, abordándose su tratamiento desde diferentes perspectivas teóricas (Blumenthal y Greiner, 1988).

Según información suministrada por la "Federal Trade Commission", en 1960 al menos 1.131 empresas estadounidenses estuvieron involucradas en la formación de 520 'joint ventures' nacionales. No obstante, el interés por esta figura comienza a mediados de los años 70. Sólo en 1983, el número de estrategias de cooperación anunciadas en algunos sectores como sistemas de comunicación y servicios, excede la suma total de 'joint ventures' llevadas a cabo en dicho sector con anterioridad. En la pasada década de los ochenta, éstas se han convertido, para empresas que operan en ciertas actividades industriales, en el medio más adecuado para explotar fortalezas y salvar determinadas debilidades competitivas (Harrigan, 1986).

La falta de regulación, la globalización anteriormente comentada y la creciente tasa de cambio tecnológico existente en muchos sectores han hecho posible que cada vez sea mayor el número de empresas predispuestas a utilizar este tipo de estrategias de colaboración. En el futuro, las 'joint ventures' tendrán cada vez más importancia en el desarrollo de nuevos sectores, en la revitalización de sectores maduros y en aquéllos donde la interdependencia competitiva sea más intensa. Asimismo, y según Kogut (1988a), las empresas participantes podrán racionalizar sus carteras y mejorar sus ventajas competitivas.

Harrigan (1986) analiza los motivos que justifican la formación de 'joint ventures' agrupando a éstos en las tres categorías de ventajas siguientes:

a) Ventajas internas: dentro de esta categoría, los motivos que justifican la creación de 'joint ventures' están relacionados con los beneficios derivados de compartir costes y riesgos, garantizar el suministro de recursos, mejorar la capacidad de endeudamiento de la empresa, compartir equipos productivos y canales de distribución, obtener información 'intelligence' sobre nuevas tecnologías y clientes, utilizar prácticas directivas innovadoras y retener personal altamente cualificado con talento empresarial.

b) Ventajas competitivas: el segundo grupo de motivos está relacionado con aquellas acciones que permiten el reforzamiento de las posiciones estratégicas actuales de las empresas, tales como la influencia en la evolución de la estructura industrial (desarrollo pionero de nuevos sectores, reducción de la volatilidad competitiva, racionalización de sectores maduros, etc.), las llamadas ventajas ‘first-mover’ (acceso fácil a los mejores clientes, expansión de capacidad o integración vertical, adquisición de recursos en términos ventajosos, coaliciones con los mejores ‘partners’), facilitar la globalización y difuminar las fronteras entre sectores industriales (evitar las tensiones políticas, salvar las barreras comerciales, ganar acceso a redes globales), etc.

c) Ventajas estratégicas: están directamente relacionadas con la mejora de la posición estratégica de las empresas que participan en la figura que analizamos. Estas ventajas se pueden resumir en la creación de explotación de los efectos derivados de la sinergia como consecuencia de la realización de actividades de forma compartida, la transferencia de tecnología o ‘know-how’ directivo, y finalmente las posibilidades de diversificación al representar la ‘joint venture’ un trampolín para desarrollar nuevos productos, penetrar en nuevos segmentos de mercado o ampliar la cobertura geográfica del mismo.

A pesar de las innumerables ventajas y beneficios potenciales que presentan las ‘joint ventures’, a veces no alcanzan el éxito pretendido por sus patrocinadores y plantean problemas. Estos pueden sintetizarse en los aspectos siguientes: problemas derivados de la leyes ‘antitrust’ y legislaciones nacionales, las posibles pérdidas de autonomía y control de los socios sobre la nueva entidad constituida, la inflexibilidad estratégica motivada por cambios en el entorno y la consecuente pérdida de ventajas competitivas.

Finalmente, en el cuadro de la figura 1.4, presentamos el marco conceptual defendido por Harrigan(1986) para el análisis de las relaciones de los diferentes miembros que participan en la configuración de una ‘joint venture’. En primer lugar, estudiamos las variables que influyen en las interrelaciones entre los patrocinadores (‘partners’) como propietarios de la ‘joint venture’. Varios aspectos merecen ser destacados:

a) El poder de negociación de los ‘partners’, que viene determinado por los beneficios que ellos desean alcanzar, los costes en que incurren, los recursos y alternativas para alcanzar sus objetivos, las necesidades de cooperar y las barreras a la cooperación.

b) Los acuerdos de cooperación quedarán plasmados en un documento legal que define: el ámbito de actividades (‘domain’) de la ‘joint venture’, los

outputs y posiblemente los clientes, los inputs necesarios para alcanzar los objetivos, los mecanismos de control para asegurar los beneficios de la 'joint venture', y la duración del acuerdo.

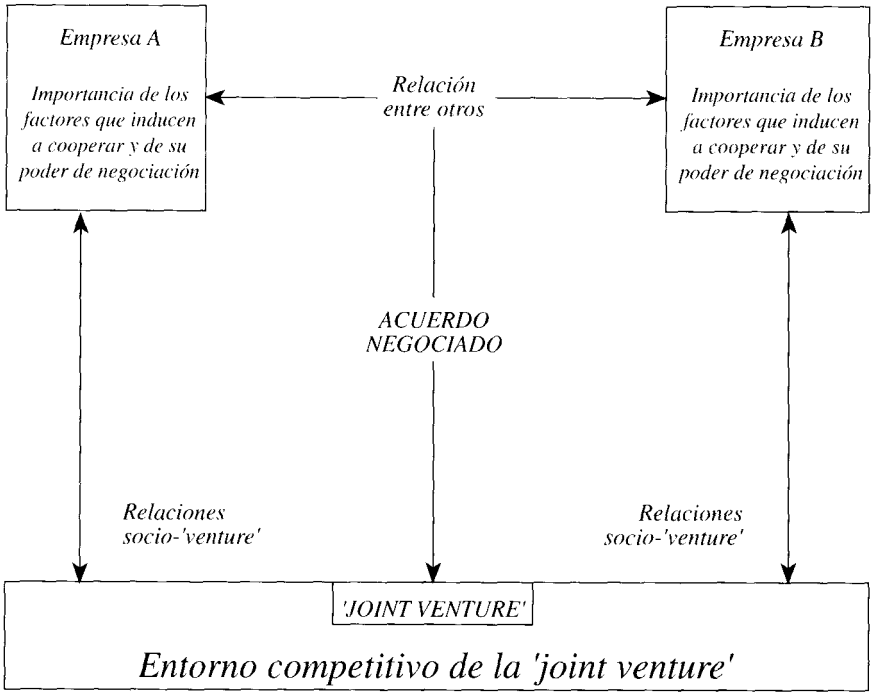


Figura 1.4.-Relaciones entre los componentes de una 'Joint Venture'  
(Fuente: Harrigan, 1986: 30)

c) La duración o estabilidad del acuerdo depende de cambios en la misión estratégica de los propietarios, la importancia de las 'joint ventures' para los mismos, el poder de negociación de los 'partners' en la estructura del sector, la efectividad de la estrategia de la joint venture y la coordinación necesaria para el éxito competitivo entre los propietarios y la 'joint venture'.

En segundo lugar, y en referencia a las características de las relaciones existentes entre los propietarios y la 'joint venture', los aspectos que merecen ser destacados son los siguientes:

a) Los acuerdos de negociación (provisión de inputs y mercados para los outputs, recursos compartidos, etc.)

b) La integración de los propietarios y la ‘venture’ (‘trade-off’ entre autonomía y coordinación).

c) Los mecanismos de control (naturaleza de información compartida, contactos personales, sistemas de dirección, etc.).

Por último, y dentro del marco conceptual estudiado, deben ser también analizadas las relaciones de la ‘joint venture’ con su entorno competitivo y cómo afectan las presiones ejercidas por el entorno a las elecciones de estrategias de cooperación de los propietarios.

### **1.3.3.- ALTERNATIVAS QUE IMPLICAN CONTROL TOTAL DE PROPIEDAD: LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES**

Bajo este supuesto, la empresa, con el fin de desarrollar las estrategias que se ha propuesto y alcanzar sus objetivos de crecimiento y diversificación, puede considerar oportuno proceder a un control total de la propiedad de otras entidades. En estos casos, el mencionado control de una sociedad sobre otra se puede alcanzar a través de la creación de una nueva empresa con los recursos de la matriz (empresas de creación interna), o bien procediendo a adquirirla en el mercado a través de las operaciones de fusiones y adquisiciones.

Como hemos indicado en el apartado 1.1, en los últimos años, las actividades relacionadas con las fusiones y adquisiciones empresariales han revestido extraordinaria significación en el conjunto de la economía de muchos países desarrollados, y representan una parte importante del comportamiento estratégico de las empresas, afectando tanto a las decisiones tomadas a nivel corporativo como a las relacionadas con los diferentes negocios que integran sus carteras en aquellos supuestos de diversificación. En este sentido Kotlarchuk, Lorange y Singh (1987) afirman que:

“En una empresa diversificada puede existir una jerarquía de estrategias de negocios. El proceso de autorrenovación estratégica puede tener lugar en cada uno de estos niveles dentro de esta jerarquía. Las fusiones y adquisiciones facilitan la renovación estratégica a nivel de cartera, a nivel de familia de negocios y a nivel de unidad de negocio” (Kotlarchuk, Lorange y Singh ,1987: 4).

En la actualidad, los términos de «Fusión y Adquisición», transcripción literal de los vocablos anglosajones «Merger and Acquisition», son utilizados en los ámbitos académicos y profesionales para designar una amplia gama de operaciones que se realizan en el mundo empresarial. Esta falta de rigor semántico al aplicarse, hace que los términos, popularizados en los últimos tiempos, se utilicen indistintamente para designar operaciones de compraventa de empresas así como otro tipo de operaciones contractuales, tales como acuerdos de cooperación, acuerdos de licitación, 'joint ventures', etc., y que han sido analizados en los apartados anteriores. En relación a las mismas y según Fernández Pelaz (1988):

“La fusión es un proceso que hay que incluir como uno de los modos de concentración de empresas, precisamente constituido por aquél en el que la concentración se realiza de un modo más pleno y rígido frente a otras fórmulas más flexibles” (Fernández Pelaz, 1988: 436).

En consecuencia, hemos estimado oportuno iniciar nuestra discusión sobre esta nueva alternativa de desarrollo externo de la empresa procediendo a su clarificación conceptual y distinción de las figuras anteriores. Siguiendo a Dodd (1980), definimos la fusión o adquisición como una transacción en la cual una empresa obtiene la titularidad de parte importante de activos o acciones de otra. Desde una perspectiva legal y según Garrigues (1976), se entiende por fusión el proceso en virtud del cual una o más sociedades se disuelven, transmitiendo en bloque sus patrimonios, bien a una sociedad ya existente, bien a una sociedad que se constituye a tal fin, pasando los socios de las sociedades fusionadas a serlo de la fusionante en proporción a sus respectivas participaciones.

En el caso de la fusión la legislación española contempla dos modalidades para llevarla a cabo:

a) La fusión propiamente dicha o fusión pura. En este caso todas las sociedades interesadas en el proceso de fusión desaparecen para dar lugar a una nueva sociedad como sucesora de aquéllas. En el gráfico de la figura 1.5 se representa el proceso mediante el cual dos sociedades, generalmente una promotora de la idea y otra objetivo, se unen aportando la totalidad de sus patrimonios para crear una nueva sociedad, desapareciendo con ello sus personalidades jurídicas y surgiendo una nueva. Según el profesor Bueno (1987) es importante que las dimensiones iniciales de las empresas participantes en estos procesos sean similares.

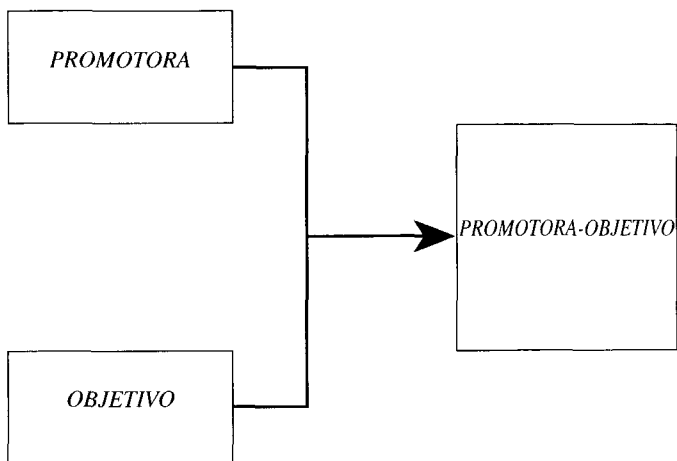


Figura 1.5.- Fusión de empresas

b) En el caso de absorción o adquisición, la disolución afecta tan sólo a la o las sociedades absorbidas, mientras que la absorbente, que naturalmente subsiste, incorpora el patrimonio de las sociedades absorbidas y generalmente a sus socios mediante una ampliación de su capital social. En el gráfico de la figura 1.6 se representa un proceso de adquisición por absorción, donde la sociedad promotora absorbe a la objetivo, desapareciendo su personalidad jurídica, continuando la promotora con su actividad pero con un dimensionamiento mayor.

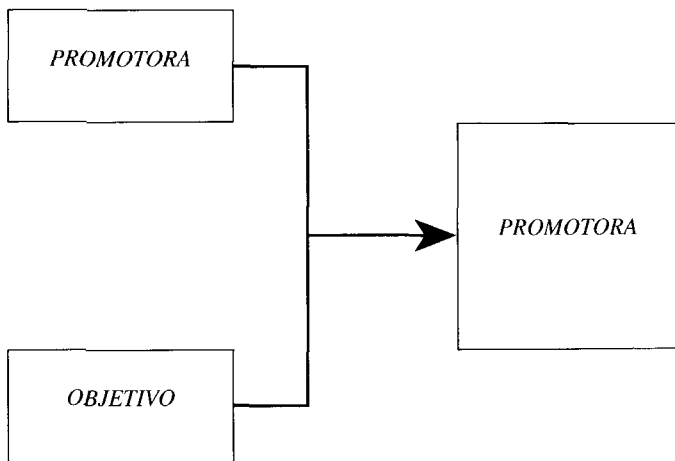


Figura 1.6.- Adquisición por absorción

Un caso particular de esta segunda figura lo constituye la adquisición total o parcial de activos de una o varias empresas por parte de otra. En estos casos, y según se recoge en el gráfico de la figura 1.7, una sociedad cede una parte o la totalidad de su patrimonio a otra sociedad ya constituida, no desapareciendo en ningún caso las personalidades jurídicas de las intervinientes puesto que de ser así estaríamos en presencia de una fusión o de una adquisición por absorción.

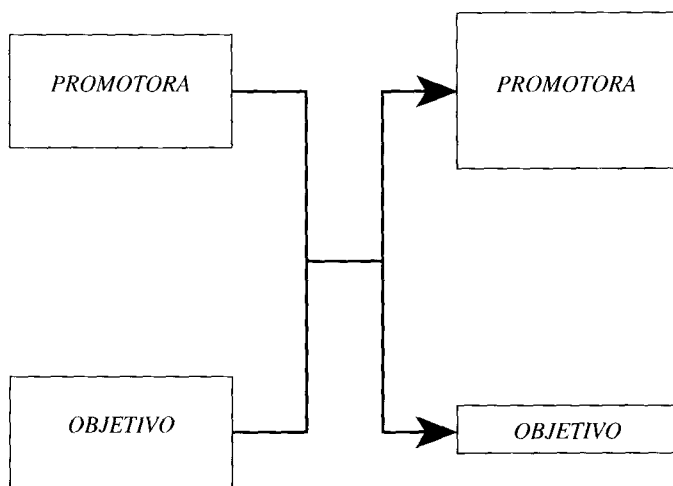


Figura 1.7.- Adquisición de activos

A pesar de las diferencias existentes entre las distintas modalidades analizadas, según Kotlarchuk, Lorange y Singh (1987), la esencia de este tipo de operaciones consiste en mejorar la posición estratégica de los negocios de una empresa existente e integrar la empresa adquirida o fusionada en la estrategia de la promotora de la acción, siendo deseable, en consecuencia, que este proceso de integración no sólo se realice a nivel corporativo sino también a nivel de grupo o unidad de negocio.

## 1.4.- CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS

### 1.4.1.- ANÁLISIS DE DIFERENTES TIPOLOGÍAS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

Una vez estudiado el concepto y las diferentes modalidades que desde una perspectiva estrictamente legal se pueden presentar, en el cuadro de la figura 1.8 se recogen diferentes tipologías de fusiones y adquisiciones atendiendo a la orientación estratégica de estos procesos, a las características de los acuerdos alcanzados, al tipo de instrumentalización de las operaciones y a las características financieras de las mismas.

La primera clasificación que analizamos está integrada por tantos tipos de adquisiciones como alternativas estratégicas de crecimiento y diversificación fueron estudiadas en el apartado 1.2. Dentro de esta primera agrupación, y siguiendo a Kotlarchuk, Lorange y Singh (1987), conviene distinguir:

**a) Adquisiciones horizontales:** Se nos presentan estos casos cuando una empresa adquiere a otra dentro del mismo sector. Con este tipo de adquisición los principales beneficios previstos provienen de las economías de escala alcanzadas en las áreas de producción y distribución, así como de los posibles incrementos de poder en el

Según la orientación estratégica	$\left\{ \begin{array}{l} \text{HORIZONTAL} \\ \text{VERTICAL} \\ \text{RELACIONADA} \\ \text{NO RELACIONADA} \end{array} \right.$
Según el tipo de acuerdo alcanzado	$\left\{ \begin{array}{l} \text{AMISTOSA} \\ \text{HOSTIL} \end{array} \right.$
Según el tipo de instrumentalización	$\left\{ \begin{array}{l} \text{ADQUISICIÓN DE ACCIONES} \\ \text{COMPRA DE DERECHOS DE SUSCRIPCIÓN} \\ \text{COMPRA DE ACTIVOS} \end{array} \right.$
Según el tipo de financiación	$\left\{ \begin{array}{l} \text{LEVERAGE BUY-OUT} \\ \text{LEVERAGE CASH-OUT} \\ \text{LEVERAGE BUY-IN} \\ \text{MANAGEMENT BUY-OUT} \\ \text{LABOR BUY-OUT} \end{array} \right\} \left\{ \begin{array}{l} \text{CON AVAL} \\ \text{SIN AVAL} \end{array} \right.$

Figura 1.8.- Clasificaciones alternativas de las operaciones de fusiones y adquisiciones



mercado al alcanzar una mayor cuota o un mayor grado de participación en sectores cada vez más concentrados. Desde una perspectiva estratégica, el principal impacto de las decisiones relacionadas con las adquisiciones horizontales se produce a nivel de unidad de negocio, siendo los principales beneficios para el adquirente el fortalecimiento de su posición estratégica producto-mercado.

**b) Adquisiciones verticales:** En estas situaciones, la empresa promotora o adquirente y la empresa objetivo pertenecen a sectores con fuertes relaciones comprador-vendedor. La empresa adquirida es, o bien un suministrador, o bien un cliente de la empresa adquirente. Las principales razones por las cuales se realiza este tipo de adquisiciones obedecen entre otros motivos, a la imperfección del mercado de productos intermedios, debido a la escasez de recursos o a la necesidad de controlar las especificaciones de producción y canales de distribución. Desde una perspectiva estratégica, este tipo de decisiones afecta tanto al nivel de unidad como al de familia de negocios de la empresa adquirente. A nivel de unidad de negocio se tomarán en consideración aquellas adquisiciones verticales que afectan a un producto-mercado específico, sin embargo, a nivel de familia de negocios serían propuestas aquellas adquisiciones que benefician a un determinado grupo.

**c) Adquisiciones relacionadas o concéntricas:** En este tipo de adquisiciones la empresa adquirente y la empresa objetivo generalmente están relacionadas a través de tecnologías básicas, procesos de producción o mercados. En tal sentido la empresa adquirida viene a representar una extensión de la línea de productos, de las participaciones de mercados o de las tecnologías de la empresa adquirente. Los principales beneficios que se derivan de las adquisiciones concéntricas son originados por las economías de escala y las posibilidades de diversificación en torno a un núcleo común de recursos estratégicos. Las adquisiciones concéntricas generalmente afectan a las diferentes familias de negocios de la empresa adquirente; en consecuencia, el principal estímulo de planificación y análisis se centra, a nivel corporativo, en la formulación de una adecuada estrategia horizontal que permita la identificación y explotación de interrelaciones entre los negocios existentes y las nuevas adquisiciones.

**d) Adquisiciones no relacionadas o conglomeradas:** En este tipo de operaciones generalmente no se pretende de forma explícita compartir recursos, tecnologías, estrategias producto-mercado, o cualquier otro tipo de interrelación tendente a obtener los beneficios derivados de la sinergia

empresarial. Por el contrario, con la adquisición de nuevas empresas, el objetivo principal que persigue la empresa adquirente es de naturaleza financiera: la generación equilibrada de corrientes de beneficios y cash-flow entre las diferentes unidades de negocio. En consecuencia, el análisis estratégico para las adquisiciones conglomeradas debería realizarse a nivel corporativo y estar estrechamente relacionado con la estrategia de cartera de la empresa adquirente.

Como desarrollaremos en los capítulos siguientes, en todo proceso de fusión, una vez realizado el ‘audit’ interno y fijados los objetivos estratégicos a alcanzar, la empresa debería plantearse cómo lograr los mismos. A la hora de responder a esta cuestión, la misma debería evaluar la posibilidad y conveniencia de verse involucrada en diferentes tipos de fusión según el grado de acuerdo alcanzado en la operación. Se nos presenta así una segunda clasificación de fusiones y adquisiciones que permite distinguir entre:

**a) Adquisiciones amistosas:** Estas fusiones y adquisiciones se llevan a cabo en un entorno amistoso, y de aquí su denominación de ‘friendly’ en la literatura especializada. El resultado de las negociaciones planteadas en este tipo de operaciones es totalmente satisfactorio para las partes implicadas, las cuales están absolutamente convencidas de los beneficios derivados de la integración. Sus principales ventajas se centran básicamente en que, como consecuencia de los acuerdos previamente alcanzados generalmente recogidos en un plan de fusión (Hawk, 1988), y al obtenerse un mayor grado de conocimiento de las estructuras y mercados de ambas partes, se anula la posible resistencia —de consecuencias imprevisibles— de la dirección y accionistas de la empresa adquirida en las etapas previas de gestación de la operación y en el proceso posterior de integración de las sociedades, para aspectos relacionados con su estructura, cultura y orientación estratégica.

**b) Adquisiciones hostiles:** En estos supuestos, las empresas que participan en la operación de concentración no han logrado el acuerdo deseado en las negociaciones planteadas o, en un caso extremo, estas negociaciones ni si quiera han existido, a pesar de lo cual la fusión o adquisición se lleva a cabo a través de una operación financiera de oferta pública de adquisición de acciones en el mercado bursátil. En estas situaciones, los intentos por parte de una empresa de controlar el capital de otra, también conocidos en la terminología anglosajona como ‘takeover’, encuentran la natural resistencia del equipo directivo de la empresa adquirida o ‘target’ de la operación; pues normalmente, si se logra el éxito pretendido, la dirección es generalmente sustituida. Sin

embargo, según Jensen (1984), este tipo de operaciones presenta extraordinarias ventajas, pues constituye un mecanismo que permite a los accionistas defenderse de posibles incompetencias e ineficiencias directivas, al possibilitarse a nuevos equipos el derecho a competir por la dirección de los activos de una empresa (Jensen, 1984).

En relación a esta última clasificación, Howe (1986) establece otra distinción entre fusiones y adquisiciones al considerar que, en las primeras, el grado de conformidad de los participantes en la operación es total, mientras que en las segundas, este grado de acuerdo es inferior. En este mismo sentido se pronuncian Karlsson y Meerstadt (1989) cuando asocian la fusión con una adquisición amistosa, reservando las adquisiciones hostiles para el término 'takeover'. Hawk (1988) también parece, implícitamente, seguir la misma línea de pensamiento al utilizar el vocablo fusión cuando la operación de concentración se realiza de forma amistosa y emplear el término adquisición cuando la toma de poder de una empresa sobre otra es de forma hostil. Desde nuestro particular punto de vista, las distinciones establecidas por estos autores son bastante discutibles, puesto que no existen argumentos que justifiquen la imposibilidad de que el acuerdo sea total cuando nos encontramos ante una operación de adquisición, que se consuma de forma amistosa.

Fundamentándonos en la legislación que afecta a las operaciones de concentración empresarial, y que analizaremos en el capítulo siguiente, presentamos, por último, una tercera clasificación de las fusiones y adquisiciones de empresas según las características de la formalización de dichos procesos. Estas fórmulas, que fueron adelantadas en el cuadro de la figura 1.8, son las siguientes:

**a) Adquisición por compra de acciones:** este sistema presenta como ventajas importantes su simplicidad, el hecho de que no perturba la marcha de la empresa adquirida, el mantenimiento de posibles pérdidas que son fiscalmente deducibles, que no se realizan plusvalías en la empresa adquirida con el consiguiente ahorro fiscal y que no afecta a los contratos laborales. Su desventaja más importante es que, cara a los accionistas vendedores, se generan plusvalías fiscalmente gravosas.

**b) Adquisición por compra de derechos de suscripción:** su principal ventaja es que no se generan plusvalías para los accionistas vendedores, aunque está prevista una modificación de la legislación para que la compraventa de dichos derechos quede sujeta a tributación. Además, posee las mismas ventajas que mencionábamos anteriormente para la compra de acciones. Los inconvenientes significativos son la

complejidad para realizar la operación, que en un primer momento sólo proporciona un control mayoritario —permaneciendo los antiguos propietarios como accionistas minoritarios—, y el incremento de capital que se realiza en la empresa adquirida —ya que dicho incremento puede no ser necesario—.

**c) Adquisiciones mediante la compra de activos y pasivos:** en este caso se adquieren únicamente los activos de interés, y con ellos los trabajadores y deudas comerciales, laborales y fiscales asociadas a los activos comprados. Las ventajas se derivan de la adquisición de la parte deseada de una determinada empresa, y que la plusvalía se genera en la empresa vendedora y no en sus accionistas, con lo cual se puede atenuar más fácilmente el coste fiscal que conlleva la operación. Como desventaja aparece la tributación indirecta (impuesto de transmisiones patrimoniales, impuesto del valor añadido, etc.) que afecta a esta forma de concentración, y la renovación de determinados contratos que pueden suponer el empeoramiento del poder de negociación de los compradores con respecto a la posición que ocupaban los vendedores de los activos.

La última clasificación que analizamos en el presente apartado hace referencia a un conjunto de modalidades de fusiones y adquisiciones, conocidas con el nombre de ‘buy-outs’ (BO), que han tenido un amplio desarrollo en Estados Unidos e Inglaterra (Green, 1986; Coyne, Mills y Wright, 1987) y de reciente introducción en nuestro país (Loizaga, 1988; Barallat, 1988; Gutiérrez Viguera, 1989).

Estas operaciones consisten en la compra de una empresa por parte de un grupo inversor con la única intención de venderla al cabo de un tiempo generando una plusvalía (Ruiz de Alegría, 1988). Este incremento de valor se consigue fundamentalmente reestructurando y resolviendo los problemas que la empresa adquirida planteaba en el momento de su compra.

Dentro de los BOs podemos distinguir, básicamente, los cinco tipos recogidos en el cuadro de la figura 1.9:

**a) Leverage buyout (LBO):** también conocidas como adquisiciones apalancadas, hacen referencia a la compraventa de empresas a crédito, o sea, la compra es financiada con préstamos, por lo que aumenta el grado de apalancamiento financiero de la empresa adquirida.

**b) Leverage cash-out (LCO):** se presenta esta nueva figura cuando los propietarios de la empresa ‘target’ reciben, además de dinero,

acciones de la nueva empresa, incrementándose también el grado de apalancamiento financiero.

c) **Leverage buyin (LBI)**: en esta modalidad un grupo de inversionistas externos adquiere una empresa con el fin de potenciarla, para lo cual, previo proceso de capitalización mediante la aportación de recursos propios, se procede a incrementar el nivel de endeudamiento aunque a niveles inferiores a los casos anteriores.

d) **Management buyout (MBO)**: se denominan así a las operaciones en las que el equipo directivo de la empresa 'target', en función del alto grado de conocimiento que tienen del negocio, se convierte en grupo inversor o lidera el proceso de adquisición.

TIPOS DE BUY-OUTS	CARACTERÍSTICAS BÁSICAS
LEVERAGE BUYOUT (LBO)	Crece el apalancamiento financiero de la empresa adquirida
LEVERAGE CASH-OUT (LCO)	Los vendedores reciben dinero y acciones
LEVERAGE BUYIN (LBI)	Los compradores aportan capital a la empresa adquirida
MANAGEMENT BUYOUT (MBO)	La dirección interviene en la operación
LABOR BUYOUT (LAB)	Los empleados, sean o no directivos, intervienen en la operación

Figura 1.9.- Tipos y características básicas de los buy-outs

e) **Labor buyout (LAB)**: en este caso interviene la plantilla, adquiriendo un paquete mayoritario de acciones de la empresa. Sin embargo, el control suele seguir residiendo en el equipo de dirección o en el grupo financiero suministrador de fondos. Los empleados forman un plan llamado ESOP ('employ stock ownership plan') o plan de compra de acciones de empleados, siendo necesario que participe al menos un 80% para que la legislación americana, donde más se ha desarrollado esta figura, reconozca o conceda importantes ventajas fiscales.

La clasificación anteriormente presentada no es excluyente en el sentido de que la adquisición de una empresa puede ser, conjuntamente, un 'leverage buyout' y un 'management buyout', puesto que la compra está siendo financiada con préstamos y, a su vez, está interviniendo como parte activa del proceso la dirección de la empresa adquirida.

Desde un punto de vista estrictamente financiero, las operaciones anteriores se clasifican en dos grandes grupos:

1) Operaciones avaladas: son aquéllas en las cuales los activos de la empresa adquirida garantizan el pago de la deuda contraída por el comprador. Cualquier 'gap' existente entre el precio de compra y la cantidad asegurada deberá ser cubierto con aportaciones de capital y/o financiación del vendedor.

2) Operaciones sin aval: se basan en la capacidad que posee la empresa adquirida de generar fondos suficientes para cubrir la financiación solicitada por el comprador, con el fin de realizar la operación de BO.

Finalmente, y con respecto a este tipo de operaciones, hemos de indicar que otro aspecto importante es la estructura financiera resultante de la operación realizada. En el cuadro de la figura 1.10 se resumen las características de las principales fuentes de financiación de las operaciones de 'buy-out', siendo conveniente distinguir los tres tipos siguientes:

a) Deuda principal o senior: es la deuda de pago prioritario, es decir, los préstamos que la componen deben ser los primeros en ser satisfechos por parte de los compradores. Es el componente de menor riesgo pero también de menor rentabilidad.

b) Deuda subordinada, entresuelo o mezanina: este tipo de endeudamiento presenta características de renta fija y variable. Este híbrido proporciona ventajas fiscales y disminuye el riesgo crediticio. El nivel de rentabilidad y riesgo es intermedio.

c) Capital: generalmente sin derecho al cobro de intereses, y es la diferencia entre el precio de compra de la empresa y los recursos obtenidos por los dos tipos de deuda anteriores. Es el tramo que proporciona mayor rentabilidad pero también soporta el mayor grado de riesgo.

CLASE DE FINANCIACIÓN	ENTIDADES FINANCIADORAS MÁS HABITUALES	INSTRUMENTACIÓN DE LA FINANCIACIÓN	% DE PARTICIPACIÓN EN LA FINANCIACIÓN	TASA DE RETORNO ANUAL ESPERADA
DEUDA SENIOR	Bancos, entidades de seguros, fondos de pensiones, entidades de capital-riesgo	Hipotecas, prendas, bonos, obligaciones convertibles, préstamos, pagarés	Normalmente oscila del 50 al 60% de la financiación, dependiendo del nivel de garantías	Entre un 10 y un 15%
DEUDA MEZANINA	Bancos, entidades de seguros, fondos de pensiones, entidades de capital-riesgo, fondos LBO	Obligaciones, pagarés, bonos basura, opciones de compra de acciones a medio plazo	Normalmente gira entre el 30 y el 40% de la financiación no garantizada	Entre un 20 y un 25%
CAPITAL	Bancos de inversión, entidades de capital-riesgo, equipo directivo, empleados	Bancos de inversión, entidades de capital-riesgo, equipo directivo, empleados	Normalmente entre un 5 y un 10% de la financiación no garantizada	Entre el 30 y el 35%, como mínimo

Figura 1.10.– Características de la financiación de la operación de Buyout  
(Adaptado de Gutiérrez Viguera, 1986)

Un análisis de los diferentes casos llevados a la práctica nos permitiría concluir que cada operación es diferente y, consecuentemente, la estructura resultante de la concreción del BO va a depender de las posibilidades de financiación existentes, del tipo de garantías que se prestan, de la posibilidad de generación de fondos de la empresa, etc.

#### **1.4.2.- DIFERENTES TEORÍAS QUE JUSTIFICAN LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES**

¿Por qué ocurren las fusiones y adquisiciones de empresas? ¿Cuáles han sido las causas que justifican las oleadas de fusiones en el presente siglo? ¿Qué razones han impulsado el gran desarrollo de este tipo de actividades en la década de los ochenta? La respuesta a los interrogantes anteriores no es simple, puesto que los motivos determinantes de estos procesos son complejos, han variado con el tiempo, y presentan lógicos problemas de clasificación.

En el campo académico, la atención de los investigadores se ha centrado más en el estudio de los resultados de los procesos de fusión, descuidándose la investigación de los motivos por los cuales se llevan a cabo dichos procesos. En consecuencia, hemos estimado oportuno en el presente apartado analizar, por una parte, diferentes aportaciones doctrinales sobre clasificaciones alternativas propuestas por diferentes autores (Steiner, 1975; Malatesta, 1983; Cooke, 1986; Boucher, 1980; Byars, 1984; McCann y Gilkey, 1990), y por otra, presentar un conjunto de teorías alternativas que se están elaborando en torno a los motivos u objetivos de las fusiones empresariales.

Steiner (1975) fue uno de los primeros autores en destacar la naturaleza multivariante de los motivos por los cuales se producen las fusiones y adquisiciones de empresas. Este autor, después de argumentar que las fusiones tienen una naturaleza contingente influenciada por los participantes, situaciones y motivos, resume a éstos últimos en las cuatro categorías siguientes: 1) incremento de beneficios para la empresa, como consecuencia de una mayor eficiencia, mayor poder de mercado o aprovechamiento de nuevas oportunidades impositivas y contables; 2) el crecimiento como un objetivo; 3) objetivos especulativos externos; y 4) oportunidades internas para accionistas, equipos directivos y otros grupos financieros.

Malatesta (1982) plantea tres hipótesis a la hora de estudiar los objetivos que se pretenden alcanzar con las fusiones. En primer lugar, nos encontramos con la hipótesis de la inversión, según la cual las empresas que intervienen en la operación de concentración desean maximizar su valor. En segundo lugar, y estrechamente relacionada con la anterior, hallamos la hipótesis de la



maximización del tamaño o dimensión de las empresas que participan en la operación. Y en tercer lugar, aparece la hipótesis de adecuación de la estructura directiva de la empresa adquirida o adquirente.

Cooke (1986) explica las razones específicas por las cuales se llevan a cabo las fusiones empresariales en torno a un conjunto de cuatro teorías: 1) la teoría de la eficiencia, que se presume que ocurre si se incrementa el valor para los accionistas; 2) la teoría de la ineficiencia, que se presenta cuando las metas que se persiguen están más directamente relacionadas con los objetivos de los directivos que con los de los accionistas; 3) la teoría estratégica, fundamentada en motivos de crecimiento, de reducción de capacidad y de nuevas oportunidades impositivas y contables; y 4) la teoría del monopolio, cuando el motivo es alcanzar una mayor participación en el mercado, aunque este aspecto también puede ser considerado como estratégico.

En un estudio de carácter empírico realizado por Boucher (1980), por encargo de la Federal Trade Commission, y consistente en entrevistar a responsables involucrados en importantes procesos de fusiones y adquisiciones, el autor identificó treinta y cuatro motivos, recogidos en el cuadro de la figura 1.11 los doce que presentaron una mayor frecuencia en las respuestas de los encuestados.

Byars (1984), después de destacar los beneficios potenciales que se pueden alcanzar para los accionistas de las empresas participantes en el proceso de concentración como consecuencia del incremento del valor de mercado de sus acciones, distingue de forma independiente los principales motivos que conducen a las empresas adquirente y adquirida a un proceso de fusión. Con respecto a la primera, estas razones se resumen en los siguientes puntos:

- 1) alcanzar una mejor utilización de las plantas y equipos de producción existentes,
- 2) organizar más productivamente los canales de distribución al incorporar nuevas líneas de productos,
- 3) completar o ampliar las líneas de productos o servicios que actualmente se comercializan,
- 4) evitar las tendencias cíclicas o estacionales en la producción y distribución,
- 5) obtener los servicios de un equipo de dirección de experiencia y éxito contrastados,

6) proporcionar nuevas oportunidades de desarrollo directivo al equipo de la empresa adquirente,

MOTIVOS	RESULTADOS
Disponer de información privilegiada sobre el grado de infravaloración de una empresa	18'2
Alcanzar los objetivos de crecimiento más rápidamente que por desarrollo interno	16'9
Satisfacer demandas adicionales relacionadas con nuevos productos y servicios	14'5
Evitar los riesgos derivados del inicio de un negocio desarrollado internamente o de la expansión	14'3
Incrementar el valor para los accionistas o los beneficios por acción	14'2
Reducir la dependencia motivada por ofrecer una sola línea de productos o servicio	13'5
Alcanzar un determinada participación en el mercado o posición en el mismo	11'6
Compensar fluctuaciones cíclicas o estacionales relacionadas con los negocios actuales	10'5
Mejorar el poder y prestigio del propietario o directivos de la empresa	10'2
Incrementar la utilización de recursos disponibles (plantas industriales, capacidades individuales)	9'3
Adquirir nuevos directivos o personal técnico con alto grado de profesionalización	8'9
Abrir nuevos mercados para la actual gama de productos y servicios	8'5

Figura 1.11.- Motivos para la adquisición  
(Fuente: Boucher, 1980)

7) garantizar el aprovisionamiento de materias primas u otros componentes utilizados en la producción,

8) tener la posibilidad de actuar en nuevos y crecientes campos de actividad,

9) obtener ahorros relacionados con el impuesto sobre la renta y plusvalías, y

10) proporcionar nuevos productos o servicios y nuevos márgenes de beneficios que complementen los actuales.

Muchas de estas razones también son perfectamente válidas para la organización adquirida; sin embargo, Byars (1984) distingue específicamente para esta última los siguientes motivos:

1) proporcionan un método que facilita la venta de las acciones de la empresa cuando éstas no cotizan en bolsa y están en posesión de un solo accionista o un reducido grupo de ellos,

2) al igual que para la empresa adquirente, se presentan oportunidades de reducción de obligaciones impositivas en los impuestos sobre la renta y otros como los de transmisiones patrimoniales, y

3) se garantiza la sucesión y la continuidad de negocios familiares o pequeños que no disponen de personas capaces de dirigirlos en los supuestos de incapacitación o muerte de su director principal.

Finalmente, y dentro del conjunto de autores cuyos planteamientos venimos revisando, McCann y Gilkey (1990), después de resaltar la dificultad que entraña la explicación de los motivos por los cuales se llevan a cabo las fusiones y adquisiciones, consideran que además de la inversión de los excedentes de caja tendríamos que considerar los siguientes: 1) reducción de riesgos y diversificación; 2) reacción competitiva; 3) percepción de activos infrutilizados o infravalorados; 4) previsión de sinergias en mercados, finanzas, operaciones o recursos humanos; 5) beneficios legales y fiscales; 6) acceso a nuevas tecnologías o procesos; y 7) motivaciones egocéntricas o psicológicas.

Los motivos defendidos por los autores anteriormente referenciados son contemplados por Trautwein (1990) en relación a un conjunto integrado por siete teorías recogido en el cuadro de la figura 1.12, cuya plausibilidad y consistencia se ha tratado de revalidar con la evidencia de trabajos directamente relacionados con el tema o inferidos indirectamente de otras investigaciones sobre los resultados de los procesos que analizamos. En relación a estas teorías

conviene distinguir dos grandes grupos:

- El primero considera a las fusiones como elecciones racionales cuyos motivos se relacionan con las consecuencias de dichos procesos. Dentro de esta primera agrupación conviene distinguir, por una parte, a la teoría de construcción de imperios, o teoría de la ineficiencia en la clasificación propuesta por Cooke (1986), que pretende justificar aquellos procesos de fusión que obedecen a intereses propios del equipo directivo, y por otra parte, al conjunto de teorías cuyos motivos están relacionados con las causas que originan un mayor grado de riqueza para sus accionistas o propietarios (teoría de la eficiencia, teoría del monopolio, teoría de la transferencia de riquezas y teoría de la información sobre el valor).

- En el segundo grupo de teorías, los motivos no están relacionados con las consecuencias del propio proceso de fusión. Nos encontramos con el planteamiento sobre las perturbaciones económicas de Gort (1969) y con la teoría del proceso de la toma de decisión. En los epígrafes siguientes analizamos los principios básicos que fundamentan cada una de estas teorías, así como su grado de validez en función de la evidencia empírica que las sostienen.

#### **a) Teoría de la eficiencia económica**

Según esta primera teoría, el motivo fundamental que impulsa las fusiones empresariales consiste en alcanzar los beneficios de la sinergia. Este concepto fue originalmente propuesto para evaluar la coherencia existente entre los diversos negocios que integran la cartera de una empresa diversificada. Ansoff (1965), en su libro “Corporate Strategy”, consideró a la sinergia como uno de los cuatro componentes de la estrategia de la empresa; el concepto hacía referencia a la “utilización conjunta de capacidades de investigación y tecnología de producción” (Ansoff, 1965: 112). Esta misma consideración fue posteriormente propuesta por Hofer y Schendel (1978) al definirla como “efectos conjuntos que se buscan en las decisiones de asignación de recursos y campos de actuación” (Hofer y Schendel, 1978: 25). Otros autores, como Cooke (1986), consideran que la sinergia hace referencia “al concepto por medio del cual dos empresas se combinan e incrementan su valor” (Cooke, 1986: 26). Según este autor, el fundamento de la sinergia lo encontramos en las economías de escala operativas que son alcanzadas debido a que existen empresas en el sector que están operando a un nivel inferior al óptimo.

Siguiendo al profesor Ansoff (1965, 1984) y otros trabajos posteriores relacionados con el concepto que analizamos, podemos considerar los tres tipos de sinergia siguientes:

1) La sinergia financiera. Los resultados derivados de este tipo de sinergia generalmente se traducen en un menor coste de capital para la empresa. Este menor coste se puede alcanzar: primero, reduciendo el riesgo sistemático de la cartera de inversiones de la empresa al invertir en negocios no relacionados; segundo, incrementando la dimensión de la empresa, lo que posibilitaría tener un mejor acceso a mercados de capitales más baratos; y tercero, creando un mercado de capitales interno, lo cual permitiría asignar más eficientemente los recursos dentro de la empresa. La sinergia financiera es más probable que sea alcanzada a través de aquellas alternativas estratégicas de diversificación de tipo conglomerado (Cooke, 1986), y su concepto ha recibido profundas críticas por parte de aquellos autores que sostienen la imposibilidad de alcanzar estos beneficios en un mercado de capitales eficiente.

MOTIVOS DE LAS FUSIONES		TEORÍAS	
Las fusiones como elección racional	Los beneficios de las fusiones para los accionistas de la empresa compradora	Beneficios netos a través de las sinergias	Teoría de la eficiencia económica
		Beneficios transferidos desde los clientes	Teoría del poder monopolístico
		Riquezas transferidas desde los accionistas de la empresa objetivo	Teoría de la transferencia de riquezas
		Beneficios netos derivados de la información privada	Teoría de la información sobre el valor
	Beneficios de las fusiones para los directivos		Teoría de la construcción de imperios
Las Fusiones como resultado de un proceso		Teoría sobre el proceso de toma de decisiones	
Las Fusiones como fenómeno macroeconómico		Teoría de la perturbación económica	

Figura 1.12.- Clasificación de las teorías sobre los motivos sobre las fusiones (Trautwein, 1990: 284)

2) La sinergia operativa. Este tipo de sinergia se origina como consecuencia de la identificación y explotación de interrelaciones entre los diferentes negocios que integran la cartera de una empresa diversificada. Los resultados derivados de este tipo de sinergia se traducen en unos menores costes como consecuencia de compartir, entre los diferentes negocios de la empresa, la realización de actividades de producción, comercialización, abastecimiento y de infraestructura general (Porter, 1985). En otras circunstancias, la realización compartida de actividades entre varios negocios puede permitir a la empresa alcanzar las ventajas derivadas de la diferenciación de sus productos y servicios. Según Cooke (1986), la sinergia motivada por economías de escala operativas (costes unitarios más bajos alcanzados por niveles más altos de capacidad, especialización de hombres y máquinas como consecuencia de los efectos de aprendizaje, reducción de costes burocráticos como consecuencia de la coordinación de actividades relacionadas) es más probable que sea alcanzada a través de fusiones horizontales que en lugar de otros procesos de concentración vertical o conglomerada.

3) La sinergia de dirección. Este tipo de sinergia se deriva de las relaciones intangibles que se producen como consecuencia de transferencias de 'know-how' de los negocios de unas empresas a otras (Porter, 1985). Es decir, interrelaciones que permiten que los conocimientos, capacidades y prácticas de dirección adquiridos en un negocio sean transferidos y aplicados en otras unidades ya existentes en la cartera, o que próximamente van a formar parte de la misma como consecuencia de procesos de fusión o adquisición previamente planificados a nivel corporativo.

Según Porter (1985), tanto la sinergia operativa como la directiva han sido calificadas como conceptos evasivos que a menudo son utilizados como excusa para abordar las fusiones, aunque normalmente dichos beneficios no son alcanzados. En tal sentido, el concepto de sinergia fue, en principio, ampliamente aceptado y utilizado para justificar la política de fusiones seguidas por un gran número de empresas norteamericanas en las últimas décadas (Friedman y Gibson, 1988; Maremont y Mitchell, 1988; Porter, 1987). Sin embargo, aunque en el aspecto teórico el concepto no era discutido, pronto entró en desuso por la dificultad que entrañaba la aplicación de las metodologías que permitían evaluar los efectos sinérgicos. Por este motivo, algunos observadores de fusiones y adquisiciones de empresas afirmaron que el concepto de sinergia no era útil, y fundamentaron sus apreciaciones en la comprobación de que el potencial de sinergia estimado en los análisis de viabilidad previos a los procesos de integración no eran alcanzados una vez realizadas las operaciones de fusión o adquisición.

En general, la evidencia empírica que pretende demostrar el alcance de beneficios derivados de efectos sinérgicos resultantes de procesos de fusión no es concluyente. Sin embargo, en tres tipos de estudios se refleja implícitamente una evidencia relacionada con la teoría de la eficiencia de las fusiones y adquisiciones:

1) Los trabajos que demuestran que las fusiones son, generalmente, valoradas de forma positiva por el mercado de acciones, alcanzando unos mayores beneficios los accionistas de las empresas 'targets' (Weston y Chung, 1983; Jensen, 1984; Dennis y McConnell, 1986).

2) Las investigaciones que han permitido contrastar empíricamente cómo las adquisiciones relacionadas alcanzan resultados superiores a las no relacionadas (Rumelt, 1974, 1982; Montgomery y Wilson, 1986; Ravenscraft y Scherer, 1987; Porter, 1987).

3) Los estudios que han investigado las diferentes categorías de sinergias, concluyendo que es la financiera, y no la operativa, la que se pretende alcanzar con los procesos de fusión (Kitching, 1967; Chatterjee, 1986).

## **b) Teoría del poder monopolístico**

De acuerdo con esta teoría, las fusiones y adquisiciones son realizadas para alcanzar un mayor poder en el mercado. Siguiendo a Schmalensee (1990):

“El poder en el mercado puede definirse como la capacidad para incrementar los beneficios elevando los precios por encima de los niveles competitivos o más precisamente por encima del coste marginal de la empresa.” (Schmalensee, 1990: 62).

En cierta medida, este motivo se relaciona con los fundamentos que sostiene la teoría anterior sobre la eficiencia, puesto que un incremento de poder en el mercado permite unos niveles más altos de producción y, como consecuencia de ello, las economías de escala y los efectos derivados de la curva de experiencia permitirán la reducción de los costes unitarios (Cooke, 1986). Sin embargo, cuando se desea alcanzar cierto grado de poder monopolístico en el mercado, por regla general, los motivos que se persiguen no están relacionados con el objetivo anterior de reducción de costes debido a un mayor grado de eficiencia, sino más bien con las posibilidades que se les presentan a los directores de una empresa con el control de una política de precios en el mercado.

Un mayor poder en el mercado no solamente se puede alcanzar a través de adquisiciones de carácter horizontal. Según Trautwein (1990), las adquisiciones de tipo conglomerado también pueden permitir a la empresa las siguientes ventajas: 1) llevar a cabo políticas de subvención cruzada de productos, y en este caso, los beneficios generados por una actividad son utilizados para mantener la posición en otro mercado; 2) limitar la competencia en más de un mercado mediante acuerdos de colusión con otros competidores; y 3) emprender políticas de disuasión orientadas a nuevos entrantes potenciales en su mercado.

Este tipo de ventajas son conocidas en el ámbito doctrinal como sinergias de colusión (Chatterjee, 1986) o interrelaciones con los competidores (Porter, 1985). Según este último autor, unas adecuadas interrelaciones entre competidores pueden ser el origen de una amplia variedad de beneficios estratégicos que se pueden clasificar en cuatro categorías generales: 1) aumentar la ventaja competitiva, 2) mejorar la estructura actual del sector, 3) ayudar al desarrollo del mercado en sectores emergentes, y 4) bloquear la entrada a nuevos competidores (Porter, 1987).

Las sinergias de colusión proporcionan a las empresas fusionadas los mismos beneficios que las sinergias de tipo operacional, financiero y directivo estudiadas anteriormente. Ahora bien, desde un punto de vista económico, Trautwein (1990) afirma que este tipo de sinergias no representa generalmente beneficios derivados de la eficiencia, sino transferencia de riqueza de los clientes de la empresa motivada por el cobro indebidamente alto de los productos o servicios, distorsionándose con ello el proceso de asignación de recursos. Como consecuencia de ello, el poder de mercado, según Schmalensee (1990), se ha convertido en un motivo de preocupación social en dos casos:

“1º) cuando una empresa o grupo de empresas pueda estar tan libre de presiones competitivas que eleven los precios muy por encima de los precios competitivos,

2º) cuando una empresa o grupo de empresas esté protegida contra la entrada o imitación, de forma que su poder de mercado perdura durante largos períodos.” (Schmalensee, 1990: 63).

Los trabajos que pretenden dar solidez a la teoría del monopolio parecen ser más débiles y limitados que los de la anterior teoría de la eficiencia (Scott, 1982; Jensen, 1984; Feinberg, 1985; Ravenscraft y Scherer, 1987). En tal sentido, no debe sorprendernos la dificultad de encontrar trabajos que defiendan la necesidad de alcanzar poder en el mercado como motivo que justifique los



procesos de fusiones y adquisiciones de empresas. Incluso en aquellos casos donde el motivo de alcanzar poder monopolístico era evidente, generalmente se disfrazaba utilizando otros argumentos relacionados con el logro de una mayor eficiencia o una gran amplitud del mercado.

### **c) Teoría de la información sobre el valor**

Según esta nueva teoría las fusiones son planificadas y ejecutadas por aquellos directivos que disponen de información privilegiada sobre el valor de las empresas 'target', la cual es desconocida en el mercado de valores (Holderness y Sheehan, 1985; Ravenscraft y Scherer, 1987). En unas ocasiones, estos directivos intuyen las posibles ventajas estratégicas que se derivan de la combinación de los negocios de las empresas 'targets' con los propios. En otros casos, pueden percatarse de la infravaloración a la que han sido sometidas determinadas empresas en el mercado de fusiones. Asimismo, cuando un equipo directivo propone la adquisición de una empresa, normalmente se reservan la información sobre las posibilidades futuras del negocio hasta que deje de estar bajo la influencia de sus antiguos propietarios.

Aunque existe amplia evidencia que nos permite justificar que los agentes responsables de la adopción de decisiones relacionadas con fusiones y adquisiciones desarrollan sus acciones en base a la teoría de la información sobre el valor de la empresa 'target' (Ravenscraft y Scherer, 1987), el concepto de disposición de información privada como motivo para llevar a cabo una fusión constituye un ejemplo más de cómo se puede salvar una de las hipótesis fundamentales sobre las que se sostiene el modelo de la eficiencia de los mercados de capitales.

### **d) Teoría de la construcción de imperios**

Esta nueva teoría encuentra sus fundamentos en las corrientes 'managerials' que revisan el tema de los objetivos empresariales a partir del supuesto de que existe separación de la propiedad y control (Berle y Means, 1933). En estos casos podría pensarse que los directivos tratan de imponer a la empresa objetivos más acordes con los suyos propios: maximización de las ventas, sujeta a la restricción de unos beneficios mínimos (Baumol, 1959); poder, status, y seguridad en sus cargos (Marris, 1964); la aversión al riesgo (Katona, 1951); salarios, seguridad, poder, status y prestigio (Williamson, 1964). A partir de aquí, las teorías 'managerials' establecen objetivos para la empresa que sean consistentes con las motivaciones de los directivos, y que en nuestro caso vienen a justificar los motivos por los cuales, en determinadas circunstancias, se llevan a cabo los procesos de concentración empresarial.

De acuerdo con la teoría de la construcción de imperios, las fusiones y adquisiciones son planificadas y realizadas por la dirección con el fin de maximizar sus propios objetivos en contra del objetivo general de creación de valor para los accionistas. Los argumentos que defienden esta nueva teoría los encontramos en diferentes trabajos y, como tendremos oportunidad de comprobar, no están necesariamente relacionados con la maximización del crecimiento empresarial, objetivo éste en cierta medida estrechamente relacionado con los procesos de construcción de imperios.

Así, por ejemplo, Rhoades (1983) juxtapone el motivo del beneficio y el del poder como explicación del comportamiento de los directivos de muchas empresas. En un estudio realizado por este autor sobre la oleada de fusiones de los años sesenta, se concluye que el motivo del poder ha reemplazado al motivo del beneficio como la fuerza oculta que ha dirigido el comportamiento de las grandes empresas en determinados procesos de fusión.

En el trabajo de Black (1989) sobre las consecuencias de las fusiones, se plantean argumentos que dan un mayor crédito a la teoría de la construcción de imperios. Este autor plantea la hipótesis de que, en los procesos de fusión, los directores generalmente sobrevaloran el precio de las empresas 'targets', debido a un desmesurado optimismo y a la falta de coincidencia con los objetivos de sus propios accionistas. En un mercado de capitales eficiente, esta sobrevaloración debería producir una disminución en el precio de las acciones de la empresa oferente; sin embargo, esto no ocurre debido a que los inversores anticipan y descuentan dicha sobrevaloración. De esta forma Black, utilizando estos argumentos pretende reconciliar las hipótesis de la eficiencia de la información con las teorías 'managerials' (Trautwein, 1990).

Otros trabajos realizados por Amihud y Lev (1981), You et al. (1986), Ravenscraft y Scherer (1987) y Walsh (1988) proporcionan también argumentaciones parciales a favor de la teoría de la construcción de imperios. Sin embargo, y a pesar de que esta teoría en la prensa de negocios especializada ha alcanzado gran popularidad, es difícil encontrar en el ámbito académico trabajos donde explícitamente se consideren los objetivos directivos como motivos que propician los procesos de fusión.

### **e) Teoría sobre el proceso de toma de decisiones**

Esta nueva teoría esta fundamentada en la gran cantidad de modelos que sobre los procesos de decisión estratégica se han publicado en nuestro campo de investigación. Siguiendo a Trautwein (1990), en estos modelos las decisiones estratégicas no se describen como elecciones racionales, sino como resultado de

procesos condicionados por una o más de las siguientes influencias: Primera, las capacidades de procesamiento de información de los individuos que participan en los procesos de decisión son limitadas y, en consecuencia, las alternativas propuestas se reducen y las evaluaciones son incompletas (Simon, 1957). Segunda, con el tiempo, la organización desarrolla un modelo racional adaptativo integrado por un conjunto de prácticas rutinarias, que han probado ser exitosas en el pasado para el tratamiento de nuevos problemas, y sólo se buscan nuevas soluciones después de que las otras hayan fracasado (Allison, 1971). Tercera, el poder político reviste extraordinaria importancia en los procesos de formulación de estrategias; las decisiones de esta categoría son interpretadas como el resultado de juegos políticos desarrollados entre unidades organizacionales y agentes externos (Pettigrew, 1977).

Algunos trabajos recientes pueden ser clasificados bajo el título de teoría de proceso. Así, por ejemplo, Duhaime y Schwenk (1985) discutieron las limitadas capacidades de procesamiento de información de los individuos en los procesos de decisión relacionados con las adquisiciones y desinversiones. Jemison y Sitkin (1986) adoptan una perspectiva explícita del proceso de adquisición y discuten cuatro impedimentos del proceso organizacional para alcanzar con éxito la integración que conlleva toda adquisición. Power (1983), en un trabajo de revisión de los estudios relacionados con los procesos de adquisición, pudo comprobar la carencia de racionalidad en este tipo de decisiones, la falta de planificación, las influencias políticas y la falta de acuerdo sobre los criterios aplicados en este tipo de operaciones. Finalmente, se ha podido constatar cómo algunos casos estudiados ponen de relieve que los aspectos estructurales y políticos (Gaddis, 1987) o las diferencias culturales (Sales y Mirvis, 1984) pueden influir en una adquisición y en el proceso de integración post-fusión, aspectos que serán detenidamente analizados en el capítulo cuatro del presente trabajo.

#### **f) Teoría de la transferencia de riqueza**

Esta teoría, ampliamente comentada en la prensa de negocios especializada, admite la existencia de un sujeto conocido como 'raider' en la terminología anglosajona. Según Holderness y Sheehan (1985), el 'raider' puede ser considerado como una persona que origina transferencia de riqueza de los accionistas de las empresas que se ofertan. Estas transferencias de riquezas incluyen 'greenmail' o compensaciones excesivas después de que la fusión takeover haya alcanzado su éxito.

Las principales críticas formuladas por Trautwein (1990) a esta teoría se centran en los dos puntos siguientes: primero, la hipótesis de transferencia de

riqueza es ilógica e irreal, puesto que en este tipo de operaciones el 'raider' paga una prima a los otros accionistas para llegar a controlar la empresa. Y en segundo lugar, la evidencia empírica relacionada con esta teoría es totalmente desfavorable. Así por ejemplo, en un estudio realizado por Holderness y Sheehan (1985) donde se analizaban sesenta y nueve procesos de fusión iniciados por los aquí denominados 'raiders', se llegaba a la conclusión de que los accionistas de las empresas objetivo resultaban favorecidos en la práctica totalidad de los casos.

### **g) Teoría de la perturbación económica**

Esta última teoría está fundamentada en los planteamientos de Gort (1969), que considera que en determinados momentos las corrientes u oleadas de fusiones son causadas por perturbaciones de naturaleza económica. Estas perturbaciones incrementan el nivel de incertidumbre general y originan cambios de orden en las expectativas individuales de los inversores. Individuos no propietarios de las empresas dan un valor más alto a los activos que sus propietarios y viceversa, y como consecuencia de ello, según el autor defensor de esta teoría, se produce la oleada de fusiones.

Trautwein (1990) considera que esta teoría no ha sido desarrollada en más profundidad por tres razones. Primero, porque no discute un marco conceptual de carácter institucional para el estudio de las fusiones. Segundo, porque la mayoría de las perturbaciones económicas son de naturaleza sectorial, y por consiguiente estas teorías deberían conducir a un modelo sectorial de fusiones. Y tercero, porque las argumentaciones de Gort sobre cómo afectan las perturbaciones económicas a las expectativas individuales no son suficientes para sostener su hipótesis de que esto altere el orden de las mismas.

En la presente revisión doctrinal hemos podido comprobar como no se presentan discrepancias entre los diferentes autores a la hora de enunciar o enumerar los motivos de las fusiones; sin embargo, el problema se presenta a la hora de revalidar el conjunto de teorías directamente relacionadas con dichos objetivos. En el análisis anteriormente realizado se pueden distinguir los tres grupos de teorías siguientes:

a) El primer grupo, integrado por la teoría de la información sobre el valor, la de la construcción de imperios y la del proceso de toma de decisiones, presenta un elevado nivel de aceptación; sin embargo, la evidencia empírica que la sostiene, aunque favorable, es muy limitada.

b) El segundo grupo lo conforman las teorías de la eficiencia económica y del poder monopolístico. En él se han centrado los mayores esfuerzos de

investigación; sin embargo, la evidencia empírica relacionada con estas teorías no es concluyente, presentando un elevado índice de contrariedad.

c) Finalmente, la teoría de la perturbación económica y la de la transferencia de riqueza definen el tercer grupo, que se caracteriza por su bajo nivel de aceptación y la práctica inexistencia de trabajos que aporten la evidencia empírica necesaria para avalar su validez.

## **CAPÍTULO 2**

### **METODOLOGÍA PARA LA PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA DE LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES (I): CONSIDERACIONES GENERALES Y CARACTERÍSTICAS DE LAS ACTIVIDADES PREFUSIÓN**

## **2.1.- CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LOS PROCESOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES**

### **2.1.1.- EL PROCESO DE PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA DE LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS**

En el presente capítulo comenzamos a desarrollar una metodología de carácter general para abordar las diferentes etapas del proceso de planificación estratégica de las operaciones de fusión o adquisición de empresas. Para alcanzar nuestro objetivo, después de estudiar las características de otros modelos globales y parciales propuestas por diferentes autores (Berman y Wade, 1981; Bradley y Korn, 1981; Copeland, Koller y Murrin, 1990), presentamos el modelo general recogido en la figura 2.1, considerando como etapas básicas del mismo las siguientes:

- 1) Desarrollo de la orientación estratégica de la empresa promotora y adopción de la decisión de fusión o adquisición.
- 2) Establecimiento de criterios a respetar como restricciones básicas en el proceso de selección de candidatos.
- 3) Identificación de sectores industriales atractivos y coherentes con la estrategia de la empresa promotora.
- 4) Identificación y clasificación de candidatos potenciales que satisfagan los criterios establecidos.
- 5) Contactos iniciales con los candidatos potenciales y selección de la empresa objetivo de la operación.
- 6) Valoración económica de la empresa objetivo y aproximación al precio de la transacción.
- 7) Desarrollo de las negociaciones y alcance de un principio de acuerdo entre las partes o carta de intenciones.

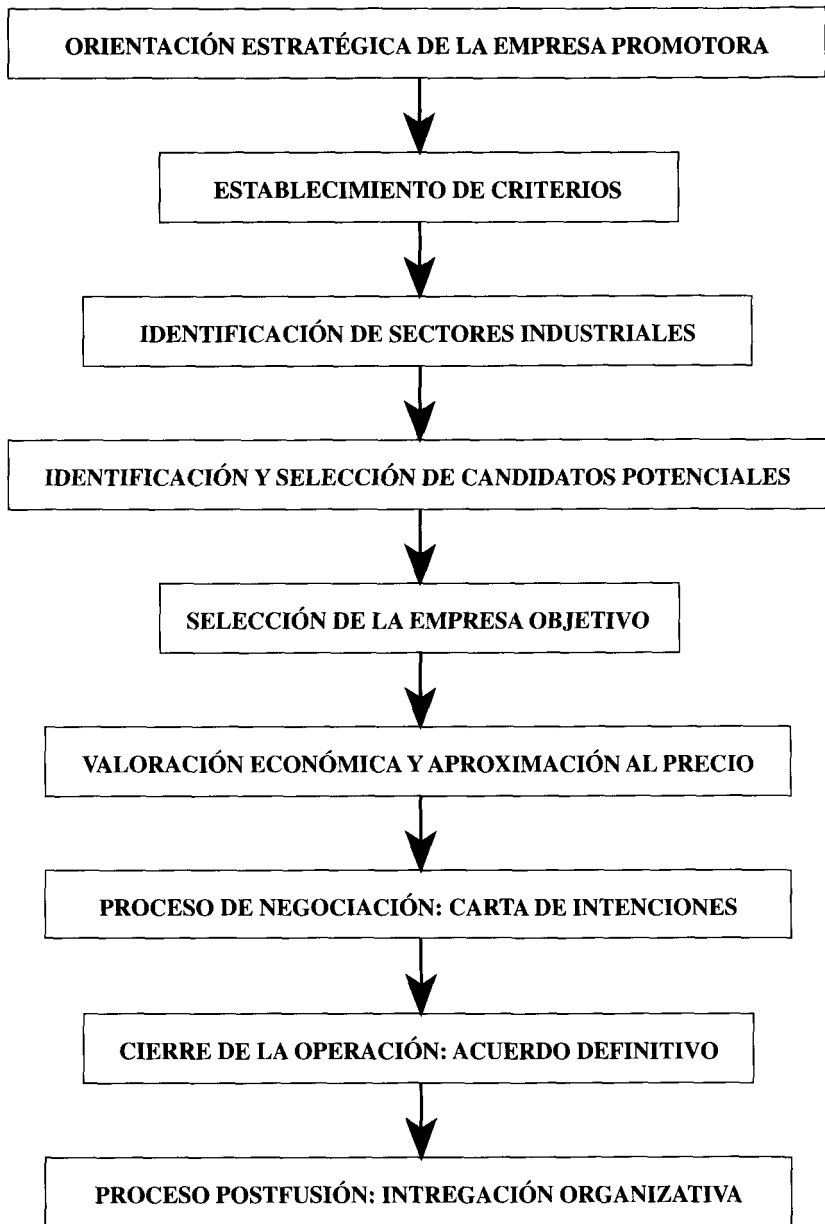


Figura 2.1.– Etapas del proceso de planificación estratégica de las operaciones de fusiones o adquisiciones



8) Cierre de la operación y firma del acuerdo definitivo: fijación del precio y otras condiciones de la transacción.

9) Integración organizacional: proceso de aculturación y encaje de la estructura y los sistemas de dirección.

Antes de proceder a estudiar la problemática asociada a cada uno de estos elementos o etapas del modelo presentado, formularemos un conjunto de consideraciones sobre las características, duración temporal e hipótesis de validez del mismo:

a) La representación lineal del proceso, recogida en la figura 2.1, como expresión de la secuencia lógica existente entre elementos que son estudiados de forma separada y consecutiva es útil desde una perspectiva estrictamente teórica; sin embargo, en la realidad existe un considerable solapamiento, interrelación y dependencia entre los mismos. Así, por ejemplo, la facilidad y el éxito de las actividades de integración dependen en gran medida de la calidad de los trabajos realizados para la selección del candidato.

b) La metodología que desarrollamos encuentra un mayor grado de aplicación y validez entre empresas que, a través de las fusiones o adquisiciones, están desarrollando estrategias de diversificación de tipo relacionado, con el fin principal de alcanzar los beneficios derivados de las sinergias operativas entre los negocios integrados. Ello no implica que el modelo pueda ser convenientemente adaptado a los casos de diversificación no relacionada o constitución de conglomerados, con fines estrictamente financieros.

c) La experiencia empírica demuestra que, en un elevado porcentaje de fusiones y adquisiciones, la iniciativa la lleva generalmente una de las empresas que participa en el proceso de concentración, siendo muy reducidos los casos de fusiones entre iguales. En consecuencia, el proceso metodológico que discutimos en el presente trabajo será desarrollado y discutido desde la perspectiva de la empresa compradora o promotora de la operación de fusión o adquisición.

d) En función de las características del comportamiento seguido por el comprador (empresa adquirente), Power y Rubbenson (1985) distinguen cuatro categorías: impulsivo, analítico, prevendedor e indeciso. En el desarrollo de nuestro modelo, admitiremos que estamos en presencia de empresas que adoptan las decisiones de fusiones o adquisiciones desde una perspectiva racional o analítica, reconociendo con ello la importancia de la adecuada planificación de este tipo de decisiones y, por consiguiente, la lógica secuencial del modelo presentado.

e) Dentro del proceso conviene distinguir tres fases perfectamente diferenciadas: la fase preadquisición (etapas de la una a la seis), de marcado contenido estratégico; la fase de negociación (etapas siete y ocho), de marcado contenido político; y la fase postfusión (etapa nueve), de marcado carácter organizacional. La primera fase será analizada en el presente capítulo, mientras que los elementos de las dos restantes serán objeto de tratamiento en el capítulo siguiente.

f) La mayoría de las investigaciones realizadas han centrado su atención en la importancia de alcanzar un buen encaje estratégico —o grado en el que la empresa adquirida aumenta o complementa la estrategia de la empresa compradora—, descuidando los aspectos relacionados con el encaje organizacional —o complementariedad de las prácticas culturales, sistemas de dirección, estructuras organizativas, etc—. El modelo propuesto pretende desarrollar de forma equilibrada los aspectos relacionados con la complementariedad estratégica, así como los procesos de negociación y la integración organizacional.

g) Cada proceso adquiere su propia dinámica, alternándose períodos de gran actividad y estrés organizacional con otros de relativa ralentización de los trabajos. En consecuencia, su duración temporal es variable, dependiendo de las circunstancias concretas de cada operación. Así por ejemplo, en determinadas ocasiones, acelerar el proceso pueda resultar beneficioso en términos funcionales; sin embargo, su cierre prematuro entraña importantes riesgos, al reducir las posibilidades de una consideración más cuidadosa y profunda de las cuestiones de complementariedad estratégica y organizativa.

h) Un conjunto de factores puede acelerar o retardar la duración del proceso de fusión. Siguiendo a Jemison y Sitkin (1990), entre las fuerzas más importantes que estimulan el desarrollo del proceso nos encontramos con: 1) el compromiso de los participantes, 2) la confidencialidad de la operación, 3) el exceso de confianza, 4) la toma de decisiones en condiciones ambiguas, y 5) los intereses personales de los participantes. Por el contrario, son fuerzas que contribuyen a su alargamiento en el tiempo: 1) la aprobación de los consejos de administración y juntas generales de accionistas, 2) los trámites legales de la operación, 3) la falta de experiencia previa en la realización de este tipo de operaciones, y 4) la resistencia de la empresa objeto de adquisición.

i) El carácter interdisciplinario y la complejidad técnica asociada a las actividades a desarrollar en las diferentes fases del proceso de fusión hacen necesario la segmentación del mismo y la presencia, según las necesidades de cada momento, de diferentes agentes internos y externos. Esta segmentación de

las actividades, según Jemison y Sitkin (1990), dificulta las tareas de integración de los trabajos realizados, debido al aislamiento secuencial o temporal de sus análisis y a la adopción de perspectivas y metodologías de trabajo esencialmente distintas, lo que exige una estrecha colaboración entre los participantes para garantizar el éxito la operación.

### **2.1.2.- LOS DIFERENTES AGENTES PARTICIPANTES EN EL PROCESO DE FUSIÓN O ADQUISICIÓN**

A la complejidad intrínseca de las actividades a desarrollar en cada una de las fases del proceso de adquisición anteriormente relacionadas, se unen las dificultades de gestionar dicho proceso como consecuencia del elevado número de agentes participantes en el mismo. Cuestiones tales como ¿quiénes son estos agentes?, ¿qué papel juegan en el proceso?, ¿cómo se ven implicados en el mismo? deben ser respondidas en los momentos preliminares, antes de comenzar a profundizar en el desarrollo posterior de cualquier etapa.

Un modelo general de gran utilidad para identificar y analizar los diferentes agentes que participan en el proceso de fusión o adquisición ha sido propuesto por McCann y Gilkey (1990) y aparece recogido en la figura 2.2. Estos autores clasifican a los participantes en cuatro categorías, en función del grado de relación que mantienen con la empresa (externos e internos) y del grado de implicación en el proceso (centrales y periféricos). Con respecto a esta última dimensión, el modelo general presentado debe ser interpretado con criterios de flexibilidad, en el sentido de que determinados agentes que son centrales en algunos procesos se comportan como periféricos en otros, y viceversa.

	INTERNOS	EXTERNOS
CENTRALES	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Presidente/Director General</li> <li>- Staff de: desarrollo corporativo, relaciones públicas, operaciones, asesoría jurídica</li> <li>- Directores funcionales: finanzas, administración, marketing, recursos humanos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bancos de negocios</li> <li>- Consultores/asesores</li> <li>- Otros intermediarios</li> </ul>
PERIFÉRICOS	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Consejo de Administración</li> <li>- Directivos intermedios</li> <li>- Empleados</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Accionistas</li> <li>- Entidades públicas</li> <li>- Sindicatos</li> <li>- Proveedores, clientes</li> <li>- Organismos locales</li> </ul>

Figura 2.2.- Clasificación de los agentes que participan en el proceso de fusión o adquisición (Adaptado de McCann y Gilkey, 1990)

Centrando nuestra atención exclusivamente en los agentes principales, en el gráfico de la figura 2.3 se contempla el grado de participación en las diferentes etapas del proceso de adquisición. Mientras que determinados agentes, tales como la dirección general o el equipo de desarrollo corporativo (en caso de que exista), están generalmente presentes en la práctica totalidad de las etapas del proceso, otros, tales como consultores o responsables de áreas funcionales de la empresa, limitan su participación a actividades concretas dentro del mismo.

La práctica más habitual consiste en constituir equipos, para gestionar la operación de fusión o adquisición, integrados por agentes internos (directivos de las empresas participantes) y/o agentes externos ('brokers' y asesores). Su composición y tamaño depende, entre otros factores, de la complejidad de la

transacción, del tipo de transacción (relacionada o no relacionada), del tamaño de la adquirente versus tamaño de la adquirida, de la experiencia del personal de la adquirente en este tipo de operaciones, así como del método utilizado para identificar a los candidatos. El control del proceso debe estar, en todo momento, bajo la responsabilidad de los principales actores internos. Si las decisiones que afectan al proceso son delegadas en agentes externos, menos interesados por las consecuencias a largo plazo, existen menos garantías de éxito de la operación (McCann y Gilkey, 1990). Analizaremos a continuación las principales funciones realizadas por los agentes internos y externos integrados en el equipo de fusión o adquisición.

FASES O ETAPAS	PARTICIPANTES						
	Dirección general	Desarrollo cooperativo	Finanzas Contabilidad	Jurídico Legal	Otras áreas funcionales	Asesores Consultores	Bancos de negocios
Establecimiento de criterios	XX	XX	X			X	
Análisis del sector e identificación del candidato	X	XX				X	X
Análisis preliminar del candidato	X	XX	X			X	X
Contacto con el candidato	XX	X				X	X
Evaluación detallada	X	XX	X	X	X	X	X
Proceso de negociación	XX	X	X	X			X
Documentación, confirmación y cierre	X	X	XX	XX	X		X
Integración	XX		X		X		

(X = nivel de protagonismo)

Figura 2.3.- Grado de participación de los diferentes agentes en las distintas fases del proceso de fusión o adquisición (Adaptado de Alexander Hamilton Institute, 1985)

### **a) Los agentes internos: la participación de la dirección general y directores de áreas funcionales**

Una responsabilidad adicional de los miembros del equipo de la alta dirección de la empresa es la de formar parte de los equipos ad hoc que se creen para gestionar las operaciones de fusiones y adquisiciones. Cuando estas actividades tengan un carácter continuado, estos equipos tienen un mayor grado de permanencia, constituyendo los departamentos de desarrollo corporativo. El carácter confidencial que rodea este tipo de operaciones en las fases preliminares, así como la agilidad en su funcionamiento, hacen que estos equipos no sean muy numerosos, limitando su composición a la participación de la dirección general y a un determinado número de directivos de alto nivel.

1) **El director general** de la empresa adquirente asume el máximo protagonismo y responsabilidad dentro del equipo de fusión y adquisición. Su participación en la toma de decisiones al final de cada una de las etapas del proceso, tales como: establecimiento de los criterios, selección del candidato, fijación del precio, negociación y acuerdo, etc., son indelegables. Ahora bien, su grado de implicación en el desarrollo de las actividades integradas en cada fase difiere sustancialmente de unos casos a otros. En determinadas circunstancias, el director general participa de forma regular y activa en el desarrollo de los trabajos como un miembro más del equipo de fusión. En otros casos, cuando delega en otro directivo la coordinación de los trabajos del equipo, el problema se centra en la oportunidad de su intervención en el desarrollo del proceso, puesto que, siguiendo a McCann y Gilkey (1990), una propuesta de negociación realizada por el equipo de fusión al director general en un momento inoportuno puede significar una pérdida de tiempo (si se realiza prematuramente) o la pérdida de una adquisición atractiva (si se efectúa tardíamente).

2) **Los directores funcionales.** Supuesta la creación de un equipo asesor de la dirección general para gestionar el proceso de fusión, la coordinación del mismo, generalmente, recae en un vicepresidente, un subdirector general o un director responsable de área funcional, según la dimensión de la empresa y las características de su estructura organizativa. En cuanto a la participación se refiere, los miembros del equipo de desarrollo empresarial, asesoría jurídica, relaciones públicas, y servicio de información son generalmente los agentes más activamente implicados en las fases iniciales del proceso. Por el contrario, los directores de áreas funcionales, tales como finanzas, operaciones, marketing, y recursos humanos, desempeñan también papeles importantes, pero puede que no estén implicados en las fases iniciales, revistiendo especial significado su intervención en el proceso de integración. La importancia de esta actuación será tratada con mayor profundidad en el apartado 3.2, cuando se estudie el papel de

los directivos como agentes del cambio organizacional en la fase de integración.

## **b) Los agentes externos: las funciones de ‘brokerage’ y asesoramiento**

El término inglés ‘broker’ (mediador o agente) y el de asesor de fusiones y adquisiciones son utilizados indistintamente en el mercado español. En función de su grado de especialización en las diferentes actividades del proceso de fusión, éstos pueden ser clasificados en tres categorías:

1) **El ‘broker’ asesor.** Este tipo de intermediario participa en la práctica totalidad de las actividades del proceso de fusión, asesorando a la empresa adquirente en aspectos tales como la formulación de la estrategia de la empresa a desarrollar mediante la operación de adquisición, la selección y presentación de candidatos y la intervención en los procesos de negociación hasta alcanzar el acuerdo definitivo. Este grupo suele estar conformado por bancos de negocios y más recientemente por empresas de consultoría y asesoría.

2) **El ‘broker’ intermediario.** Estos agentes externos limitan su intervención exclusivamente a las actividades intermedias del proceso, centrandó su actuación en la selección de candidatos y presentación de los mismos a la empresa adquirente. Suelen desempeñar estas actividades bancos de negocios y bancos comerciales, intermediarios financieros, asesores y abogados, así como los ‘finders’, también conocidos como “casamenteros” en la comunidad de negocios.

3) **EL ‘broker’ inversor.** La intervención de este broker especializado se produce durante el proceso de negociación, con la finalidad de financiar la transacción empresarial si ello fuese necesario. En determinadas circunstancias también participa en las actividades de integración, centrandó su actuación en la venta de negocios y activos no deseados. Estas actividades también suelen ser desempeñadas por los bancos de negocios, así como por los fondos de inversión, e inversores de capital.

En nuestro país, en los últimos años, se ha producido un crecimiento notable de empresas y departamentos especializados en temas de fusiones y adquisiciones; así por ejemplo, dentro del negocio de intermediación o ‘brokerage’, destacan por su antigüedad y número de operaciones Redirección, el Banco de Progreso, el Bank-Paribas, el Banco Santander de Negocios, el Bilbao Merchant Bank, y dentro de los extranjeros el Bankers Trust, el First Interstate Bank of California y el Chase Manhattan. Dentro del campo de la asesoría destacan Arthur Andersen; Ernest & Young; Cooper & Lybrand; Deloitte, Haskins & Sells; Peat & Marwick; Price Waterhouse; McKinsey;

Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton.

El proceso de selección del intermediario apropiado puede consumir un cierto tiempo, cuya justificación hay que encontrarla en la importancia que en la vida de cualquier empresa tiene un suceso de las características de las fusiones o adquisiciones. Como consecuencia de la importancia de este suceso, a la hora de llevar a cabo la selección del 'broker', es necesario tomar en consideración varios aspectos:

1) La capacidad profesional del intermediario en cuanto a la disposición de especialistas para llevar a cabo las actividades encomendadas.

2) La experiencia previa en la realización de operaciones anteriores, con especificación de éxitos y fracasos alcanzados en las mismas.

3) Comprensión de la estrategia y objetivos de la empresa adquirente para conducir de forma coherente las actividades encomendadas.

4) El coste de la intermediación, distinguiéndose en la práctica empresarial dos tipos de pagos:

- Los anticipos, también conocidos en la terminología anglosajona como 'retainer'. Estas cantidades son calculadas en base a las horas/hombre necesarias para realizar la operación y suelen ser abonadas con periodicidad mensual. En determinados acuerdos, estos anticipos son deducidos de la comisión de éxito.

- La comisión de éxito o cantidades percibidas por el intermediario en caso de alcanzar un resultado positivo en la operación. Esta comisión puede ser una cantidad fija, un porcentaje fijo sobre el importe de la operación, o una escala variable sobre dicho importe. La escala variable generalmente aplicable es la de Lehman<sup>1</sup> o fórmula 5-4-3-2-1.

### **2.1.3.- LOS MEDIOS INFORMÁTICOS DE APOYO A LOS PROCESOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES**

Debido al elevado volumen de información que debe ser analizado para adoptar una correcta y oportuna decisión de fusión o adquisición, los equipos informáticos y los paquetes de software desarrollados con tales propósitos se han convertido, en la actualidad, en una importante herramienta de apoyo en las

---

<sup>1</sup>Bajo esta fórmula, el 5% es pagado sobre los primeros 125 millones de pesetas, el 4% sobre el segundo tramo de 125 millones (125-250), el 3% sobre el tercer tramo (250-375), el 2% sobre el cuarto (375-500), y el 1% sobre la cantidad que exceda a los 500 millones de pesetas.



diferentes etapas del proceso metodológico presentado, simplificando considerablemente las tareas y reduciendo significativamente los equipos de trabajo necesarios para gestionar estos procesos.

Dentro del software disponible en el mercado, cabría distinguir dos tipos: por una parte los programas de aplicaciones, y por otra las bases de datos. Existen diferentes aplicaciones, algunas de carácter general (Value Planner, VP Finance, PC Forma, ADR/Empire, etc.), otras más especializadas en temas de fusión o adquisición (Merger Planner, VP Mergers & Acquisitions, Encore!, etc.), que permitirían al usuario efectuar distintos tipos de análisis: identificación de candidatos potenciales, selección del candidato ideal con arreglo a unos determinados criterios, realización de proyecciones financieras que permitan la valoración de los candidatos, análisis de sensibilidad, evaluación de la estructura financiera de la nueva entidad, y análisis del impacto que la operación tendría sobre el valor de los accionistas.

Por otro lado nos encontramos con las bases de datos, ampliamente desarrolladas en el entorno norteamericano, que recogen información sobre características de diferentes empresas o transacciones realizadas. Estas bases de datos, que varían significativamente en cuanto al número de registros disponibles (empresas o transacciones), número de campos (información disponible) y períodos de referencia, pueden ser de carácter general —tales como Compustat, Banktrat, Adr's Datacom/db, Microdisclosure, etc.—, o especializadas en fusiones y adquisiciones de empresas —como M&A data base, Value Line, etc—.

Mientras que los paquetes de aplicaciones informáticas anteriormente relacionados pueden ser perfectamente adaptables a las características de un determinado proceso de fusión o adquisición y constituir una extraordinaria herramienta de apoyo, el escaso desarrollo que han tenido en nuestro país las bases de datos dificulta considerablemente la planificación estratégica de estos procesos. En la figura 2.4 se recogen una compilación de los paquetes de aplicaciones y bases de datos, proporcionando algunas de sus características, y las empresas que en la actualidad los producen o comercializan.

EMPRESA	CARACTERÍSTICAS DEL PRODUCTO
<b>ALCAR GROUP, INC.</b> 5215 Old Orchard Road Skokie, IL 60076	<ul style="list-style-type: none"> <li>- El VALUE PLANNER genera estados financieros previsionales e históricos, permitiendo en las fusiones y adquisiciones realizar proyecciones, determinación de valores, tanto para comprador como vendedor, proporcionando un planteamiento consistente para evaluar los candidatos para una adquisición o desinversión.</li> <li>- El MERGER PLANNER es una herramienta útil para determinar el impacto de una fusión, adquisición, o desinversión sobre el valor de las acciones de la empresa, los estados financieros consolidados, el valor actual neto y la tasa interna de rendimiento de la operación y la sensibilidad de un acuerdo al variar los factores claves.</li> </ul>
<b>APPLIED DATA RESEARCH, INC.</b> Route 206 and Orchard Road, CN-8 Princeton, NJ 08540	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ADR/EMPIRE es un sistema comprensivo de apoyo a la toma de decisiones que proporcionan una fácil modelización del proceso, análisis interactivos, representaciones gráficas, e informes flexibles para la dirección financiera.</li> <li>- ADR'S DATACOM/DB y ADR's eMAIL, interrelacionados con el anterior, permite la introducción de datos, el procesamiento de la información, la creación de informes y gráficos, el primero; y el segundo, facilita la distribución dentro de la organización de los resultados obtenidos.</li> <li>- ADR/PC EMPIRE facilita la conversión de hojas electrónicas de cálculo (Lotus, VisiCalc, etc.) para su utilización por ADR/EMPIRE.</li> </ul>
<b>DATA RESOURCES, INC.</b> 25 Broadway New York, NY 10004	<p>Su personal trabaja con una importante colección de bases de datos (COMPUSTAT, BANKTRAT, DRIBAS, FDIC, DRICOM, DRISEC, DRIFACS), en apoyo de sus clientes en la toma de decisiones de fusiones y adquisiciones, principalmente en la selección de los candidatos basándose en los criterios facilitados por el cliente; en la clasificación de los mismos por los indicadores financieros más importantes; realizando análisis de competencia; pronosticando, en mercados regionales y nacionales, los resultados del sector o variables específicas de la empresa; y representando con gráficos multidimensionales de alta resolución los resultados de los diferentes análisis.</p>
<b>DISCLOSURE, INC.</b> 5161 River Road Bethesda, MD 20816	<p>El MICRODISCLOSURE incluye un disco de sistema, un disco de base de datos para la introducción de las variables financieras, y un disco de informes para la manipulación de los datos introducidos. Este software posee información financiera sobre unas 10.000 empresas que cotizan, y permite investigar a las mismas por ochenta y cinco características diferentes, incluyendo tipos de negocios; nombre de las empresas; informe de los estados de activo, pasivo e ingresos; e información sobre acciones y marcas. Las aplicaciones incluyen la determinación de la fortaleza financiera de una posible adquisición a través de la revisión de balances y estados de ingresos, examen de propietarios, etc.</p>
<b>FEROX MICROSYSTEM, INC.</b> 1701 N.Fort Myer Drive Suite 611 Arlington, VA 22209	<p>ENCORE! es un poderoso sistema de modelización y gráficos financieros bien adaptado para realizar análisis asociados con las fusiones y adquisiciones de empresas. Sus proyecciones sobre la nueva empresa combinada pueden ser fácilmente realizadas gracias a su capacidad de presentación consolidada, que conjuntamente con sus posibilidades de realización de informes a medida y su gran capacidad de representación de gráficos, a través de la pantalla del ordenador o mediante un plotter, ayudan a la presentación del caso de adquisición a los diferentes colectivos interesados (directivos, empleados, acreedores, etc.).</p> <p>Este software es respaldado por un importante equipo de apoyo.</p>
<b>INTERACTIVE DATA CORP.</b> 303 Wyman Street Waltham, MA 02254	<ul style="list-style-type: none"> <li>- PC SCREEN es un producto microcomputarizado que accede al COMPUSTAT y a las bases de datos de Interactive, facilitando información sobre unas 6.000 empresas, permitiendo la realización de gráficos y la introducción de hojas de cálculo del Lotus.</li> <li>- DATASHEET es un producto que facilita un acceso rápido a la información sobre valores que cotizan, accediendo a COMPUSTAT, VALUE LINE, y otras bases de datos de Interactive.</li> <li>- PC FORMA, el compañero de DATASHEET, es excelente para los análisis financieros, y la presentación de resultados. Los datos históricos pueden ser introducidos desde un fichero salvado con DATASHEET.</li> </ul>

Figura 2.4a.- Características de las principales bases de datos y productos informáticos de utilidad para las operaciones de fusiones y adquisiciones.  
(Fuente: Roe y Zweig, 1987)

EMPRESA	CARACTERÍSTICAS DEL PRODUCTO
<b>M&amp;A DATA BASE</b> 229 South 18th Street Rittenhouse Square Philadelphia, PA 19103	M&A DATA BASE es una base de datos sobre unas 20.000 transacciones, superiores a un millón de dólares, desde 1979, que incluye fusiones, adquisiciones, LBOs, desinversiones, etc. Esta base de datos permite tasar empresas, identificar compradores potenciales, controlar la competencia, negociar tratos en mejores condiciones, valorar paquetes de acciones, estructurar el acuerdo, y resolver otras tareas, generando un informe adecuado a las necesidades del usuario. Este además, puede investigar rápidamente, a través de ella, sólo las transacciones deseadas, introduciendo simplemente las características más relevantes de las mismas.
<b>SECURITIES DATA CO.</b> 62 William Street New York, NY 10005	Mantiene una base de datos con 6.000 transacciones amistosas, realizadas desde 1971, e incluye información sobre la posición financiera de la adquirente y adquirida, localización geográfica, directivos, características de la operación, precio pagado por la transacción, comisiones abonadas, etc. Esta base de datos permite generar informes que, mediante la comparación de datos, analizan la posibilidad de aceptación o rechazo de las ofertas de fusión/adquisición a realizar, la estructuración de las posibles fusiones, investigaciones de mercado, etc.
<b>SIMKIN ASSOCIATES</b> 5529 Balboa Drive Oakland, CA 94611	Ofrece un software especializado para las operaciones de fusiones y adquisiciones que incluye: - VP FINANCE: un modelo de valoración y planificación financiera que permite analizar los planes estratégicos de una empresa o a un candidato a la adquisición o fusión. - VP MERGERS & ACQUISITIONS: es un modelo de simulación, compatible con el programa anterior, que permite analizar el impacto de una fusión o adquisición sobre la empresa compradora. Ambos modelos pueden aprovechar el poder del Lotus 1-2-3, y generan diferentes tipos de informes y gráficos estándares.
<b>STANDARD &amp; POOR'S COMPUSTAT SERVICES, INC.</b> 7400 S. Alton Court Englewood, CO 80112	COMPUSTAT es una base de datos sobre 6.000 empresas que cotizan, incluyendo información de tipo financiero, de mercado, etc., que es actualizada semanalmente, y está disponible para un período de 20 años. Las aplicaciones disponible incluyen análisis de fusiones y adquisiciones, competitivo, y financieros, ayudando a la dirección a: seleccionar al candidato ideal según las características financieras deseables; realizar previsiones fiables, valoraciones, análisis de sensibilidad, evaluaciones de la estructura de capital de la nueva entidad y las repercusiones en el valor de los accionistas; y desinvertir en negocios inactivos.
<b>VALUE LINE DATA SERVICES</b> 711 Third Avenue New York, NY 10017	La base de datos VALUE LINE contiene 400 ítems de información por año para cada una de las 1.700 empresas que la componen, estando disponible para un período de 30 años. También incluye información para unas 200 fusiones. Esta base de datos va acompañada de otras dos: VALUE LINE'S SMALL COMPANY, la cual incluye 800 empresas cuya cifra de negocio NE'S SMALL COMPANY, la cual incluye 800 empresas cuya cifra de negocio y valor de mercado está por debajo de los 100 millones de dólares; y ESTIMATES AND PROYECTIONS, que incluye previsiones para los próximos tres o cinco años. Esta base de datos puede ser accesible desde un ordenador personal con DATAWINDOW, un software para el tratamiento de las inversiones.

Figura 2.4b.- Características de las principales bases de datos y productos informáticos de utilidad para las operaciones de fusiones y adquisiciones.  
(Fuente: Roe y Zweig, 1987)

## **2.2.- LA ORIENTACIÓN ESTRATÉGICA DE LA EMPRESA PROMOTORA Y EL ESTABLECIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE SELECCIÓN DE CANDIDATOS**

La primera fase del proceso metodológico que discutimos sobre las operaciones de fusiones y adquisiciones consiste en llevar a cabo, desde una perspectiva competitiva, una evaluación interna de la empresa promotora de la acción y un análisis del entorno y del sector donde compite. Cuando estamos en presencia de empresas de naturaleza diversificada y que operan en varios sectores de actividad empresarial, debemos identificar previamente el conjunto de unidades estratégicas de negocio que integran su cartera<sup>2</sup>, realizando para cada una de ellas los análisis interno y externo mencionados anteriormente.

Una vez realizados estos análisis, se fijarán los objetivos y estrategias a nivel corporativo que conjuntamente definen lo que hemos denominado la orientación estratégica de la empresa. En esta etapa, las fusiones y adquisiciones se nos presentan como un método alternativo al crecimiento interno para desarrollar las estrategias corporativas. Escogido este método de desarrollo, se deben establecer, finalmente, los criterios a respetar en la etapa siguiente del proceso, que abordará la problemática de la selección de los candidatos potenciales.

### **2.2.1.- LA EVALUACIÓN INTERNA DE LAS UNIDADES DE NEGOCIO DE LA EMPRESA**

En el período existencial de cualquier empresa o negocio, su ámbito interno puede ser evaluado por diferentes grupos de interés y por diferentes motivos. En el caso que nos ocupa, son los directivos de la propia empresa promotora de una operación de fusión o adquisición los interesados en llevar a cabo este tipo de análisis previo, con el fin de identificar, desde una perspectiva competitiva, los principales puntos fuertes y débiles de su empresa.

Stevenson (1976), después de realizar diferentes investigaciones sobre esta materia, consideró que las principales limitaciones o dificultades que se plantean cuando se desea llevar a cabo una evaluación interna son las siguientes:

---

<sup>2</sup>Sobre la problemática relacionada con la identificación de las unidades estratégicas de negocio que configuran la cartera de la empresa, véanse los trabajos de Hall (1978), Abell (1980), Glueck (1980), Cravens (1982), Linneman y Thomas (1982), Ohmae (1983), Ansoff (1984), Hax y Majluf (1984), Bueno Campos (1987), García Falcón (1987).

- El nivel en la organización y el tipo de responsabilidad de cada director influye en la elección de los atributos o variables a examinar y en la evaluación de los mismos.

- El grado de fortaleza o debilidad asociado a cualquier atributo es difícil de medir, y muchos de ellos presentan elementos fuertes y débiles simultáneamente.

- Los directivos utilizan tres tipos distintos de criterios a la hora de evaluar los atributos como fuertes o débiles: base histórica, comparación con la competencia, y base estándar.

- La mayor parte de los puntos fuertes son generalmente juzgados de acuerdo con un criterio competitivo, mientras que los puntos débiles son determinados de acuerdo con un criterio estándar.

- Factores de situación, tales como la necesidad de protegerse a sí mismo o el deseo de mantener el status quo, hacen más difícil la obtención de evaluaciones significativas.

Los estudios de Stevenson (1976) eran de carácter exploratorio y perseguían una mayor comprensión del proceso de medición y evaluación de los atributos o variables internas. Las principales conclusiones alcanzadas fueron las siguientes:

1) Las medidas y los criterios utilizados en la evaluación de los puntos fuertes y débiles deben ser explícitos, con el fin de asegurar una mayor consistencia.

2) Las listas de áreas críticas o factores sujetos a evaluación tendrían que ser desarrolladas y ajustadas a cada unidad estratégica de negocio de la empresa.

Henry (1980) desarrolló otro marco conceptual para la evaluación interna de la empresa. En su trabajo relacionó un conjunto de variables o factores críticos para la identificación de las fuerzas y debilidades de cada unidad de negocio y sugirió los siguientes aspectos a tener en cuenta:

- Los atributos internos de la empresa deberían ser evaluados sistemáticamente para identificar puntos fuertes y débiles cuando se vaya a planificar con visión de futuro. La identificación de los puntos fuertes y débiles relevantes es muy importante, tanto para la planificación estratégica como para la operativa.

- Cuando una empresa esté desarrollando tales planes deberían realizarse evaluaciones separadas de sus contextos interno y externo, pero los resultados deberían ser considerados simultáneamente al evaluar las estrategias alternativas.

- Para cada unidad estratégica de negocio, debe medirse y evaluarse un conjunto común de atributos. En lugar de una lista hecha a medida para cada unidad como proponía Stevenson (1976), Henry (1980) contempla todos aquellos atributos que pudieran revelar puntos fuertes y débiles importantes.

- Los factores internos pueden evaluarse en términos absolutos mediante la utilización de estándares obtenidos de la experiencia, de las condiciones competitivas o de líneas de actuación normativas.

- La valoración de los puntos fuertes y débiles de cada unidad estratégica de negocio se debería efectuar por el directivo responsable de su gestión,;no obstante, debería solicitarse la participación de los subordinados de línea y staff e incluso de asesores externos.

Cuando analizamos el ámbito interno de la empresa desde una perspectiva competitiva, las posibles ventajas o desventajas en relación al competidor o conjunto de competidores más relevantes no pueden ser comprendidas o consideradas como un todo, sino que se derivan de la realización de diversas actividades discretas. La cadena de valor propuesta por el profesor Porter (1985) —que descompone la estructura interna de una empresa en centros de actividad primarios o principales y de apoyo o auxiliares— con la finalidad de comprender los factores determinantes del comportamiento de los costes de realización o ‘cost drivers’ y de las fuentes potenciales de diferenciación o ‘drivers uniqueness’, representa otra metodología de extraordinaria utilidad que conviene tener presente cuando estudiamos el ámbito interno de la empresa desde una perspectiva competitiva.

Una vez estudiados los modelos y recomendaciones propuestos por los autores anteriores, entendemos que toda sistemática que persiga identificar los puntos fuertes y débiles debe contemplar las siguientes etapas:

a) Relacionar mediante la aplicación de herramientas de naturaleza cerrada, como los ‘check-list’ o de naturaleza abierta, como las sesiones de ‘brainstorming’ los atributos o variables que deben ser evaluados en las diferentes áreas de la empresa (operaciones, comercialización, financiación, recursos humanos, infraestructura de dirección, etc.).

b) Seleccionar una unidad de medida, así como un criterio en función del cual pueda ser evaluado el conjunto de atributos anteriormente seleccionado.

c) Identificar las fuentes de información, interna y externa, que permitan la evaluación de cada una de las variables.

d) Desarrollar escalas de puntuación que faciliten la evaluación y proceder a identificar los puntos fuertes y débiles, jerarquizándolos en función de su importancia, impacto y evolución.

## **2.2.2.- LA EVALUACIÓN DEL ENTORNO GENERAL Y PARTICULAR DE LOS NEGOCIOS DE LA EMPRESA**

La identificación y comprensión de las relaciones de la empresa con su entorno es una tarea difícil y compleja, puesto que el entorno ejerce influencias muy diversas y la dificultad estriba precisamente en la identificación de esta diversidad (Johnson y Scholes, 1984). Ante esta dificultad, es conveniente disponer en primer lugar de una aproximación conceptual del entorno, en base a la cual podamos reconocer su naturaleza y posteriormente estudiar sus principales dimensiones.

Al revisar la literatura existente, encontramos cierta coincidencia en la definición del entorno entre diversos autores relacionados con los campos de la teoría de la organización y los más recientemente vinculados al paradigma de la estrategia empresarial (Churchman, 1967; Andrews, 1971; Steers, 1977; Hofer y Schendel, 1978).

Concebida la empresa como un sistema sociotécnico abierto que se encuentra en continua interrelación con su entorno, éste puede ser considerado como el conjunto de factores externos a la organización que influyen en la actividad que desarrolla y en sus resultados, y que agrupados bajo ciertas dimensiones definen dos segmentos de influencias. El primero está integrado por variables de carácter general que afectan a la totalidad de las organizaciones (macroentorno general), el segundo, de índole más particular y por tanto de mayor interés para su estudio en el caso que nos ocupa, está integrado por un conjunto de variables sobre las cuales interactúa la empresa y que definen su entorno específico sectorial u operacional (García Falcón, 1987).

Engledow y Lenz (1986) han agrupado la investigación existente sobre el entorno de la organización en cuatro categorías diferentes, fundamentándose para ello en las raíces disciplinarias comunes y/o en la similitud de las

concepciones del entorno. Cada una de ellas es reconocida como un modelo porque ofrece una representación relativamente distinta de la naturaleza del entorno de la organización: a) modelo de estructura industrial, b) modelo cognoscitivo, c) modelo de campo de la organización, y d) modelo temporal. Las características de estos modelos son estudiadas con arreglo a las tres dimensiones siguientes:

- 1) descripción de las características estructurales del entorno,
- 2) hipótesis sobre la naturaleza y causas de cambio en el entorno, y
- 3) medios que se proponen a los directivos para obtener información de su entorno.

Generalmente, en el proceso seguido por estos modelos, la primera etapa consiste en recabar información de las variables externas más relevantes. La percepción de estas variables puede variar desde un contacto informal de tipo personal a sistemas formales más sofisticados que intentan identificar los aspectos significativos del entorno más allá de la simple percepción inmediata de los directivos. Normalmente, sólo una parte de la información disponible es admitida por la empresa para un procesamiento posterior; en tal sentido, la información externa es seleccionada mediante la aplicación de varios filtros. Kleindorfer (1984) considera que la presencia de estos filtros está motivada por limitaciones existentes en la capacidad de los directivos para obtener e interpretar los datos, o bien por las características tecnológicas de los sistemas de información utilizados. En un entorno de naturaleza compleja, si la capacidad de observación de los directivos o de los sistemas de captación de información es limitada, los filtros excluirán inputs importantes sobre el comportamiento de las variables externas. Como resultado de ello, la representación de la realidad externa de la empresa puede resultar incompleta e inexacta, pudiendo acarrear graves consecuencias en el proceso de formulación de estrategias y, por tanto, a las decisiones que afectan a las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas.

Una vez que la empresa ha recabado la información necesaria de las variables más importantes del entorno, deberá analizar aquellos cambios o discontinuidades que se producen en su comportamiento en relación al pasado y que afectan a su actuación presente. Sin embargo, desde una perspectiva estratégica, es necesario conocer las tendencias de las variables para estimar los cambios futuros. Estos cambios se traducen bien en oportunidades que se deben aprovechar o en amenazas que se deben eludir. El output resultante de este proceso lo constituyen las correspondientes estimaciones o previsiones que se



consideran como hipótesis sobre las cuales se pueden fundamentar las decisiones estratégicas de fusiones o adquisiciones que afectan a la supervivencia y crecimiento futuro de la empresa.

Después de destacar la importancia de los métodos de evaluación del entorno como instrumento válido para la generación de hipótesis de comportamiento futuro, no es nuestro objetivo llevar a cabo un análisis detallado de los mismos, sino simplemente destacar el papel que juegan en los procesos de planificación de las operaciones que analizamos. Estos modelos pueden ser agrupados en las cuatro categorías siguientes:

- a) Métodos cuantitativos extrapolativos (extrapolación simple, análisis de series temporales, ...).
- b) Métodos cuantitativos causales (los modelos econométricos, los modelos input-output, ...).
- c) Métodos cualitativos estructurados (método delphi, el método de los escenarios, el método de los impactos cruzados, ...).
- d) Métodos cualitativos no estructurados ('surveys' de intenciones, analogías históricas, ...).

Los trabajos realizados por Chambers, Mullick y Smith (1977) y Georgoff y Murdick (1986) nos permiten estudiar las principales variables (horizonte temporal, sofisticación técnica, coste, disponibilidad de datos, variabilidad y consistencia de los datos, etc.) que permiten seleccionar la mejor técnica, o combinación de técnicas, posible para resolver los problemas que plantea el análisis del entorno donde opera la empresa promotora cuando estudiamos el proceso de planificación de una operación de fusión o adquisición de empresas.

En relación al primer nivel de análisis del entorno, es decir, el macroentorno general, se ha podido comprobar que no existe acuerdo sobre las dimensiones del mismo (Andrews, 1971; Fahey y King, 1977; Vasconcellos, 1985; Rowe et al, 1985). Con la finalidad de facilitar dicho análisis, este entorno puede ser descompuesto en el conjunto de los segmentos o dimensiones siguientes: 1) económica, 2) tecnológica, 3) política, 4) social, 5) cultural, y 6) demográfica. Consideramos que esta clasificación cubre razonablemente todas las dimensiones del entorno general de la empresa. No obstante, debemos destacar la dificultad de establecer entre ellas unas fronteras claras, debido a la existencia de un elevado grado de interacción entre las diferentes variables agrupadas en cada dimensión.

Con respecto al segundo nivel de análisis del entorno, el primer problema que se nos plantea es la definición o delimitación del concepto de sector. Siguiendo al profesor Porter (1980), adoptaremos una definición operativa del sector industrial que consiste en considerarlo como “un grupo de empresas que producen productos que son sustitutivos cercanos entre sí” o “conjunto de empresas que realizan la misma actividad principal”.

Son varios los trabajos que, en el campo de la Economía Industrial, se han planteado para comprender mejor la estructura de un sector y el comportamiento de los competidores, como etapa previa a la toma de cualquier tipo de decisión de naturaleza estratégica (Scherer, 1973; Porter, 1980; Jacquemin, 1982). Centrando nuestra atención en el modelo más popularmente conocido y propuesto por Porter (1980), el grado de competitividad de un sector depende de cinco fuerzas básicas: a) la amenaza de nuevas entradas; b) la intensidad de la rivalidad de los competidores; c) la presión de productos sustitutivos; d) el poder de negociación de los clientes; y e) el poder de negociación de los proveedores. Este modelo de análisis de la estructura de un sector ayuda a reflexionar sobre las diferentes alternativas que permiten a la empresa fortalecer su negocio central e incrementar el valor de la misma.

Así por ejemplo, cuando la tasa de crecimiento del sector es baja, el grado de equilibrio dimensional y financiero es muy similar, el producto y/o servicio ofertado ofrece un bajo grado de diferenciación, los costes fijos representan un alto porcentaje en el valor añadido; o cuando se presentan dificultades de almacenamiento de los productos, las adquisiciones que permiten concentrar la estructura competitiva, y reducir con ello el grado de rivalidad competitiva, repercuten significativamente en los márgenes de rentabilidad alcanzados en el sector.

En otras ocasiones, la rentabilidad del sector se puede ver sensiblemente amenazada debido a la inexistencia de barreras de entrada que frenen la incursión de nuevos competidores. En estos casos, con la finalidad de mantener el valor de la empresa, es necesaria la realización de adquisiciones que tiendan a preservar o crear barreras de entrada tales como la aparición de economías de escala, el acceso a canales de distribución o a fuentes de suministros de materias primas existentes, la propiedad de ‘know-how’ y patentes sobre diseños de productos, la negociación de contratos a largo plazo, etc.

Las adquisiciones que pretenden alcanzar una posición de dominio en un negocio sustitutivo también pueden ser consideradas como un movimiento estratégico de carácter defensivo que permite preservar el valor de la empresa. A título de ejemplo, la compra de Itecom por parte de Wang para proteger la

posición en el negocio de automatización de oficinas de los sistemas sustitutivos basados en PBX, así como los esfuerzos realizados por la empresa Monsanto para entrar en la industria biotecnológica, son claros exponentes de estas actuaciones estratégicas.

Si el grado de concentración de los clientes es elevado, el producto ofrecido por el sector no es relevante para los compradores, su grado de sustitución es relativamente elevado o el valor añadido por la empresa al producto final de los clientes está disminuyendo, las adquisiciones de integración hacia adelante pueden resultar convenientes o necesarias para mantener los márgenes de rentabilidad obtenidos en el sector.

Finalmente, las adquisiciones que permiten desarrollar una estrategia de integración vertical hacia atrás —a un sector proveedor— pueden ser críticas cuando exista un grupo de suministradores que esté dominado por pocas empresas, presentando cierto grado de oligopolio. Asimismo, permitirían garantizar el acceso a materias primas o componentes claves que pueden conducir a ventajas competitivas.

### **2.2.3.- LA ORIENTACIÓN ESTRATÉGICA DE LA EMPRESA Y LAS DECISIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES**

Una vez realizados los estudios anteriores, estamos en disposición de desarrollar la orientación estratégica de la empresa, mediante la fijación de los objetivos y estrategias a nivel corporativo que permitan alcanzar una cartera equilibrada que satisfaga los niveles deseados de rentabilidad, crecimiento, flexibilidad y sinergia deseados (García Falcón, 1987).

Respecto a otros niveles del análisis estratégico, la característica principal de la estrategia a nivel corporativo radica en la consideración global de la organización. Esta estrategia centra su atención, por una parte, en la configuración de la cartera objetivo de la empresa, es decir, la especificación de las unidades de negocio donde la misma debe invertir, desinvertir o mantener el nivel actual de inversión y, por otra parte, en la determinación del nivel de recursos que debe comprometer en cada unidad de negocio con el fin de alcanzar los objetivos corporativos fijados.

En el gráfico de la figura 2.5 representamos el proceso de formulación de estrategias a nivel corporativo que permite desarrollar la orientación estratégica de la empresa. En este proceso, los modelos de cartera de dimensiones simples (matriz de crecimiento/participación del Boston Consulting Group, matriz de

rentabilidad I y II de Marakon Associates, matriz de evaluación del potencial y de la resistencia de Derkinderen y Crum, etc.) y los modelos de cartera de dimensiones agregadas (matriz atractivo del mercado/fuerza competitiva de General Electric-McKinsey Co., matriz de directrices de la Shell Chemical Co., matriz de evolución del producto de Arthur D. Little, etc.)<sup>3</sup> son herramientas de extraordinaria utilidad para formular estrategias a este nivel.

Frente a las decisiones de desarrollo interno, las fusiones y adquisiciones de empresas se nos presentan como métodos alternativos para desarrollar aquellas estrategias que suponen incrementos de inversión en unidades de negocio existentes, o para la incorporación de nuevas unidades a la cartera de la empresa, y conseguir con ello los objetivos corporativos que fueron ampliamente analizados en el apartado 1.4.2 del presente libro.

---

<sup>3</sup>Véase al respecto Wind y Mahajan (1981); Lafuente y Salas (1983); Alcaide (1984); Byars (1984); Hax y Majluf (1984); Naylor y Thomas (1984); Sallenave (1984); García Falcón (1987).



Figura 2.5.- La orientación estratégica de la empresa y las decisión de fusión y adquisición  
 (Adaptado de García Falcón, 1987)

## 2.2.4.- ESTABLECIMIENTO DE CRITERIOS PARA LA SELECCIÓN DE CANDIDATOS

Una vez definida la orientación estratégica de la empresa, y escogida la opción de la fusión o adquisición como mejor método para desarrollar las estrategias corporativas, los directivos deben establecer y consensuar los criterios que se deben respetar como restricciones básicas a la hora de seleccionar los candidatos potenciales para realizar la operación. El establecimiento de estos criterios nos permitirá:

1) asegurar la coherencia interna de la decisión de adquisición con los restantes objetivos y estrategias corporativas de la empresa promotora;

2) guiar a los responsables del proceso en las tareas de selección de aquellos nuevos sectores donde la empresa puede entrar, diversificando con ello su cartera; y

3) ayudar a los miembros del equipo directivo, intermediarios y 'brokers', en las tareas relacionadas con la identificación y evaluación de los candidatos potenciales a adquirir, estableciendo un ranking de los mismos por orden de atractivo.

Los criterios no deben ser establecidos con rigidez, sino que deberían ser fijados de forma flexible, permitiendo un cierto grado de variación en el tiempo con el fin de reflejar las nuevas prioridades y experiencias adquiridas. Entre los posibles criterios que, formal o informalmente, debe contemplar todo plan de adquisición, se pueden relacionar los siguientes:

**a) Criterios cualitativos:** Relacionados con el tipo de negocio que se desea adquirir y aspectos organizativos y estratégicos de la operación. Podemos enumerar:

- Sector de actividad: determinar si se está buscando una empresa enclavada en un determinado sector o especializada en una actividad específica dentro del mismo.
- Sinergia con la empresa objetivo: especificación del tipo de sinergia funcional que se pretende alcanzar con la fusión: producción, distribución, financiación, etc.
- Ámbito geográfico: delimitación del campo de actuación de la empresa a adquirir: empresas con negocios domésticos o empresas con negocios que operan a escala internacional.

- Clima de la adquisición: determinar si la adquisición debe realizarse de forma amistosa o si, por el contrario, en determinados casos se puede llevar a cabo de una forma hostil.

- Posición competitiva: especificar si se está buscando una empresa líder en el sector, o una empresa no líder o con dificultades pero con potencial para incrementar su valor después del reajuste pertinente.

- Dirección: definir si los directivos con experiencia de la empresa a adquirir continuarán después de realizada la operación o si, por el contrario, serán sustituidos por los directivos de la promotora.

- Cultura corporativa: determinar si se está dispuesto o no a admitir otra empresa con una cultura en la que predominen valores y normas de comportamiento diferentes a los suyos.

**b) Criterios cuantitativos:** Son generalmente de naturaleza económico-financiera, dentro de los que cabe destacar variables tales como:

- Crecimiento: especificar si se desea adquirir una empresa con alta tasa de crecimiento, crecimiento medio o si, por el contrario, el crecimiento no es una variable relevante.

- Tamaño: explicitar la dimensión de la empresa a adquirir, expresada en términos de volumen de ventas, volumen de activos, nivel de exportaciones, número de empleados, etc.

- Rentabilidad sobre el capital: fijar la rentabilidad que debe proporcionar la empresa a adquirir, ya sea un valor concreto o en comparación con la media del sector o con los competidores de la empresa candidata.

- Apalancamiento financiero: determinar si el riesgo financiero que soporta la empresa es alto o bajo y sobre qué base va a ser medido: la media del sector o la de los competidores de la empresa objetivo.

- Apalancamiento operativo: al igual que el anterior, se determinará el riesgo económico que se considera aceptable por la empresa promotora en base a la media del sector o sobre la base de los competidores importantes de la empresa objetivo.

- Precio de compra: delimitar la cantidad máxima que se estaría dispuesto a pagar por la empresa target, la forma de pago y las condiciones de financiación del mismo.

## 2.3.- IDENTIFICACIÓN Y SELECCIÓN DE LOS CANDIDATOS POTENCIALES

### 2.3.1.- MÉTODOS ALTERNATIVOS PARA LA IDENTIFICACIÓN DE EMPRESAS CANDIDATAS

Una vez especificados los criterios, el proceso de identificación de candidatos comienza con la selección previa de aquellos sectores de actividad empresarial que presentan un elevado grado de atractivo para los intereses estratégicos de la empresa promotora de la operación de fusión o adquisición<sup>4</sup>. A continuación, y dentro del sector o sectores considerados como objetivo, se identificarán todas aquellas empresas que satisfagan los criterios establecidos. A veces, este proceso es sencillo cuando se trata de un sector altamente concentrado y las empresas están sujetas a cotización bursátil; sin embargo, se complica considerablemente cuando nos enfrentamos a sectores muy fragmentados e integrados por empresas no sujetas a cotización.

Para llevar a cabo este proceso, Freier (1981) planteó tres métodos alternativos que permiten identificar el mejor o mejores candidatos a ofrecer a la empresa promotora. Estos métodos que dependen, según el propio autor, de los objetivos estratégicos que se persigan, del horizonte temporal fijado para la operación, de los trabajos previos de planificación, de los recursos disponibles y de la cultura corporativa, son los siguientes:

**a) El método oportunista:** Este método, después de identificar las empresas que están a la venta en el mercado, investiga el grado de atractivo de las mismas. Presenta la ventaja de poder contactar de forma inmediata con un amplio espectro de candidatos, presentándose de esta forma ahorros considerables de tiempo al eliminar de antemano las empresas que no están disponibles para su adquisición. Sin embargo, este método supone depositar un alto grado de confianza en manos de los intermediarios de la operación, y dedicar esfuerzos y tiempos significativos al análisis de candidatos inapropiados para el logro de los objetivos estratégicos perseguidos. Por estas consideraciones, el método es recomendable para aquellas empresas que, como consecuencia de sus estrategias de diversificación, han acumulado una amplia experiencia en la realización de estas operaciones.

**b) El método racional:** Este método, a diferencia del anterior, investiga en primer lugar qué tipo de sectores y empresas se ajustan mejor a los criterios y

---

<sup>4</sup> Para la estimación del grado de atractivo del sector, como indicador implícito de su potencial de rentabilidad, puede utilizarse el modelo de las cinco fuerzas de Porter (1980), así como relaciones de variables que proponen los diferentes modelos de cartera de negocios de dimensiones agregadas.



estrategias de la adquirente, identificando posteriormente cuáles están a la venta. Aunque permite alcanzar un encaje perfecto con la empresa adquirente, el método requiere un alto grado de disciplina y un compromiso importante en términos de tiempo y esfuerzos de investigación. Se nos presenta como recomendable para aquellas empresas que no han definido previamente el tipo de sector donde desean entrar, o para aquellas otras que no han acumulado experiencia en la realización de operaciones de fusiones y adquisiciones.

**c) El método combinado:** Esta tercera alternativa combina elementos de los dos métodos anteriores, el oportunista y el racional. Es un método flexible que incluye la identificación y análisis de los sectores y empresas que están acorde con los criterios fijados y que pueden estar disponibles para su adquisición. Este no es tan estructurado como el racional, ni tan flexible como el oportunista, y por consiguiente, sería de utilidad para aquellas empresas que conocen claramente a dónde deben dirigir sus proyectos de adquisición pero pueden obtener beneficios adicionales de la investigación de los candidatos potenciales.

De los tres métodos anteriormente expuestos, en nuestro planteamiento metodológico seguiremos el calificado como racional, consistente en seleccionar previamente una relación de empresas candidatas ideales, sin considerar de antemano las posibilidades reales de compra de las mismas.

### **2.3.2.- FUENTES DE INFORMACIÓN ALTERNATIVAS PARA LA IDENTIFICACIÓN DE CANDIDATOS POTENCIALES**

Cuando una empresa opera en sectores altamente fragmentados, no debe confiar en hallar una fórmula mágica que le permita identificar el candidato ideal para la fusión o adquisición. El éxito en su búsqueda se alcanzará siguiendo un proceso racional que requiere un alto grado de creatividad, dedicación y esfuerzo por parte de la persona o equipo responsable de la identificación de la empresa 'target'. Con el fin de no obviar la existencia de un buen candidato es necesario acceder sistemáticamente a todas las fuentes de información disponibles.

En tal sentido, recabaremos información directa de clientes, proveedores, vendedores, bancos, asesores, abogados, auditores, etc. De la prensa y de revistas especializadas se pueden recabar datos de identificación, así como información de carácter tecnológico, comercial y financiero. El acceso a bases de datos e instituciones como Cámaras de Comercio, Registro Mercantil, etc. puede también proporcionar información complementaria relevante. Finalmente,

destacar también los contactos directos en encuentros como ferias, muestras, congresos y seminarios, importantes fuentes de información sobre candidatos potenciales. En el cuadro de la figura 2.6 se relacionan a título orientativo las principales fuentes de información que podríamos utilizar.

Sin necesidad de alcanzar un alto grado de sofisticación en su tratamiento, la información obtenida de cada candidato debe ser adecuadamente organizada en una base de datos, con la ayuda de equipos y programas informáticos, que facilite el acceso a la misma y los análisis comparativos entre empresas. En cualquier caso, de toda la información que se puede obtener de las empresas candidatas, resulta imprescindible en esta etapa la que afecta directamente a los criterios fijados con antelación por la empresa promotora, y que constituyen restricciones básicas a la hora de seleccionar el candidato o candidatos ideales para la operación de fusión o adquisición.

- prensa especializada	- asociaciones empresariales
- revistas especializadas	- Registro Mercantil
- publicaciones oficiales	- Cámaras de Comercio
- instituciones financieras	- bases de datos empresariales
- clientes de la empresa promotora	- publicaciones bursátiles
- clientes de la empresa 'target'	- 'brokers' de inversión
- proveedores de la empresa promotora	- abogados y auditores
- proveedores de le empresa 'target'	- seminarios y congresos
- vendedores y distribuidores	- sociedades y agencias de valores
- consultoras de dirección	- analistas financieros
- consultoras de marketing	- contactos directos
- asesores contables y fiscales	- contactos telefónicos

Figura 2.6.- Fuentes de información sobre las empresas potenciales

### **2.3.3.- LA EXPLOTACIÓN DE LA INFORMACIÓN Y LA SELECCIÓN DE LOS CANDIDATOS POTENCIALES**

Hasta el momento, utilizando diversas fuentes, se ha acumulado un volumen razonable de información sobre diferentes empresas que potencialmente pueden ser adquiridas. Después de analizar la información disponible para cada una de ellas, nos corresponde ahora agrupar a estas empresas en tres categorías:

a) Candidatos principales o conjunto de empresas que mejor se ajustan a los criterios estratégicos previamente definidos para la realización de la operación de fusión o adquisición.

b) Candidatos secundarios o relación de empresas que no cumplen alguno de los criterios, pero que no conviene descartar por las dificultades que puede entrañar el proceso de negociación a entablar con las empresas del primer grupo.

c) Candidatos inaceptables o conjunto de empresas que, en función de la información disponible sobre su situación actual y perspectiva futura, son de antemano rechazadas por alejarse de los criterios fijados.

Para llevar a cabo este proceso de clasificación se pueden utilizar varios métodos. Así por ejemplo, siguiendo el método ‘knockout’ o eliminación sucesiva por incumplimiento de criterios de adquisición ilustrado en el cuadro de la figura 2.7, y partiendo del universo de empresas, se van descartando, en cada paso, aquéllas que no cumplen las restricciones impuestas por los criterios fijados por la empresa promotora de la acción, identificándose al final del proceso el conjunto de empresas que componen el grupo de candidatos principales.

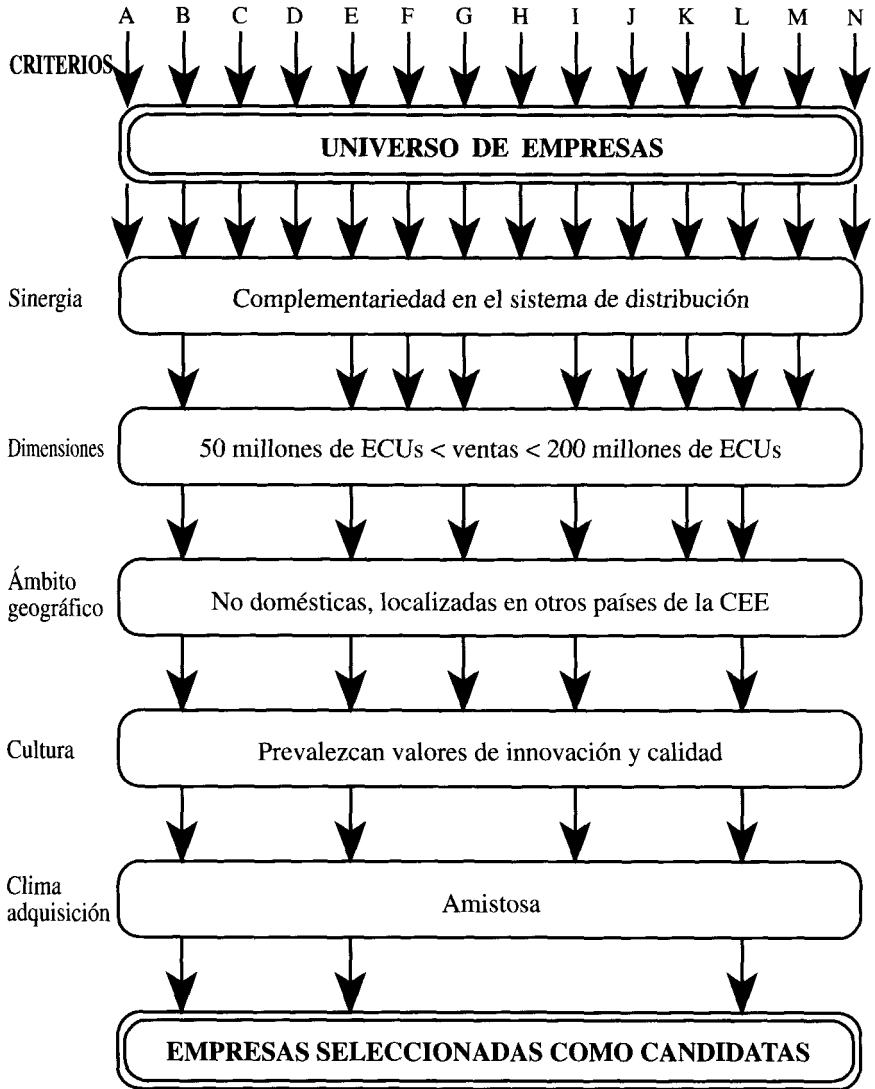


Figura 2.7.- Método del 'knockout' o eliminación sucesiva por incumplimiento de criterios de adquisición (Adaptado de Copelan, Koller y Murrin, 1990)

Otro método alternativo de extraordinaria sencillez aparece ilustrado en la figura 2.8. Consiste en ponderar previamente los criterios que deben presidir la operación de fusión y adquisición en función de la importancia de los mismos. A continuación, utilizando una escala de puntuación (por ejemplo, de cero a diez puntos) se evalúa en qué medida cada empresa se ajusta o cumple con los criterios estratégicos especificados por la empresa adquirente. Estos valores son posteriormente ponderados con los factores asignados a cada criterio, alcanzándose de esta forma una puntuación global para cada una de las empresas, lo que nos permitirá la jerarquización de las mismas y la clasificación en las categorías anteriormente establecidas.

CRITERIOS	PONDERACIONES	EMPRESAS				
		A	B	C	.....	M
Sinergia						
Ámbito geográfico						
Clima de la adquisición						
Posición competitiva						
Management						
Cultura corporativa						
Tamaño						
Crecimiento						
Rentabilidad del capital						
Apalancamiento operativo						
Apalancamiento financiero						
Precio de compra						
.....						
<b>TOTALES</b>					.....	
<b>ORDEN DE PREFERENCIA</b>					.....	

Figura 2.8.- Método de la puntuación previa ponderación de criterios

Newton (1981), partiendo de la matriz de directrices de la Shell Chemical desarrollada por Hitchens, Robinson y Wade en 1978 y modificada posteriormente por Hussey (1978), desarrolló un modelo de mayor grado de complejidad que los anteriormente propuestos para evaluar de forma sistemática el conjunto de factores que influyen en la selección de los candidatos potenciales en el proceso de planificación de una operación de adquisición. Las tres dimensiones de este modelo son las siguientes:

- **Seguridad:** enfatiza la necesidad de la empresa adquirente de medir la seguridad de sus inversiones mediante el análisis de las actividades realizadas por la empresa 'target' y el riesgo asociado a las mismas.

- **Perspectivas del sector:** pretende evaluar diferentes aspectos del mercado de la empresa 'target', así como las diferentes posibilidades de alcanzar los beneficios derivados de la sinergia.

- **Perspectivas de la empresa:** contempla diferentes aspectos internos de la empresa 'target' en relación a sus competidores, incluyéndose también diferentes actitudes del personal y las perspectivas de reventa.

En el cuadro de la figura 2.9 se recogen los diferentes factores y la metodología seguida por el autor para evaluar estas tres dimensiones. Considerando la puntuación alcanzada en cada una de ellas en una escala de cero a diez puntos, las diferentes empresas candidatas a la adquisición son clasificadas en diferentes categorías y posicionadas en la matriz recogida en el cuadro de la figura 2.10. En el eje de abscisas se mide la seguridad, en el eje de ordenadas las perspectivas del sector, y en el lugar de posicionamiento de cada unidad se indica la puntuación alcanzada en la tercera dimensión del análisis, las perspectivas de la empresa. En esta matriz, las empresas candidatas a ser adquiridas se pueden posicionar en seis áreas perfectamente diferenciadas. Las implicaciones estratégicas de cada una de ellas son las siguientes:



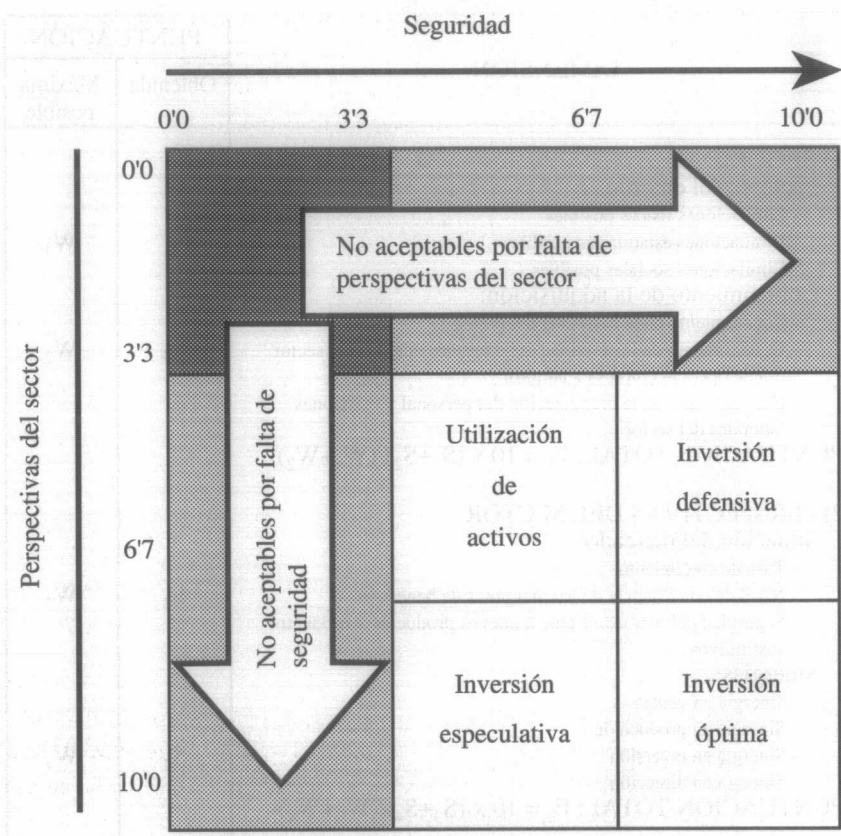


Figura 2.10.- Matriz para la evaluación de adquisiciones  
(Fuente: Newton, 1981)



**1) Inaceptable por falta de seguridad:** Dentro de esta primera categoría de empresas candidatas para ser adquiridas se integran todas aquéllas que presentan un índice de seguridad inferior a 3'3, presentando por ello un elevado nivel de riesgo de inversión. Ello puede ser motivado por el comportamiento incierto de determinadas variables del entorno o por un desconocimiento de las características del sector por parte de aquéllos que realizan la evaluación.

**2) Inaceptable por falta de perspectivas en el sector:** En este caso se hace referencia a las empresas que se encuentran con un índice de perspectivas en el sector inferior, igual que en el caso anterior, a 3'3 puntos. Se consideran inaceptables por tratarse de empresas que operan en sectores maduros o en declive, presentando un reducido potencial de viabilidad futura.

**3) Utilización de activos:** Son las empresas 'target' que se localizan en la intersección de las dimensiones de seguridad y perspectivas del sector, cuya puntuación oscila entre los niveles 3'3 y 6'7 para ambas medidas. Son posiciones intermedias de indefinición con respecto a las dimensiones del modelo, recomendándose invertir en este tipo de empresas cuando existan excedentes de caja.

**4) Inversión defensiva:** Con la realización de este tipo de inversiones, las empresas promotoras de las operaciones de concentración empresarial pretenden garantizar su supervivencia cuando están operando en sectores con alto grado de volatilidad y turbulencia. Por regla general, son inversiones que presentan un alto nivel de seguridad (entre 6'6 y 10); sin embargo, los beneficios que se derivan de la sinergia son reducidos al no guardar los negocios adquiridos relación alguna con los de la empresa promotora.

**5) Inversión especulativa:** A las empresas 'target' que se encuentran situadas a un nivel medio de la dimensión de seguridad (entre 3'3 y 6'7) y con un nivel alto de la perspectiva del sector (entre 6'7 y 10) se les denomina inversiones especulativas. Supone la adquisición de empresas con un elevado potencial de rentabilidad pero con un cierto grado de riesgo.

**6) Inversión óptima:** Por último, aquellas empresas candidatas a ser adquiridas que presentan las máximas puntuaciones de seguridad y perspectivas del sector son calificadas como inversiones óptimas. Con respecto a estas unidades, tenemos que indicar que: a) no son fácilmente reconocibles; b) no suelen estar disponibles para la adquisición; y c) en caso de estarlo, su precio de adquisición es muy elevado.

Fundamentándonos en el modelo de Newton y tomando en consideración la clasificación propuesta al comienzo del presente apartado, podríamos concluir que:

a) El conjunto de empresas inaceptables lo integran las posicionadas en las zonas sombreadas de la matriz. Por razones de seguridad o de perspectivas del sector donde opera, estas empresas son de antemano desechadas para llevar a cabo la operación de concentración.

b) Considerando los criterios que deben presidir la operación, las empresas posicionadas en la matriz en los niveles más altos de seguridad o perspectivas del sector podrían integrar la relación de candidatos principales, especialmente las calificadas como inversiones óptimas.

c) Por último, las empresas posicionadas en la parte central de la matriz, al corresponderse con niveles intermedios de seguridad o perspectivas del sector, podrían conformar la lista de candidatos secundarios a tener en consideración si fracasan las gestiones con las integradas en el grupo anterior.

### **2.3.4.- CONTACTOS INICIALES CON LAS EMPRESAS CANDIDATAS SELECCIONADAS**

Una vez llegada esta etapa del proceso, y la persona o equipo de trabajo de la empresa promotora haya seleccionado las empresas candidatas para realizar la operación de fusión o adquisición, se podría incurrir en el error de actuar precipitadamente al contactar de una forma inmediata e improvisada con los propietarios o directivos de cada una de dichas empresas.

Para garantizar el éxito en las gestiones a emprender es necesario la formulación de una estrategia de acercamiento bien planificada. En el desarrollo de esta estrategia no basta con tener un buen conocimiento de los candidatos, sino que es necesario prever anticipadamente sus posibles reacciones en los diferentes encuentros que se programen.

En la mayoría de los casos, las empresas candidatas responden favorablemente a las convocatorias; sin embargo, las respuestas a los planteamientos de la empresa promotora son imprevisibles, por lo que es necesario determinar los problemas potenciales que puedan suponer algún obstáculo que impida avanzar en el proceso de negociación.

Antes de realizar cualquier tipo de contactos, la persona o equipo responsable del programa de adquisición reunirá al equipo de alta dirección y asesores de la empresa con un doble objetivo:

1) Tener un mayor conocimiento y revisar las clasificaciones de las listas de candidatos principales y secundarios. Con respecto a este punto, en estas sesiones de trabajo puede ocurrir que algunas empresas calificadas como secundarias, debido al conocimiento personal de algunos miembros, pasen a engrosar la lista de candidatos primarios. Asimismo, y como consecuencia de las dudas que pudieran presentar determinados candidatos principales, puede ser necesario recabar información adicional sobre los mismos antes de iniciar cualquier contacto.

2) Establecer la forma de contactar con cada empresa, y designar las personas responsables de realizar dichos contactos. En aquellos casos en los que han existido relaciones personales previas entre personal de la empresa promotora y personal de la empresa objetivo, es conveniente que las reuniones sean dirigidas por dichos individuos, puesto que ello facilitaría que las discusiones, en esta etapa de acercamiento, sean más abiertas y fluidas. En los otros supuestos, los contactos deberían ser realizados por miembros del equipo de alta dirección de la empresa promotora de la acción, al que podrán seguir reuniones de directivos de niveles inferiores responsables de áreas funcionales.

Con el fin de obtener un mayor conocimiento e información de las empresas candidatas, Alexander Hamilton Institute (1985), Cooke (1986), Adler y Sneath (1987), y McDonagh (1989) han desarrollado 'checklist' lo suficientemente detallados para orientarnos en esta etapa del proceso metodológico que estamos discutiendo. Después de analizar los trabajos propuestos por estos autores, desarrollamos a continuación una relación de carácter orientativo sobre diferentes variables o aspectos de la empresa 'target', cuya información debe ser solicitada en estos primeros encuentros antes de proceder a la valoración de la misma. La recopilación de esta información se puede estructurar con arreglo a los capítulos siguientes:

### **1. Consideraciones generales:**

- ¿Cuándo, dónde, quién y con qué misión se fundó inicialmente la empresa?
- ¿Cuáles han sido los principales cambios de propiedad desde su fundación?
- ¿Cuál es su actual estructura propiedad/control?
- ¿Cuáles son los derechos asociados a las diferentes categorías de acciones de la empresa?

- ¿Tiene actualmente la empresa en su cartera participaciones importantes de otras empresas?
- ¿Quiénes son sus asesores externos (abogados, auditores, ...) y cuál es su reputación?
- ¿Cuál es la imagen y reputación comercial de la empresa percibida por diferentes colectivos?
- ¿Cuál ha sido el desarrollo de la cartera de productos de la empresa y sus principales segmentos de mercado?
- ¿Cuáles han sido los esfuerzos realizados por la empresa para diversificarse geográficamente?
- .....

## **2. Objetivos y estrategias:**

- ¿Cuáles son las características más relevantes del sector donde opera la empresa?
- ¿Cuáles son las principales fortalezas y debilidades internas de la empresa?
- ¿Cuáles han sido los objetivos y estrategias corporativas seguidos por la empresa?
- ¿Cuáles son las características de sus estrategias de marketing, producción, recursos humanos, ...?
- ¿Hasta qué punto las estrategias funcionales están integradas en la estrategia de negocio de la empresa?
- ¿Cuál es el nivel de dependencia de los negocios en relación a la actividad de investigación y desarrollo?
- ¿Cuáles han sido los principales acuerdos de colaboración alcanzados con otras empresas?
- .....

### 3. Dirección y Recursos Humanos:

- ¿Cuáles son las características principales del organigrama actual de la empresa?
- ¿Qué personas ocupan los puestos importantes dentro de la empresa? (Nombre, edad, años de servicio, ...)
- ¿Cuáles son las actitudes individuales de los diferentes directivos hacia la adquisición?
- ¿Quiénes han sido y quiénes son en la actualidad los verdaderos líderes de la empresa?
- ¿Cuáles son los principales rasgos que definen la cultura de la empresa?
- ¿Cuáles son las características de los estilos de dirección?
- ¿Qué tipo de relaciones mantiene la dirección de la empresa con los sindicatos de la misma?
- ¿Qué huelgas o conflictos laborales se han presentado en los últimos años?
- ¿Cuál es la escala salarial y el sistema de incentivos por categorías laborales y funciones?
- ¿Existen determinados acuerdos salariales que pudieran condicionar los costes futuros de la empresa?
- ¿Cuáles son las tasas de absentismo y de accidentes laborales?
- ¿Cuáles son las características de los sistemas de selección, desarrollo y formación del personal y de los directivos?
- ¿Cuáles son las características de la plantilla de la empresa en sus diferentes divisiones y departamentos?
- .....

#### **4. Producción/Operaciones:**

- ¿Dónde se encuentran localizadas las plantas de producción?
- ¿Cuál es la capacidad de producción de dichas plantas? ¿En qué medida se está utilizando dicha capacidad?
- ¿Qué posibilidades de expansión futura tienen las actuales instalaciones?
- ¿Cuál sería la inversión necesaria para acometer la integración de los procesos productivos?
- ¿Cuáles son las características del sistema de control de calidad?
- ¿Ha desarrollado la empresa un programa de mejora de calidad?
- ¿Quiénes son los principales proveedores? ¿Cuáles son las condiciones comerciales fijadas con ellos?
- ¿Cómo se comparan los costes de producción con los del sector?
- ¿Qué tipo de sinergias operativas se alcanzan con la fusión o adquisición?
- .....

#### **5. Tecnología e I+D:**

- ¿Quiénes son los líderes tecnológicos a nivel mundial? ¿Cómo han mantenido su ventaja técnica?
- ¿Cuáles son las patentes más importantes en el sector y quiénes son sus propietarios?
- ¿Qué importancia tienen las patentes para alcanzar el éxito en el sector?
- ¿Proporciona la complejidad de la tecnología una barrera de entrada en el sector? ¿Por cuánto tiempo?
- ¿Qué grado de madurez tiene la tecnología utilizada en la obtención de los productos o servicios?
- ¿Cuál es el grado de volatilidad y cambio de la tecnología en el sector?

- ¿De dónde proceden las principales innovaciones tecnológicas: del sector o de otros sectores?
- ¿Qué efectos tiene la innovación tecnológica en la mejora de los costes de producción?
- ¿Cuenta la empresa con un departamento propio de investigación y desarrollo?
- ¿Qué porcentaje sobre la cifra de ventas destina la empresa a I+D?
- .....

## **6. Productos y/o Servicios:**

- ¿Cuáles son los productos y cuál es la amplitud de la gama ofrecida actualmente?
- ¿Cuáles son los planes futuros de diversificación y desarrollo de nuevos productos?
- ¿Cuál ha sido la tasa de éxito en el lanzamiento de nuevos productos?
- ¿Son los nuevos productos desarrollados internamente o producidos y comercializados bajo patentes?
- ¿Cuál es el nivel de venta y beneficios actuales por línea de productos?
- ¿Cuál es el nivel de venta y beneficios previstos por línea de productos?
- ¿Qué ventajas ofrecen los productos de la empresa sobre los de la competencia?
- .....

## **7. Mercado y Distribución:**

- ¿Cuál es el mercado servido y cuál es el mercado potencial?
- ¿Cuáles han sido las tasas de crecimiento del mercado en el pasado y las previsiones futuras?

- ¿Cuáles son los principales segmentos de mercado de la empresa?
- ¿Cuáles son las cuotas de participación en cada segmento de mercado?
- ¿Cuáles son las oportunidades de nuevos mercados que se derivan de la adquisición?
- ¿Qué tendencias podrían afectar seriamente a los mercados de la empresa?
- ¿Quiénes son los clientes principales y qué tipo de relaciones se mantiene con ellos?
- ¿Cuál es la política de precios actual y cuáles son las previsiones en esta materia?
- ¿Cuáles son las ventajas y desventajas en materia comercial comparadas con las empresas del sector?
- ¿Qué sistemas actuales de distribución se emplean y cuál es el coste de los mismos?
- ¿Cuál es el ahorro de coste de distribución que se obtendría como resultado de la integración?
- .....

## **8. Competencia:**

- ¿Cuál es el número de competidores o grado de concentración actual del sector?
- ¿Quiénes son las empresas competidoras líderes, competidoras importantes y competidoras marginales?
- ¿Cuál es la participación en el mercado y la participación con respecto al líder del sector de cada competidor?
- ¿Cuál es el grado de equilibrio dimensional y financiero existente entre los mismos?
- ¿Cuáles son las características principales del tipo de estrategia seguido por los competidores más relevantes?



- ¿Cuál es el nivel de cooperación o alianzas estratégicas establecidas entre competidores?
- ¿Cuáles son las principales barreras de entrada y de salida del sector?
- ¿Existe algún producto sustitutivo que pueda representar alguna amenaza potencial para el sector?
- .....

### **9. Aspectos Financieros:**

- ¿Qué conclusiones se desprenden de los estados financieros de los últimos cinco años, donde debe incluirse balances, cuenta de resultados, cash flow y distribución de beneficios?
- ¿Qué conclusiones se desprenden de los informes de los auditores de la empresa de los últimos cinco años?
- ¿Cuál es el grado de autonomía financiera de la empresa y cómo ha evolucionado en los últimos años?
- ¿Cuál es el endeudamiento a corto y largo plazo de la empresa y cuál ha sido su evolución?
- ¿Cuáles son los criterios de valoración, prácticas y procedimientos contables, utilizados en los activos inventariados?
- ¿Cuál es el valor de los activos intangibles y especialmente el del fondo de comercio?
- ¿Cuál ha sido la evolución de la rentabilidad de la empresa en los últimos años?
- ¿Cuál es el nivel de liquidez a corto y medio plazo de la empresa?
- ¿Cuál es la política de dividendos seguida por la empresa?
- ¿Cuáles son las previsiones de ventas, beneficios y cash flow?
- ¿Cuál es el nivel de depreciación de los activos y la política de amortización?

- ¿Cuál es el valor contable, de liquidación y de mercado de la empresa en los últimos cinco años?

- ¿Cuál es la situación de la empresa en comparación con otras empresas del mismo sector, utilizando los datos financieros disponibles?

- .....

## **10. Aspectos Legales:**

- ¿Existe algún tipo de acuerdo sobre empleados, sobre utilización de patentes, o sobre distribución de productos que impidan la operación de adquisición o fusión?

- ¿Qué actuaciones ha realizado la empresa relacionadas con las leyes que regulan este tipo de operaciones?

- ¿Está inmersa la empresa en algún litigio que pueda tener repercusiones posteriores?

- ¿Qué problemas mercantiles, fiscales o laborales se pueden plantear a la hora de la adquisición o fusión?

- ¿Cuáles son las posibles alternativas a los problemas planteados por la empresa objetivo en el campo legal?

- ¿Cuáles son las consideraciones fiscales a tener en cuenta a la hora de realizar la operación?

- .....

## **11. Términos de la Operación:**

- ¿Qué razones se vislumbran como justificantes para la venta o fusión por parte de la empresa objetivo?

- ¿Qué precio se prevé exigirán sus propietarios y/o directivos para llevar a cabo la operación?

- ¿Cuáles deberían ser las condiciones de pago para que se acepte la operación?

- ¿Cuál será el sistema de financiación a emplear?
- ¿Quiénes serán los intermediarios a utilizar?
- .....

## **2.4.- LA VALORACIÓN ECONÓMICA DE LAS EMPRESAS CANDIDATAS**

La evaluación del candidato potencial a la adquisición es un proceso continuo que abarca la práctica totalidad de las etapas de la metodología que estamos discutiendo. Sin embargo, existen varios momentos claves dentro de la misma donde la aplicación de métodos alternativos de valoración es esencial; uno de ellos es el momento inmediatamente posterior a las primeras reuniones con el candidato para determinar la gama de precios que se podría pagar por la empresa objetivo, así como las principales áreas de riesgo, considerando las posibilidades de la transacción propuesta.

Cuando se procede a determinar el valor de una empresa merecen atención, en principio, dos aspectos. Por una parte, considerar el/los método/s de valoración más apropiados a las circunstancias concretas de la empresa promotora y candidatas a la adquisición (diferentes métodos de valoración proporcionan, generalmente, diferentes valores). Y en segundo lugar, identificar el propósito de las valoraciones, puesto que ello influye en la determinación del valor de cada empresa. En nuestro caso la valoración está motivada como consecuencia de la operación de fusión o adquisición de la empresa promotora y de la candidata seleccionada.

Desde otro punto de vista, hemos de recordar que la valoración no es una ciencia exacta y que, al intentar determinar el valor de una unidad de negocio en funcionamiento, muchos son los aspectos a tener en cuenta, tales como los beneficios, las condiciones de mercado, las situaciones económicas y competitivas, la dirección y los factores de crecimiento, entre otros. Consecuentemente, la conveniencia de un método u otro va a depender en gran medida de la perspectiva de las personas encargadas de la valoración, es decir, de su opinión u opiniones, de su experiencia, y del conocimiento del sector donde opera la empresa a valorar.

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, los diferentes tipos de valor y métodos de cálculo que proponemos a continuación no son inherentemente mejores ni peores que otros, y cada valor y método deberá ser utilizado según las circunstancias que concurran en cada caso.

## **2.4.1.- MÉTODOS FUNDAMENTADOS EN LA INFORMACIÓN CONTABLE**

Estos métodos se fundamentan en el análisis de la información recogida en los estados contables que proporcionan las empresas candidatas a la adquisición, los cuales han sido generados mediante la aplicación de un conjunto de principios contables generalmente aceptados, aplicados con matices diferenciales según el sector de actividad. Los métodos y valores que a continuación vamos a analizar dentro de esta primera agrupación son popularmente conocidos y hacen referencia al valor contable, al valor del patrimonio neto real y al valor sustancial.

### **a) El valor contable.**

Este método de valoración considera que el activo neto contable representa el valor del patrimonio de la empresa, es decir, este patrimonio está integrado por los bienes que son propiedad de los accionistas en un momento dado, como resultado de la actividad de la empresa desde su creación. Su cálculo se obtiene por diferencia entre el activo real (activo total menos activo ficticio) y el endeudamiento de la empresa, o por diferencia entre el neto y el activo ficticio, de acuerdo a los valores que figuran en los distintos estados contables.

A la hora de aplicar este método, el hecho de que la información sea obtenida de unos estados contables sujetos a unos principios generalmente aceptados, basados en criterios fiscales en lugar de criterios económicos, originan como resultado que los valores utilizados sean precios históricos y no recojan aspectos tales como la inflación, la obsolescencia, etc., lo cual supone evidentes limitaciones y constituye la fuente más importante de críticas a este método.

### **b) El valor del patrimonio neto real.**

A diferencia del anterior, este método intenta incorporar al proceso las causas distorsionadoras de los valores reflejados en los estados contables, pretendiéndose con ello obtener una estimación lo más realista posible de los valores de los bienes, derechos y créditos de las empresas. Para determinar este nuevo valor es necesario sustituir los valores contables por valores más cercanos a la realidad de cada uno de los elementos componentes del patrimonio empresarial. Una vez efectuado este cambio, el valor del patrimonio neto real se obtendrá por diferencia entre el activo total y el pasivo exigible a valores reales.

Desde un punto de vista estático, la validez de este planteamiento se puede considerar como aceptable, pero es criticable el componente subjetivo que se incorpora en las peritaciones de los distintos elementos patrimoniales y el riesgo que se añade al utilizar valoraciones individuales de bienes, derechos y deberes que pertenecen a un conjunto que forma la empresa.

### **c) El valor sustancial.**

Este tercer valor se determina también tomando como base la información proporcionada por los estados contables pero, a diferencia de los métodos anteriores, a la hora de estimar el valor de la empresa sólo se considera el conjunto de activos afectos a la explotación principal, y que comprometidos en su proceso producción/distribución, son valorados a precios de mercado, con independencia de las fuentes utilizadas en su financiación. Por consiguiente, a la hora de estimar este valor, sólo se analizan los elementos del balance que definen el activo o estructura económica de la empresa, sin tomar en consideración las partidas correspondientes a la estructura financiera.

En la determinación de este valor, y siguiendo los principios propuestos por AECA (1983), conviene distinguir dos etapas perfectamente diferenciadas:

1) determinación del conjunto de elementos de activo necesarios para llevar a cabo la actividad principal de la empresa mediante las oportunas operaciones de inventarización y clasificación según su estado de reposición y posibilidades de empleo; y

2) evaluación del conjunto de elementos de activo determinando para ello los datos relativos a los precios (precio normal de compra o precio de reposición) y cálculo de las reducciones requeridas para determinar el valor real de los bienes.

La utilización del valor sustancial como método exclusivo de valoración es muy cuestionable, debido a las restricciones derivadas del proceso de elección de los bienes y derechos a valorar y a la no consideración de la estructura financiera de la empresa. De hecho, según la Unión Europea de Expertos Contables, Económicos y Financieros, este método de valoración está destinado a ser corregido incorporando indicadores de rentabilidad (capacidad de producir beneficios de la masa sustancial), porque ese conjunto de bienes y derechos sólo obtiene valor cuando es efectivamente utilizado por la empresa con fines económicos.

## 2.4.2.- MÉTODOS ECONÓMICOS DE VALORACIÓN

A la hora de evaluar económicamente a los candidatos principales, el método del valor actual neto se nos presenta como el más ampliamente utilizado por parte de aquellas empresas inmersas en procesos de fusiones y adquisiciones. En este sentido, autores como Hax y Majluf (1984) afirman que:

“...sin lugar a dudas la mejor metodología disponible para determinar el valor económico de una empresa o de una unidad de negocio que pertenezca a la empresa, o un proyecto dentro de una unidad de negocio, es calcular el valor actual neto de los cash flows futuros generados a una tasa apropiada ajustada por el riesgo y la inflación” (Hax y Majluf, 1984: 209).

A pesar de que las operaciones de fusiones y adquisiciones son de naturaleza más compleja que la realización de un simple proyecto de inversión, la esencia económica de los dos tipos de transacciones es la misma. Por tanto, el método que analizamos no sólo se aplica a la hora de evaluar las inversiones de crecimiento interno, tales como ampliaciones de la capacidad existente, sino también a las inversiones de crecimiento externo, tales como la adquisición o compra de una nueva empresa. En ambos casos, nos encontramos ante la realización de un desembolso inicial contra una corriente de cash flow que se espera alcanzar en el futuro. En tal sentido, si denominamos por:

- VE, valor económico de la empresa,
- $CF_i$ , cash flow previsto en el momento  $i$ ,
- $K$ , tasa de actualización,
- $n$ , período de previsión,
- $L$ , valor de liquidación de la empresa en el momento  $n$ .

En el caso de que la corriente de cash flow sea estimada para un período de tiempo limitado, el valor económico vendría dado por la siguiente expresión:

$$VE = \sum_{i=1}^n FC_i (1 + K)^{-i} + L (1 + K)^{-n}$$

Si se considerase que el cash flow previsto es constante durante el período de previsión, el valor de la empresa vendría expresado por la ecuación siguiente:

$$VE = CF a_{\overline{n}|K} + L (1 + K)^{-n}$$

Finalmente, si se considera ilimitado el período previsual, el valor económico sería determinado mediante la siguiente renta perpetua:

$$VE = \frac{CF}{K}$$

Una vez formulados los diferentes modelos para la estimación del valor económico de la empresa bajo las hipótesis de variabilidad/constancia de los cash flows anuales y de limitación/ilimitación del período previsual, en el gráfico de la figura 2.11 representamos el proceso que nos permite determinar dicho valor, cuyos elementos son analizados a continuación<sup>5</sup>.

#### a) Consideraciones sobre la estimación de la corriente de cash flow.

En los modelos anteriormente expuestos, las corrientes de cash flow anuales previstas pueden ser determinadas mediante la aplicación de la siguiente fórmula:

$$CF_i = V_{i-1} (1 + g_i) (p_i) (1 - t_i) (V_i - V_{i-1}) (f_i + w_i)$$

Donde:

- $CF_i$ , cash flow correspondiente al momento  $i$
- $V_i$ , volumen de ventas en el año  $i$
- $g_i$ , tasa de crecimiento anual en ventas
- $p_i$ , margen anual de beneficio operativo como porcentaje de las ventas
- $t_i$ , tipo impositivo anual
- $f_i$ , incrementos anuales requeridos de inversiones en activos fijos por unidad monetaria de incremento de ventas
- $w_i$ , incrementos anuales requeridos de inversión en capital circulante por unidad monetaria de incrementos de ventas.

---

<sup>5</sup> Algunos autores utilizan, en lugar de la corriente de cash flow otros indicadores de rentabilidad tales como los dividendos o los rendimientos futuros. Cuando se aplica esta última magnitud estamos en presencia del valor de rendimiento de la empresa.

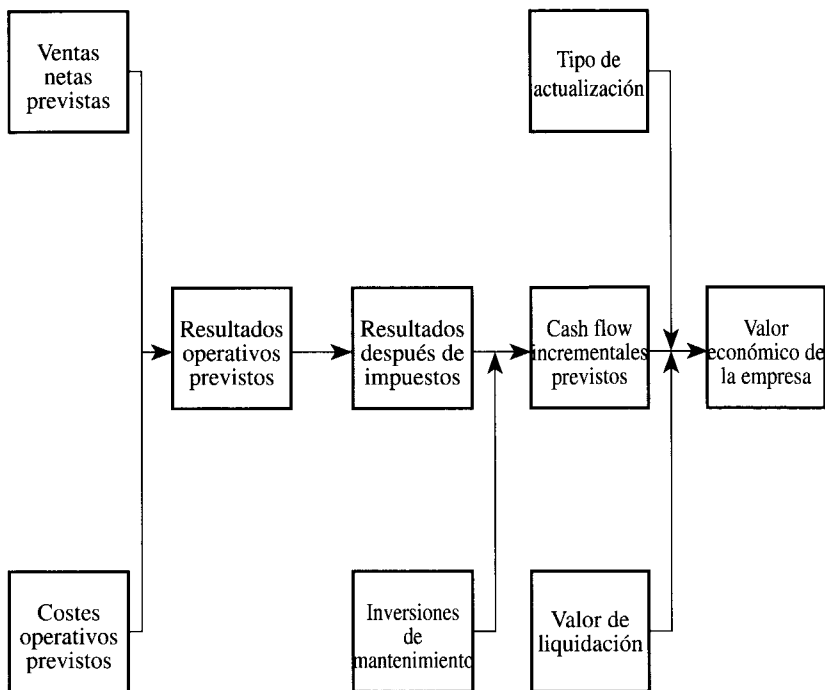


Figura 2.11.- Determinación del valor económico de la empresa  
(Adaptado de Klug, 1989)

Una vez conocidas las variables anteriores, es posible realizar las proyecciones de cash flow en el período considerado. Sin embargo, a la hora de aplicar este método, y siguiendo autores como Rappaport (1987), Cory y Reis (1987), y Klug (1989), es conveniente tener presente las siguientes consideraciones:

- En la estimación de la corriente de cash flow previsional, debemos tener presente los efectos que, sobre la corriente de cobros y pagos, pueden originar las nuevas economías operativas, y que se producirían para la empresa adquirente como consecuencia de la absorción, siendo inexistentes con anterioridad para la candidata considerada aisladamente.



- Sólo se deben considerar y valorar los flujos de caja incrementales que quedan liberados de la empresa adquirente. Es decir, que del cash flow generado por esta empresa, deben ser deducidas las inversiones en activos fijos y capital de trabajo necesarias para el mantenimiento y desarrollo futuro del negocio.

- Otro aspecto metodológico a considerar es que, al utilizar como tasa de actualización el coste medio ponderado de capital (el cual trataremos en el punto siguiente), los cash flows incrementales deben ser determinados independientemente de los costes financieros derivados de la estructura financiera existente que la empresa adquirida soporte.

- Para estimar las necesidades de inversión en capital fijo por cada unidad monetaria de incremento que se produzca en el volumen de ventas ( $f_i$ ), cálculo que en la práctica generalmente presenta dificultades, se podría tomar en consideración el volumen total de las inversiones menos las depreciaciones realizadas en los últimos cinco o diez años y dividir el importe resultante por el incremento de las ventas ocurrido en el período considerado. Con esta aproximación, el coeficiente resultante no sólo representará a la inversión en capital fijo históricamente requerida por los incrementos de ventas, sino también incluiría los incrementos de costes por sustitución de la capacidad existente.

- Las variaciones en el capital de trabajo ( $w_i$ ) derivadas del análisis de los balances no constituyen un buen indicador de los fondos necesarios. Ello es motivado porque los estados anuales generalmente no reflejan las necesidades medias o normales del negocio durante el año, y porque los inventarios reflejados en los mismos alterarán la magnitud de los fondos realmente comprometidos por la empresa. Para realizar una estimación de este coeficiente, la inversión incremental debería ser medida por los costes variables de las unidades adicionales necesarias.

- Sería conveniente efectuar las estimaciones del cash flow según diferentes hipótesis o escenarios de actuación (pesimista, optimista, etc.), donde se contemplen diferentes comportamientos en la tasa de crecimiento de las ventas, en los costes operativos, en los tipos impositivos sobre la renta, y en los coeficientes de capital de trabajo y capital fijo.

## **b) Consideraciones sobre el período de previsión y el valor de liquidación.**

Antes de proyectar la corriente de cash flow es necesario dar respuesta a las dos cuestiones siguientes:

- 1) ¿Cuál es la duración del período de previsión o momento a partir del

cual se dejan de proyectar los flujos de caja de la empresa candidata a la adquisición?

2) ¿Cuál es el valor de liquidación o valor residual de la empresa candidata al final de dicho período previsional?

Con respecto a la primera cuestión, una práctica general consiste en ir calculando el cash flow período a período hasta que el nivel de incertidumbre desaconseje a los responsables del proceso de valoración seguir realizando las correspondientes proyecciones. Aunque estas prácticas varían con las características del entorno industrial donde compite la empresa candidata, con las políticas seguidas por su equipo directivo y con las circunstancias especiales bajo las cuales se lleva a cabo el proceso de fusión, siguiendo a Rappaport (1987), la duración del período previsional suele estar comprendida entre cinco y diez años. Aunque de difícil aplicación en la práctica, otros autores sugieren que la duración del período de proyección de los cash flows debería continuar hasta el momento en el cual la tasa de retorno esperada de la inversión incremental, producida por el crecimiento de las ventas, se iguale al coste de capital.

Antes de responder a la segunda cuestión conviene recordar que, en el método que estudiamos en el presente apartado, el valor económico de la empresa viene definido por dos componentes: la corriente de cash flow previsional durante un horizonte temporal limitado y el valor de liquidación de dicha empresa como expresión actualizada de la corriente de cash flow que se obtendría después de finalizar dicho período de previsión.

Para estimar el valor de liquidación o valor residual, se pueden establecer varias hipótesis con respecto a las perspectivas de la empresa candidata a ser adquirida que van más allá del horizonte de previsión. Una hipótesis muy simple, generalmente aceptada, supone que al final de dicho período la empresa alcanza su madurez y con ello la estabilización de los flujos de caja por un importe equivalente al último del año del período de previsión (hipótesis de perpetuidad). De esta forma, el valor de liquidación de la empresa puede ser considerado como el valor actual de una renta perpetua (Rappaport, 1981). Se trata de una hipótesis simplificadora a la hora de aplicar el modelo y por tanto muy criticable, puesto que en la realidad muy raramente nos encontramos con empresas que mantengan una corriente estable de cash flow a partir de un determinado momento.

Una hipótesis más realista, pero también más compleja a la hora de

realizar los cálculos, supone contemplar lógicas variaciones (incrementos o decrementos) en los flujos de caja que se originan a partir del período siguiente al horizonte de previsión considerado. Esta hipótesis, de no perpetuidad de los flujos de caja para estimar el valor de liquidación, también es sostenida por algunas variantes que han surgido de revisiones posteriores al modelo Q de Tobin, que pretenden determinar el potencial de creación de riqueza de una empresa para sus accionistas.

### **c) Consideraciones sobre la tasa de actualización o coste de capital.**

Una vez estimados la corriente futura de cash flow incremental y el valor de liquidación de la empresa candidata, el valor actual de estos dos componentes determina el valor económico que pretendemos conocer mediante la aplicación del presente método. La empresa adquirente pagará en el momento actual una suma, en dinero o acciones, en concepto de precio por acceder a los incrementos de flujos de caja generados en el futuro por los activos de la empresa objeto de adquisición. Para estimar el valor actual de estos flujos es necesaria la aplicación de una tasa de actualización que generalmente viene determinada por el coste medio ponderado del capital de la empresa adquirida. Sólo cuando el riesgo de la empresa candidata sea considerado equivalente al riesgo global de la empresa adquirente, la tasa apropiada para descontar la corriente de cash flow del candidato es coincidente con el coste de capital de la empresa adquirente. Por consiguiente, los riesgos específicos de cada candidato deberían ser tomados en consideración a la hora de fijar la tasa de descuento, estableciendo tasas más altas cuando más arriesgadas sean las inversiones.

En la literatura financiera, tradicionalmente esta tasa de actualización viene determinada por la siguiente expresión:

$$K = k_e RP + k_d (1 - t) RA$$

donde:

$k_e$ , es el coste de los recursos propios,

$k_d$ , el coste de la deuda antes de impuestos,

$t$ , la tasa impositiva marginal,

RP, porcentaje recursos propios/financiación total,

RA, porcentaje recursos ajenos/financiación total.

A la hora de aplicar el modelo anterior, el coste de la deuda no presenta

problemas en la práctica y puede ser estimado directamente ponderando los diferentes tipos de interés pagados por las fuentes ajenas de financiación por la importancia que representa cada una de ellas en la financiación ajena total de la empresa. Sin embargo, el cálculo del coste de la financiación propia presenta más dificultades, pudiendo ser estimado mediante la aplicación del modelo CAPM (capital asset pricing model) de la siguiente forma:

$$k_e = R_F + \beta_j (R_M - R_F)$$

donde:

$R_F$  es la tasa de interés libre de riesgo (interés del dinero fijado por el Banco de España, la rentabilidad de los Bonos del Tesoro, etc.),

$R_M$ , tasa media de rentabilidad del mercado,

$\beta_j$ , coeficiente beta.

Esta ecuación muestra que la rentabilidad para los accionistas, y por tanto el coste del capital propio, es igual al nivel de rentabilidad de las inversiones libres de riesgo ( $R_F$ ) más una prima adicional determinada tomando el nivel de riesgo asociado a la empresa candidata a ser adquirida ( $\beta_j$ ) por la diferencia entre la rentabilidad media del mercado y la de las inversiones libres de riesgo.

Una vez calculado el coste medio ponderado de la empresa, en la práctica se suele utilizar como punto de referencia para fijar una gama de tipos de actualización que oscilan entre uno y dos puntos por encima y por debajo del tipo medio calculado. En cualquier caso, hemos de hacer constar que cuanto mayor sea la tasa elegida menor será el valor actual, y que diferencias mínimas en la tasa de actualización pueden ocasionar variaciones importantes en el valor económico de la empresa calculado con arreglo a este método.

### **2.4.3.- MÉTODOS COMPUESTOS DE VALORACIÓN**

Para determinar el valor de la empresa por medio de los métodos denominados compuestos, se nos presenta una amplia gama de alternativas que combinan la información básica utilizada en los métodos contables y económicos anteriores con los propios valores estimados con arreglo a los mismos. Su aplicación conduce a resultados sensiblemente diferentes en función

de los elementos utilizados y de la ponderación dada a cada uno de ellos. Dentro de esta agrupación, junto a los métodos del activo neto real + n beneficios y el método de la capitalización del 'goodwill' durante un tiempo limitado, los métodos más popularmente conocidos y aplicados son el indirecto o alemán y el directo o anglosajón.

#### **a) Método indirecto o alemán.**

En este primer método compuesto, el valor global de la empresa viene determinado por la media aritmética del valor sustancial y del valor de rendimiento, es decir:

$$VG = \frac{(VR + VS)}{2}$$

donde:

- VG, es el valor global de la empresa,
- VR, el valor de rendimiento, y
- VS, valor sustancial.

Si consideramos que el valor global de la empresa es igual al valor sustancial más el 'goodwill',

$$VG = VS + G$$

y esto implica que:

$$G = VG - VS$$

entonces, tomando en consideración la primera ecuación planteada para el cálculo del valor de la empresa, el 'goodwill' vendría determinado por la mitad de la diferencia entre el valor de rendimiento y el valor sustancial.

#### **b) Método directo o anglosajón.**

En este supuesto el valor global de la empresa puede ser estimado mediante las dos versiones siguientes:

1) En el primer caso, el 'goodwill' está constituido por los superbeneficios futuros actualizados hasta el momento inicial. Estos superbeneficios se obtienen por diferencia entre el beneficio futuro de explotación antes de deducir las cargas financieras y el rendimiento normal del valor sustancial a una tasa de mercado, es decir:

$$G = (B - VS i) a_{\overline{n}|K}$$

donde:

- B, es el beneficio futuro de explotación, e
- i, es el tipo de interés del mercado.

Por lo que el valor global de la empresa se obtendría por aplicación de la siguiente ecuación:

$$VG = VS + (B - VS i) a_{\overline{n}|K}$$

2) En el segundo supuesto, que es el más utilizado y que fue propuesto por la Unión Europea de Expertos Contables, Económicos y Financieros, el interés no se calcula sobre el valor sustancial, sino directamente sobre el valor global de la empresa. En este caso, las ecuaciones anteriores serán representadas bajo las formas siguientes:

$$G = (B - VG i) a_{\overline{n}|K}$$

y

$$VG = \frac{VS + VR}{2 - (1 + K) - n}$$

según el período previsional considerado sea limitado o infinito.

## 2.4.4.- EL MÉTODO DEL ANÁLISIS COMPARATIVO

El fundamento de este método consiste en comparar determinados indicadores financieros de la empresa candidata a la operación de fusión con los correspondientes a un grupo de empresas que ofrecen productos o servicios similares. Se pretende con ello inferir un valor para la empresa que está siendo evaluada en función de lo bien o mal que se encuentren sus indicadores con respecto a los del grupo seleccionado para tales propósitos. A la hora de definir este grupo, se nos presentan dos alternativas: a) un grupo de empresas que han sido objeto de transacciones comparables y b) un grupo de empresas que, sin haber sido objeto de transacción, operan actualmente en el sector.

El método de las adquisiciones comparables consiste en determinar el valor de los candidatos potenciales a la adquisición a través del precio pagado por otras empresas de características similares que han sido objeto de transacción dentro del mismo sector. Las etapas a seguir en este proceso se podrían concretar en los puntos siguientes:

1. Identificar empresas que en el sector hayan sido objeto de una operación de fusión o adquisición. 2. Expresar el precio de compra como un múltiplo del beneficio neto, del valor contable, o de cualquier otra magnitud financiera.

3. Ajustar el precio de compra en función de las ventas, de los cash flow operativos, del ratio precio/ganancia, etc.

4. Utilizar los múltiplos para valorar la empresa o empresas potenciales candidatas a ser adquiridas.

En general, siguiendo a Klug (1989), la utilización de esta metodología presenta los siguientes inconvenientes:

- Determinados factores, tales como la participación en el mercado, los activos intangibles, y la competencia técnica, pueden afectar decisivamente el valor de la empresa y no estar reflejados en la información estadística que permite calcular los múltiplos.

- Las empresas que comprenden la muestra de la que se derivan los múltiplos pueden no equipararse exactamente con los candidatos potenciales para la adquisición.

- La empresa promotora debe estar de acuerdo con los procedimientos seguidos para la determinación de los beneficios y el valor contable asignados a las adquisiciones potenciales.

En otras ocasiones, las promotoras de la operación de fusión pueden utilizar como, indicador de referencia para valorar a los candidatos potenciales, los precios de mercado de otras empresas que cotizan y que están sujetas a tendencias económicas y riesgos similares. Este método, denominado método de las empresas comparables, es de características parecidas al anterior, concretándose las etapas de su proceso de aplicación en las siguientes:

1. Identificar el conjunto de empresas comparables a las candidatas potenciales a la adquisición.

2. Expresar el precio de mercado de dichas empresas como múltiplo de:

- ratios operativos (margen operativo, rotación de la inversión, ...),  
y
- ratios de mercado (precio/ganancia, valor de mercado/valor contable, ...).

3. Utilizar los múltiplos para valorar la empresa o empresas candidatas a la operación de fusión.

Algunos aspectos a tener en consideración cuando aplicamos este método, según Klug (1989), son los siguientes:

- Cuando el candidato potencial es de naturaleza conglomerada, es conveniente valorar individualmente cada una de sus unidades de negocio.

- La determinación de múltiplos P/E puede no ser significativa para desarrollar datos comparables cuando se dispone de una limitada serie histórica de estos datos.

- Prestar atención a la posible relación existente entre el valor de los múltiplos P/E y determinados hechos acaecidos en la historia de las empresas comparables que condicionen los mismos.

- Comparar el candidato potencial de adquisición con la mejor y la peor empresa incluida en la lista de comparables.

Este método, fácil de formular pero difícil de aplicar según BenDaniel y Rosenbloom (1990), si bien proporciona un punto de referencia de cómo valora el mercado el atractivo de determinados sectores y permite la comparación de los resultados de la empresa 'target' en relación a un conjunto de empresas, puede, sin embargo, ignorar la realidad de los resultados futuros esperados y, por tanto, no proporcionar un buen indicador del valor de la candidata.



## **CAPÍTULO 3**

### **METODOLOGÍA PARA LA PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA DE LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES (II): EL PROCESO DE NEGOCIACIÓN Y LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS ACTIVIDADES POSTFUSIÓN**

### **3.1.- EL PROCESO DE NEGOCIACIÓN Y LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS ACUERDOS ALCANZADOS**

#### **3.1.1.- CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LOS PROCESOS DE NEGOCIACIÓN**

Hemos podido constatar en la revisión doctrinal llevada a cabo en la presente investigación, que un elevado porcentaje de los trabajos realizados sobre las operaciones de fusiones y adquisiciones destacan el carácter estratégico o financiero de las mismas. Sin dejar de reconocer estos importantes aspectos, hemos de prestar también atención a la existencia de otros factores de características sociológicas y psicológicas que determinan, en gran medida, que se consuma con éxito o no el proceso de negociación de una operación de fusión o adquisición.

Aunque no es nuestro objetivo en el presente apartado llevar a cabo un estudio exhaustivo de las características de los procesos de negociación, antes de analizar los aspectos más relevantes de este tipo de procesos en las operaciones de fusiones y adquisiciones, formularemos una serie de consideraciones generales sobre los mismos.

En el momento en que redactamos esta parte de nuestro trabajo, acaba de estallar una nueva contienda bélica que nos ha hecho reflexionar sobre la importancia de estos procesos que invaden cada vez más todos los niveles de nuestra vida, convirtiéndonos unas veces en protagonistas de los mismos y otras en impotentes observadores.

A pesar de su importancia y actualidad, hemos podido constatar cómo este tema raramente es contemplado de forma explícita e independiente en los textos de comportamiento organizacional, y cuando es tratado, se suele relacionar como un aspecto parcial de los procesos directivos en situaciones de conflicto o, como en el caso de Mintzberg (1983), como uno de los diez roles que desempeñan los directivos en el ejercicio de su trabajo.

Según Lewicki (1981), las razones de este aparente descuido se pueden imputar a que: a) la literatura publicada puede considerarse diversa y difusa, ya que pocos han sido los autores que han desarrollado modelos conceptuales que describan el proceso de negociación o presenten la amplia gama de problemas organizacionales y directivos que están relacionados con este tema; b) en otras ocasiones, el concepto de negociación aparece vinculado a otros tópicos como el poder, la influencia, y la política, también descuidados en el campo del comportamiento organizacional; y c) las negociaciones han sido tratadas como procesos directivos formalizados que ocurren fundamentalmente a nivel

interorganizacional, descuidando los aspectos informales tales como mecanismos progresivos de influencia y resolución de problemas entre individuos, grupos, departamentos y divisiones de una organización.

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, los primeros trabajos sobre negociación se desarrollaron fuera del campo del comportamiento organizacional. En diversos estudios realizados en otras disciplinas de carácter social, tales como la economía aplicada (Rappaport, 1966; Davis, 1970; McDonald, 1975), la psicología social (Deutsch, 1973; Fishbein y Azjen, 1975; Zimbardo et al, 1977), las relaciones laborales (Walton y McKersie, 1965; Douglas, 1962; Stevens, 1963) y la ciencia política y de las relaciones internacionales (Smith, 1971; Kelman, 1965; Ikle, 1964), encontramos las raíces históricas de los conceptos y modelos teóricos desarrollados por las investigaciones contemporáneas.

En los últimos años se ha producido un mayor desarrollo de modelos conceptuales y aplicaciones empíricas. En tal sentido, las investigaciones sobre negociación en la psicología social y la conducta organizacional han sido más ricas al aumentar la complejidad y realismo de los escenarios de negociación y proyectos experimentales. Sin embargo, ningún modelo conceptual ha sido unánimemente aceptado como básico para la consideración y comprensión de los procesos de negociación.

### **3.1.2.- CARACTERÍSTICAS DE LOS PROCESOS DE NEGOCIACIÓN EN LAS OPERACIONES DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN**

En los puntos siguientes analizaremos brevemente diferentes aspectos relacionados con los niveles organizacionales, tipos y etapas del proceso de negociación.

#### **a) Niveles organizativos.**

En cualquier tipo de organización los procesos de negociación se pueden llevar a cabo a diferentes niveles organizacionales. En primer lugar nos encontramos con las negociaciones a **nivel interpersonal**, que se pueden presentar entre individuos situados a un mismo nivel jerárquico —es el caso de dos directivos que tienen planteamientos divergentes en la solución de un problema particular— o también entre individuos de diferentes niveles —son las situaciones típicas de negociación entre un superior y un subordinado para acordar objetivos específicos cuando la empresa está siguiendo un sistema de dirección por objetivos—.

En un segundo nivel estamos en presencia de las **negociaciones intergrupo**, que ocurren cuando dos grupos o departamentos en una empresa tienen preferencias o prioridades conflictivas que deben ser resueltas, o cuando un grupo pretende influenciar al otro para alcanzar una determinada solución. Es el caso típico de negociación entre el departamento 'staff' de planificación y el resto de las áreas funcionales a la hora de implantar un nuevo sistema de dirección estratégica, o también las negociaciones entre los departamentos de marketing y producción cuando se pretende lanzar un nuevo producto, o de los departamentos de producción y finanzas si se desea ampliar la capacidad productiva de la empresa.

Finalmente, a un tercer nivel identificamos **las negociaciones interorganizativas**, en las que intervienen unidades independientes que tienen preferencias o prioridades conflictivas que deben ser resueltas o cuando una unidad pretende influir en otra para alcanzar una solución. Dentro de esta categoría nos encontramos con las negociaciones que lleva a cabo una empresa con otras empresas, sindicatos, gobierno, movimientos ecologistas, asociaciones de consumidores, etc.

Después de plantear los tres niveles diferenciados en los que se pueden llevar a cabo los procesos de negociación, tenemos que indicar que en las operaciones de concentración, y particularmente en las fusiones y adquisiciones de empresas, se presentan todos los tipos de negociaciones aunque en etapas bien diferenciadas del proceso global que venimos analizando. Lógicamente, en la etapa que se corresponde con el presente apartado, las negociaciones que en primer lugar se desarrollan son de carácter interorganizacional entre los representantes de máximo nivel de las empresas afectadas. A este tipo de negociaciones, y una vez alcanzados los acuerdos que recogen las condiciones de la operación, le seguirán en la etapa siguiente del proceso otros tipos de negociaciones a nivel individual y de grupo, entre miembros de diferentes departamentos de las empresas promotora y 'target' de la operación, de cuyos resultados dependerá en alto grado la integración con éxito de las unidades organizacionales.

### **b) Tipos de negociación.**

En las operaciones de fusiones y adquisiciones, los tipos de negociación dependen en alto grado de las características de las relaciones mantenidas entre los representantes de las empresas promotora y 'target'. Walton y McKersie (1965) sostienen que existen cuatro actitudes importantes que determinan de las relaciones entre las partes negociadoras: 1) la orientación motivacional y las tendencias a la acción, 2) las creencias sobre la legitimidad de la otra parte,

3) los sentimientos de confianza hacia la otra parte, y 4) los sentimientos de amistad-hostilidad hacia la otra parte. Teniendo en cuenta estos cuatro elementos, y siguiendo a los autores anteriores, nos podemos encontrar ante cinco tipos diferentes de relaciones, que forman un continuo de menor a mayor grado de cooperación: 1) conflicto, 2) contención-agresión, 3) acomodación, 4) coalición, y 5) cooperación. A efectos de claridad expositiva, analizamos a continuación los dos tipos de negociaciones dominados por las características de las relaciones extremas anteriormente enumeradas. Sin embargo, hemos de tener presente que en la práctica las negociaciones no son puramente cooperativas o competitivas, sino que se presentan situaciones donde se combinan elementos característicos de los dos planteamientos extremos.

En el continuo anterior nos encontramos, en primer lugar, con las **negociaciones distributivas** desarrolladas en contextos altamente competitivos, o mejor descritas como situaciones ganador-perdedor, o negociaciones bajo condiciones de conflicto suma cero. Este tipo de negociación se asocia generalmente a las fusiones de naturaleza hostil o también conocidas con el nombre de 'takeover' y que fueron analizadas en el apartado 1.5.1.

En el campo académico, varios han sido los autores que han destacado las características de este tipo de negociaciones como procesos en el que las partes intervienen intentando, cada una, alcanzar la mayor ventaja posible. Por su parte, Cohen (1980) destaca el ambiente turbulento donde se lleva a cabo este tipo de procesos, al considerar a la negociación como la utilización de la información y el poder para afectar comportamientos dentro de un remolino de tensiones. Siguiendo a Lewicki (1981), en este tipo de negociaciones conviene analizar los siguientes aspectos: 1) los puntos objetivos o resultados deseados por las partes, 2) los puntos de resistencia o mínimos a respetar para continuar con las negociaciones, y 3) las zonas de convergencia y divergencia en el proceso.

Analizados estos aspectos en las negociaciones relacionadas con los procesos de fusiones y adquisiciones desde la perspectiva de la empresa promotora de la acción, lógicamente, los objetivos se corresponden en alto grado con los criterios que deben presidir la operación y que fueron estudiados en el apartado 2.2.4. Determinados niveles, tales como la fijación de un precio máximo de compra, o consideraciones de carácter cualitativo sobre otros criterios, pueden constituir los puntos de resistencia que calificarán, en un principio, las ofertas de la empresa 'target' como inaceptables, facilitando también la identificación de las zonas de acuerdo y desacuerdo entre las partes. El conocimiento de estos puntos permitirá decidir a qué aspirar en la negociación y la determinación de las tácticas a seguir para persuadir al

oponente a que revise sus puntos de resistencia y a modificar la percepción de sus objetivos.

En el extremo opuesto nos encontramos con las **negociaciones de carácter cooperativo**, o situaciones también descritas como ganador-ganador o suma no cero. Estas situaciones se asocian generalmente con las fusiones de tipo amistoso o ‘friendly’ y que fueron igualmente analizadas en el apartado 1.4.1.

Las características de las negociaciones de carácter cooperativo han sido resaltadas por diferentes autores. Nierenberg (1984) sostiene que “cuando la gente intercambia ideas para cambiar las relaciones, cuando tratan de llegar a un acuerdo, están negociando”. Este autor pone el acento en la información, en la eficiencia y en las negociaciones de tipo cooperativo, en las que ambas partes salen ganando. En esta misma línea argumental, Laurent (1989) afirma que “la negociación es una forma de intentar resolver, mediante la discusión, los problemas que surgen, bien entre individuos, bien entre las colectividades de las que ellos forman parte”. Según este mismo autor, “negociar es confrontar ideas, sentimientos, para evitar que las personas se enfrenten o que continúen enfrentadas”. Es, por otra parte, “tener la voluntad de encontrar una solución satisfactoria para cada una de las partes afectadas” (Laurent, 1989: 12).

Como se puede apreciar, las características de este tipo de negociaciones son sensiblemente diferentes a las de carácter competitivo, requiriendo asimismo otras conductas y actitudes por parte de las personas involucradas en el proceso. En tal sentido, en los procesos de fusión presididos por negociaciones de tipo cooperativo, como es el caso de las fusiones amistosas, las partes, más que centrar su atención en sus objetivos y puntos de resistencia particulares, consideran a la operación como “un problema que debe ser resuelto”, buscando conjuntamente acuerdos que satisfagan a ambas partes en el momento de la discusión y faciliten el posterior proceso de integración.

### **c) Etapas del proceso de negociación.**

En la estructura de este proceso, analizado desde la perspectiva de la empresa promotora, se pueden distinguir tres etapas: contacto inicial, desarrollo de la negociación y cierre de la operación.

Durante la primera fase de **contacto inicial**, la celebración de reuniones preliminares, entre los representantes de las empresas afectadas por el proceso de fusión, tiene como principal objetivo alcanzar un acuerdo sobre las reglas y procedimientos que regirán el posterior proceso de negociación e intercambiar información de carácter general, tales como objetivos y estrategias de la empresa promotora, naturaleza de la institución, etc., sin entrar a discutir aspectos concretos de la operación.

Estos primeros encuentros con los representantes de la empresa ‘target’ son críticos para el éxito futuro de la operación, y deberían desarrollarse en un clima de confianza y reciprocidad mutua, donde inicialmente no debería manifestarse una hipotética superioridad en el poder de negociación de la empresa promotora a la hora de establecer las condiciones y dirigir el propio proceso. Muchas fusiones, potencialmente beneficiosas para ambas partes, han sido abortadas como consecuencia de una primera reacción defensiva de la empresa ‘target’ motivada por el contenido de los temas tratados en estos primeros encuentros. En este contexto, y siguiendo a Michael Porter (1980), hay que tener presente que incluso en el mundo de los negocios, que debe estar presidido por criterios de racionalidad, las emociones y sentimientos de sus directivos y propietarios constituyen o representan importantes barreras de salida que deben ser también tomadas en consideración.

En el desarrollo de estas primeras reuniones con las empresas candidatas, varios aspectos merecen ser tomados en consideración para garantizar el éxito de la negociación:

1) Establecer la agenda de trabajo de la reunión y comunicarlo a la empresa ‘target’ con la suficiente antelación, dándole la posibilidad de que introduzca temas específicos que deban ser tratados. En estos encuentros iniciales es aconsejable que el número de participantes en las reuniones por ambas partes sea limitado.

2) La existencia de directivos de ambas empresas que han mantenido con anterioridad relaciones personales o comerciales, o la presencia de un intermediario, contribuirá positivamente al acercamiento de las partes, a crear el clima de confianza anteriormente mencionado y a discutir amistosamente las posibilidades de avanzar y llevar a cabo la operación de fusión o adquisición.

3) Destacar las ventajas derivadas de la actuación conjunta. Siguiendo autores como Cooke (1986), en esta etapa “usted tendrá que vender primero las excelencias de su empresa y luego sus intenciones acerca de la adquisición”. En cualquier caso debe evitarse discusiones sobre el precio, compromisos, garantías, indemnizaciones y condiciones de cierre.

En los contactos iniciales, la comprensión de las motivaciones de la otra parte incrementará sustancialmente las posibilidades de alcanzar con éxito los objetivos perseguidos. Es decir, si la empresa promotora tiene una idea clara acerca de las razones por las cuales la empresa candidata desea fusionarse o ser adquirida, su posición en el proceso de negociación se verá fortalecida y será más probable que se alcance un acuerdo entre las partes. Estas razones obedecen

generalmente a aspectos financieros, competitivos, personales, operativos, etc. Sin embargo, antes de investigar las causas anteriores, los responsables de la empresa promotora deben identificar qué persona o grupo de personas controla o tomará la decisión final de fusionarse o no. Se pretende con ello, en esta etapa inicial, evitar el error que supone comenzar a negociar con personas que no tienen autoridad para cerrar una transacción de estas características.

En una segunda fase, se lleva a cabo el **desarrollo de las negociaciones**. Es en esta etapa donde las partes explican, amplían, clarifican, refuerzan y justifican sus ofertas y exigencias iniciales. Con la finalidad de comprender mejor el proceso, analizamos a continuación un conjunto de elementos o variables independientes que condicionan la variable dependiente o resultado del proceso de negociación de la operación de fusión:

1) La naturaleza de los objetivos perseguidos por las empresas afectadas por el proceso de fusión determinan el grado de interdependencia existente entre las mismas. Dos aspectos de la estructura de objetivos merecen ser analizados. En primer lugar, el grado de compatibilidad o en qué medida el alcance de las metas y objetivos de la empresa promotora está unido a los de la empresa 'target'. Este grado de compatibilidad determina que las negociaciones sean de naturaleza cooperativa (fusiones amistosas) o conflictivas (fusiones hostiles). Y en segundo lugar, el grado de tangibilidad o intangibilidad de los objetivos perseguidos; los objetivos tangibles son aquellos aspectos de la negociación que se ponen "sobre la mesa" para su discusión formal, tales como el precio, los sueldos, las condiciones de pago, etc. Por su parte, los objetivos intangibles hacen referencia a aspectos psicológicos de la negociación, tales como preservar el poder, mantener la reputación, alcanzar un buen trato, etc. Estos objetivos, aunque no son discutidos formalmente, influyen decisivamente en el resultado de las negociaciones.

2) Las negociaciones también pueden ser consideradas como procesos sociales sujetos a presiones ejercidas por diferentes grupos de interés o 'stakeholders'. Los representantes de las empresas no actúan en el proceso de negociación de la fusión de motu proprio, estando los resultados del mismo influenciados por las presiones de diferentes colectivos (accionistas, empleados, directivos, asociaciones de consumidores, gobierno, medios de comunicación, etc.). Cuanto mayor es el número de partes afectadas por la fusión, más formalizados y complejos suelen resultar estos procesos. Asimismo, y siguiendo a Lewicki (1981), las negociaciones como procesos sociales suelen estar presididas por un conjunto de normas de racionalidad (ser racional, ser lógico, ser fiel a los hechos, ...), de reciprocidad (concesión por concesión, golpe por golpe, ...) y de equidad (dividir la diferencia, repartir los costes, ...) que también



determinan en alto grado el comportamiento de los negociadores y el resultado final de la negociación.

3) Las características físicas y el ambiente del lugar donde se desarrollan las negociaciones tienen un **gran impacto** sobre los resultados de las mismas. Aunque existe escasa investigación en este área, autores como Korda (1975) y Laurent (1989) han resaltado la importancia que tienen aspectos aparentemente irrelevantes pero con alto grado de simbolismo en el desarrollo y resultado de la negociación. Entre estos aspectos merecen ser destacados las formas o disposiciones de las mesas de reuniones, la solemnidad o grado de formalidad del entorno de la negociación, la neutralidad de la propiedad del espacio físico, el grado de aislamiento o reserva de los locales donde se celebran las reuniones, etc.

4) El control del factor tiempo y el establecimiento de una fecha límite también influyen decisivamente en el resultado final de la negociación entre las empresas promotora y 'target'. Siguiendo a Lewicki (1981), los negociadores habilidosos emplean tácticas de argumentación (concertación, compromiso, regateo, presión, etc.) y de desviación (cambio de tema, evitación, desactivación, etc.) que influyen en la duración de las negociaciones de varias formas: atascando, dilatando u obstruyendo para agotar a la oposición, o colocando líneas y opciones artificiales para acelerar el proceso. Los trabajos de Cohen (1980) ponen de manifiesto cómo la mayoría de las negociaciones completan el tiempo disponible, aunque generalmente los acuerdos relevantes son alcanzados en el último diez o quince por ciento del mismo.

Durante el desarrollo de estas negociaciones, los representantes de la empresa promotora, después de conocer los deseos y valores de la 'target', están en condiciones de tomar la iniciativa y realizar una oferta, explicando las razones que la fundamentan (perspectivas sobre el futuro de la empresa y el sector en el que compete, beneficios futuros, incremento futuro en el valor de mercado de las acciones del comprador, etc.). En el conjunto de esta oferta, un factor importante lo constituye el precio de la transacción<sup>6</sup>. La aplicación de las metodologías de valoración analizadas en el apartado anterior y las respuestas a las siguientes cuestiones ayudarán a la empresa promotora a establecer un nivel de precio aceptable:

---

<sup>6</sup> Freund (1987), en su trabajo "Merger Negotiations", después de analizar las diferentes etapas del proceso de negociación establece un conjunto de diez recomendaciones a la hora de establecer el precio de la transacción.

1) ¿Qué efecto tendrá la empresa adquirida en los beneficios futuros y en el cash flow de la compradora?

2) ¿Cómo afectará la operación al nivel de precio de las acciones o a los beneficios futuros por acción del comprador?

3) ¿Cuáles son las condiciones económicas y de mercado actuales? ¿Nos encontramos en un período de recesión o expansión económica?

4) ¿Cómo variará la estructura financiera de la empresa compradora como consecuencia de las fuentes utilizadas en el pago del importe de la adquisición?

5) ¿Cuál es el valor de mercado de los activos, pasivos y acciones de la empresa vendedora? ¿Cuál es el importe de 'goodwill' reconocido?

6) ¿Qué tipo de beneficios fiscales solicitados a las autoridades competentes deberían ser considerados a la hora de determinar el precio?

A pesar de las consideraciones anteriormente expuestas, el precio de la operación no puede ser fijado con criterios de precisión matemática; es el desarrollo de las negociaciones lo que permitirá a las empresas candidata y promotora determinar los parámetros en función de los cuales se fija un precio aceptable de acuerdo con los intereses de ambas partes.

Finalmente, todo proceso de negociación culmina con la fase de **cierre e implementación**. Se procede en esta etapa a la redacción y firma de los documentos que recojan los acuerdos y al desarrollo de los procedimientos que permitan su posterior implantación y control. En las operaciones de fusiones y adquisiciones, en esta etapa se redacta, en primer lugar, la carta de intenciones o el acuerdo de principio, procediéndose en un momento posterior a la redacción y firma del acuerdo definitivo. Las características de estos documentos, por la importancia que revisten en las operaciones de fusiones y adquisiciones, son analizadas más pormenorizadamente en los apartados siguientes.

### **3.1.3.- LA CARTA DE INTENCIONES O EL PRINCIPIO DE ACUERDO ENTRE LAS PARTES**

Una vez que las partes intervinientes en el proceso hayan establecido y acordado las condiciones generales de la fusión o adquisición, se debería firmar un principio de acuerdo o, como se denomina generalmente, una carta de intenciones (BenDaniel y Rosenbloom, 1990). En este principio de acuerdo se

establecerá que la empresa promotora y la 'target' han acordado la operación sujeta a:

- 1) la aprobación de las autoridades competentes en materia de fusión y adquisición,
- 2) la aprobación del acuerdo por las respectivas juntas de accionistas,
- 3) la preparación de un acuerdo definitivo para la fusión o adquisición,
- 4) la *revisión satisfactoria* de los documentos integrados en las diligencias debidas, y
- 5) el acuerdo sobre las diferentes posibilidades de financiación de la operación.

Una vez fijadas las anteriores cláusulas de sujeción, el principio de acuerdo debe incorporar otros aspectos o contingencias tales como: el tipo de transacción (fusión o adquisición); el precio acordado de la operación, la fecha límite para realizar o cancelarla definitivamente, las posibles restricciones sobre disposición de activos y pagos de dividendos de la empresa 'target' antes del cierre, los acuerdos que afectan a los directivos o empleados de la empresa 'target', las comisiones que deben ser pagadas a los 'brokers' o intermediarios de la operación, el carácter confidencial de la información intercambiada durante el proceso de negociación; etc.

Según Crawford (1989), la carta de intenciones o acuerdo de principio cumple tres funciones principales: primera, pretende resumir y clarificar el contenido de lo acordado durante el proceso de negociación; segunda, constituye un documento de base que recoge los detalles necesarios para que los asesores legales, financieros y fiscales formalicen documentalmente el acuerdo definitivo; y tercera, constituye un instrumento que, generalmente, garantiza a la empresa promotora el hecho de que la 'target' no emprenderá contactos con otros agentes en busca de una oferta mejor.

### **3.1.4.- LAS CARACTERÍSTICAS DEL ACUERDO DEFINITIVO DE FUSIÓN O ADQUISICIÓN**

Tomando como documento base de trabajo la carta de intenciones y la reglamentación que afecta a las operaciones de fusiones y adquisiciones, los asesores legales de las partes procederán a redactar el acuerdo definitivo que deberá recoger los siguientes capítulos: los términos de la operación, las

garantías establecidas, los compromisos de actuación, las condiciones de cierre, y las posibles indemnizaciones. Después de estudiar diferentes acuerdos de fusión y de revisar la literatura, fundamentalmente de carácter profesional, publicada sobre la materia, en los puntos siguientes se desarrolla el contenido fundamental de los capítulos en los que se estructura el acuerdo definitivo.

### **a) Los términos de la operación**

En un primer apartado, el acuerdo final deberá contemplar, entre otros aspectos, las características legales de la transacción, distinguiendo claramente si se trata de una operación de fusión o adquisición, los activos o acciones que deben ser adquiridos, el precio acordado por ambas partes, las diferentes formas de pago (caja, títulos o una combinación de ambos), el momento de realizar estos pagos, y la estructura postadquisición del equipo directivo.

### **b) Las garantías de la operación**

El acuerdo incorporará también un conjunto de garantías para las partes intervinientes que preservará la exactitud de la información intercambiada sobre diferentes aspectos de la transacción y la realización, en tiempo y forma, de las obligaciones contraídas.

Siguiendo a Crawford (1989), “El ámbito y número de las materias garantizadas está limitado sólo por la habilidad de negociación del vendedor y por la imaginación de los representantes del comprador” (Crawford, 1989: 80). Sin embargo, desde la perspectiva de la empresa promotora, las garantías más importantes hacen referencia a la veracidad de los estados financieros, la calidad y estado de conservación de los activos, las condiciones contractuales, las características de las relaciones con los trabajadores, los posibles litigios en curso y la organización interna de la empresa.

Este tipo de cláusula contractual obliga a la empresa ‘target’ a proporcionar, formalmente y antes de la firma del acuerdo, la información y los medios necesarios para que la promotora conozca la realidad del negocio que desea fusionarse o adquirir. Ello permitirá descubrir áreas o problemas críticos que necesitarán una investigación más profunda. Sin embargo, el verdadero conocimiento de los negocios de la empresa ‘target’ se lleva a cabo después de firmar el acuerdo definitivo. Las garantías constituyen el instrumento que permiten a la empresa promotora abandonar la transacción si se descubren factores adversos en el período comprendido entre la firma y el cierre del acuerdo.

Aunque la mayoría de las garantías son exigidas a los propietarios de la empresa 'target', no por ello la empresa promotora está exenta de las mismas. Este tipo de garantía dependen de las características de la operación; así, por ejemplo, si la transacción es pagada en efectivo los representantes de la empresa 'target' no exigirán demasiadas garantías; si por el contrario, la forma de pago es mediante acciones, dichos representantes desearán mayores niveles de seguridad.

### **c) Los compromisos de actuación**

Los compromisos son pactos entre las partes que pretenden regular determinadas actuaciones en el período comprendido entre la firma del acuerdo y el cierre de la operación. Siguiendo a Crawford (1989), estos compromisos pueden ser de dos tipos: afirmativos y negativos.

Con el desarrollo formal de compromisos de tipo "negativo" se pretende restringir el hecho de que la empresa 'target' lleve a cabo ciertas acciones sin el consentimiento de la promotora. Se protege, de esta forma, a la empresa compradora contra acciones llevadas a cabo por la entidad vendedora que podrían afectar sustancialmente la naturaleza de los negocios al cierre de la operación. Como consecuencia de estos pactos, generalmente, la empresa vendedora no podrá: drenar la situación de tesorería de la empresa a través del pago de dividendos; incrementar el nivel de endeudamiento; modificar las políticas de sueldos y salarios; alterar los métodos o prácticas contables; modificar los estatutos o reglamentos; firmar nuevos contratos que puedan afectar al curso normal de los negocios, etc.

Los compromisos "afirmativos" obligan a una o ambas partes a responsabilizarse de determinadas gestiones o posibilitar la realización de determinadas acciones antes del cierre de la operación. Así, por ejemplo, como consecuencia de este tipo de compromisos, la empresa 'target' se ve obligada a permitir al comprador el acceso a sus libros registros y propiedades con el propósito de evaluar e inspeccionarlos; convocar y realizar una junta de accionistas, si ello fuera necesario, y utilizar sus mejores esfuerzos para que los acuerdos pertinentes que afectan a la operación sean aprobados; hacer las gestiones ante las autoridades competentes con el fin de lograr la autorización de la operación; etc.

### **d) Condiciones de cierre de la operación**

Otro importante capítulo del acuerdo definitivo recoge las condiciones que deben ser satisfechas antes de que cualquier parte sea legalmente requerida por la otra para el cierre de la transacción. Entre las condiciones típicas de cierre

se pueden enumerar a título orientativo las siguientes:

- expiración del plazo acordado para el cierre de la operación,
- certificación de cumplimiento por las partes de compromisos anteriores al cierre,
- los acuerdos de aprobación de las respectivas juntas de accionistas,
- aprobación de las autoridades competentes en materia de fusiones y adquisiciones,
- aprobación de los beneficios fiscales solicitados al Ministerio de Economía y Hacienda,
- obtención del consentimiento de terceras partes afectadas por la operación,
- entrega de los últimos estados financieros con sus correspondientes auditorías,
- el logro de determinados objetivos tales como cierto volumen de negocios o de beneficios,
- certificación de acuerdos definitivos sobre litigios pendientes,
- firma de acuerdos con los representantes sindicales de la empresa,
- renuncia expresa sobre la continuidad de determinados directivos,
- algunos otros sucesos que se juzguen importantes para una u otra parte.

Una vez enumerado un conjunto de posibles condiciones de cierre, podemos comprobar cómo algunos de ellos también son recogidos en el acuerdo definitivo dentro del capítulo de compromisos de las partes. La justificación de esta duplicidad hay que encontrarla en motivos de protección. Así por ejemplo, si consideramos que la firma de un convenio con los trabajadores de la empresa vendedora se recoge como una condición de cierre, la promotora no queda protegida adecuadamente, puesto que la otra parte no tiene ninguna obligación de convocar a los correspondientes representantes de los empleados para alcanzar dicho acuerdo. Si, por el contrario, la referida gestión es contemplada en el acuerdo definitivo exclusivamente como compromiso, los representantes de la empresa vendedora se verán obligados a intentar alcanzar un acuerdo con los trabajadores, pero si éste no se alcanza, la empresa compradora sólo tendrá derecho a percibir la posible indemnización económica por la no realización del mismo.

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, el comprador, con el fin de protegerse ante determinadas circunstancias o hechos que considera importantes para el buen éxito de la operación, deseará incluirlos en el acuerdo, por una parte, como compromisos para obligar a los representantes de la vendedora a utilizar sus mejores habilidades para el logro de los mismos y, por otra, como condición de cierre, con lo cual también se asegura que si dicha condición no es alcanzada estará en disposición, aparte de recibir las correspondientes indemnizaciones, de abandonar la operación de fusión o adquisición o de renegociar la misma en mejores condiciones.

Finalmente, dentro del apartado de condiciones merece especial atención la fecha de cierre. Su concreción está en función de las posibilidades de predicción de determinados factores y actividades que afectan al desarrollo de la operación de fusión. Si las partes entienden que no existe ningún factor aleatorio que retrase la realización de cualquier fase o actividad, se acordará un plazo razonable dentro del cual se culminará la operación de concentración. Si, por el contrario, se prevé que la realización de estas actividades está condicionada por determinados factores incontrolables, a la hora de concretar la fecha de cierre nos podemos encontrar ante dos posibilidades: 1) acordar un plazo adicional a partir del cumplimiento de la última condición de cierre; y 2) acordar una fecha previsible de cierre, y en el caso de que a su vencimiento no se hayan cumplido las condiciones establecidas proceder a renegociar una fecha definitiva.

Con ciertas excepciones, el proceso de negociación que conduce al establecimiento de las condiciones de cierre de la operación es mucho más sencillo que las negociaciones para establecer los compromisos y garantías. Aunque algunas de las condiciones de cierre son establecidas para beneficio de una sola de las partes, estos acuerdos, en relación a los compromisos y garantías, presentan también un mayor grado de equilibrio en cuanto a cumplimiento y responsabilidad se refiere.

#### **e) Las indemnizaciones**

Después del cierre de la operación, ciertos acontecimientos podrían causar daños o gastos imprevistos al comprador. Como consecuencia de ello, el acuerdo de adquisición debería contemplar un capítulo donde se recojan las cláusulas que permitan al comprador ser indemnizado por el vendedor o sus accionistas por los perjuicios ocasionados.

Las indemnizaciones, que posibilitan el hecho de que las garantías sobrevivan al cierre de la operación y al desarrollo de investigaciones futuras realizadas por la parte compradora, tienden normalmente a cubrir los daños en

los cuales incurre esta última como consecuencia del incumplimiento de compromisos u ocultaciones de la realidad por parte del vendedor, y que son descubiertos con posterioridad a la fecha de finalización del acuerdo de fusión.

Con respecto a las indemnizaciones, el acuerdo debe recoger las condiciones de conocimiento y materialidad que permiten su realización. En tal sentido, para que una indemnización sea efectiva, la parte compradora no sólo debe demostrar pericial o documentalmente que el valor asignado a un bien no era correcto, sino también que el vendedor conocía o estaba en disposición de conocer tal inexactitud. La introducción de estas dos condiciones (de conocimiento y materialidad) incrementan la dificultad en el proceso de negociación a la hora de obtener acuerdos sobre las indemnizaciones.

Asimismo, otras consideraciones que pueden contemplarse en el acuerdo definitivo de fusión con respecto a las indemnizaciones hacen referencia a los siguientes puntos:

- 1) El límite o cuantía del daño a partir del cual se considera que el comprador tiene derecho a la indemnización.
- 2) El importe máximo que será cubierto por el vendedor en concepto de indemnización.
- 3) La fecha a partir de la cual el vendedor queda exento del pago de cualquier tipo de indemnización.

En determinadas ocasiones, las indemnizaciones pueden no cumplir con los objetivos para los cuales fueron establecidas, imposibilitando su realización por parte del comprador. Como consecuencia de ello, la parte compradora acostumbra a aplazar o diferir en el tiempo un porcentaje del importe de la transacción como garantía de las pérdidas o daños causados por negligencia o incumplimiento de los compromisos acordados con el vendedor. Otra práctica habitual consiste en realizar un depósito a un tercero que será el que dirima sobre las disputas que ocasionen las indemnizaciones. Tanto la persona designada como árbitro como el importe y tiempo por el que se constituye el depósito son aspectos que también pueden ser recogidos en el acuerdo de fusión o adquisición.



## **3.2.- EL PROCESO POSTFUSIÓN: LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS ACTIVIDADES DE INTEGRACIÓN**

### **3.2.1.- LAS ACTIVIDADES DE INTEGRACIÓN DESDE LA PERSPECTIVA DE LA TEORÍA DEL CAMBIO ORGANIZACIONAL**

Una vez que las partes, con el posible asesoramiento de abogados, contables, asesores fiscales y financieros, culminan las negociaciones con la firma del acuerdo, comienzan a desarrollarse las actividades de integración de las empresas participantes en la operación de fusión o adquisición y, con ello, el inicio del proceso postfusión. Dentro de la metodología general que venimos discutiendo, es precisamente este tipo de actividades el que menor atención ha recibido, no sólo en la literatura especializada sino también en las propias prácticas empresariales, lo que no se corresponde con la importancia de la etapa dentro del proceso global y justifica en parte el elevado índice de fracasos relacionado con las operaciones de fusión y adquisición.

Al revisar la literatura relacionada con los motivos de fracaso de las fusiones y adquisiciones, desde la perspectiva de la empresa adquirente, Salter y Weinhold (1978) sugieren como principales causas las siguientes: 1) el desarrollo de sucesos imprevistos, 2) el comprador es engañado (o simplemente está desinformado), 3) el comprador adquiere lo que está disponible (incluso aunque las perspectivas de éxito no sean buenas), 4) las personas que se oponen al acuerdo impiden la implementación, 5) existen malas relaciones entre los ejecutivos de las empresas adquirente y adquirida, 6) el comprador no tiene experiencia en los negocios adquiridos, 7) los directivos no están de acuerdo sobre los objetivos perseguidos, 8) el comprador incumple sus promesas, 9) las relaciones en la organización adquirente son inestables, 10) se efectúan cambios innecesarios en la dirección, y 11) la empresa adquirida dependía de un ejecutivo que dimite o muere. A las causas anteriores, autores como Power y Rubenson (1985) incluyen otras tales como: 12) la integración de ambas empresas fue mal realizada, y 13) los resultados de la empresa adquirida eran pobres y no podía ser salvada. A pesar de que la relación de causas anteriormente expuesta hace referencia a las diferentes etapas del proceso de fusión, podemos constatar cómo un amplio número de motivos están directamente relacionados con las actividades propias de la integración postfusión.

En otro trabajo de características similares, Seetoo (1977) después de llevar a cabo una revisión de la literatura conceptual y empírica sobre las causas del fracaso de las fusiones, propuso un sistema de clasificación que se corresponde con el propio marco temporal del proceso que analizamos, e incluye

las siete categorías siguientes de causas de fracaso: 1) objetivos, 2) compromiso, 3) estrategia y planificación, 4) investigación, 5) información y control, 6) responsabilidad y 7) actitud de la adquirida. De este conjunto, al menos cuatro están directamente relacionadas con problemas de la integración postfusión de las empresas. Es decir, después de que la fusión se haya consumado, ciertos fallos tales como: 1) un bajo compromiso de los directivos en el proceso de fusión, lo que conduce a procedimientos ineficientes para la implementación y control; 2) una ruptura en las relaciones de información y control entre la empresa promotora y la recién adquirida, debido a cambio de los procedimientos o sistemas; 3) cambios importantes en las personas responsables de la empresa promotora; y 4) determinadas actitudes del personal de la empresa adquirida; pueden afectar conjunta y significativamente el grado de éxito de integración de la fusión.

Centrando su atención exclusivamente en las actividades postfusión, McCann y Gilkey (1990) resumen los planteamientos anteriores al considerar que existen dos razones principales por las cuales fracasan muchos procesos de integración. La primera hace referencia a la revelación de la debilidad de los argumentos o hipótesis que se sostienen de antemano para justificar la realización de la operación y que dan origen, en esta etapa, a un deficiente ajuste empresarial, financiero y organizativo. Y la segunda razón contempla la falta de compromiso y dedicación por parte de los directivos, lo que conduce a una mala planificación estratégica del propio proceso de integración. En consecuencia, alcanzar el éxito en una operación de fusión o adquisición requiere, por tanto, no sólo la existencia de directivos con adecuadas capacidades de negociación para alcanzar buenos acuerdos, sino también directivos capaces de gestionar con éxito los resultados de dichos acuerdos procediendo a la integración de las empresas fusionadas.

Nos encontramos, pues, ante una fase de duración variable según los casos, pero particularmente vulnerable, porque combina estados de máxima incertidumbre, ansiedad y estrés de los empleados y otros colectivos afectados por la operación con estados de mínima claridad organizacional sobre nuevas responsabilidades operativas, estructuras y sistemas. Sin embargo, muchos autores están de acuerdo en considerar que no se trata de un período de incertidumbre incómoda que haya que soportar, sino todo lo contrario; un tiempo único que quizás no vuelva a presentarse en la vida de la organización y que exige el máximo compromiso y dedicación por parte de los directivos para introducir con éxito los cambios necesarios.

Ahora bien, aunque las actividades del proceso de integración estuviesen adecuadamente planificadas, tal y como anteriormente hemos indicado, el

proceso resulta complejo por su propia naturaleza, ya que las organizaciones, al igual que los individuos, se resisten a los cambios que el mismo implica. Los directivos, como patrocinadores de las acciones de cambio en la fase de integración, deben comprender las dificultades u obstáculos con los que se enfrentarán sus estrategias de intervención, que afectarán a las personas, la estructura, la tecnología, los sistemas operativos y los procesos organizacionales. En esta tarea, deben tener presente que existen tantas buenas razones como malas para que determinados miembros de la organización se resistan a los cambios propuestos, y su conocimiento contribuye eficazmente a superarlas.

En consecuencia, la complejidad de las actividades del proceso de integración de las fusiones y adquisiciones de empresas, puede ser analizada desde la perspectiva de las teorías del cambio organizacional, utilizando para ello los modelos básicos propuestos por autores como Goodman y Kurke (1982), Beer y Walton (1987), Robbins (1989), Carnall (1990), etc. En el gráfico de la figura 3.1 se recogen los diferentes elementos de uno de estos esquemas generales, válido para analizar cualquier proceso de cambio organizacional.

La discusión de este modelo en el contexto de las fusiones y adquisiciones supone, en primer lugar, el reconocimiento de los factores, externos e internos, determinantes de la operación de concentración, es decir, los objetivos o motivos que impulsan a su realización, los cuales fueron ampliamente discutidos en el capítulo primero, en el apartado correspondiente a la revisión de las teorías sobre los motivos por los cuales se llevan a cabo las operaciones de fusiones y adquisiciones, y en el capítulo tercero, en la etapa correspondiente al desarrollo de la orientación estratégica de la empresa adquirente y a la especificación de los criterios que deben presidir la selección de candidatos.

*Determinantes*

*Fuerzas que indican el cambio*

*Iniciador organizacional*

*Agentes de cambio*

*Estrategias de intervención*

*¿Qué hay que cambiar?*

*¿la estructura?*

*¿la tecnología?*

*¿los procedimientos?*

*¿los sistemas?*

*Implementación*

*Proceso de cambio*

*Modelo de Lewin (1951)*

*Modelo de Conner (1986)*

*Modelo de Senn (1989)*

Figura 3.1.- Esquema para la discusión de los procesos de cambio organizativo

El siguiente elemento del modelo hace referencia a la identificación de los agentes del cambio o promotores del mismo, cuya responsabilidad, salvo casos excepcionales, recae básicamente en los directivos de la empresa adquirente o promotora de la operación de fusión o adquisición, o en aquellos equipos de trabajo creados al efecto en la fase de integración. Sus estrategias de intervención hacen referencia a aquellos aspectos que tienen que ser cambiados para facilitar la integración empresarial y afectan a la estructura, la tecnología, los procedimientos operativos, los sistemas de dirección, etc.

En relación al proceso de implementación del cambio discutiremos, en primer lugar, el modelo general propuesto por Lewin (1951), uno de los autores clásicos en el campo del comportamiento organizativo y, a continuación, dos modelos de mayor refinamiento y actualidad propuestos por Conner (1986) y Senn (1989), y de mayor utilidad para estudiar estos procesos en las operaciones de fusiones y adquisiciones.

#### **a) El modelo de Lewin**

De acuerdo con el modelo original de Lewin (1951), un cambio exitoso requiere desbloquear (unfreezing) el statu quo, cambiar (movement) hacia un nuevo estado y consolidar (refreezing) el nuevo cambio para hacerlo duradero. En este proceso de tres etapas, representado en el gráfico de la figura 3.2, está implícito el reconocimiento de que la mera introducción de un cambio no garantiza la eliminación de las condiciones anteriores ni la permanencia del mismo, debido a la resistencia ejercida por los miembros de la organización.

Siguiendo a Robbins (1989), el statu quo puede considerarse un estado de equilibrio. Para superar este estadio, evitando las presiones de la resistencia individual y del conformismo del grupo, es indispensable un desbloqueo ('unfreezing'), lo cual puede lograrse intensificando las fuerzas impulsoras que desvían la conducta del statu quo, o aminorando las fuerzas de restricción que impiden alejarse del equilibrio actual.

Una vez superadas las barreras de resistencia, mediante la aplicación de métodos tales como los propuestos por Kotter y Schlesinger (1979) (mejora de la comunicación, mayor participación, asesoramiento y apoyo, negociación, manipulación e incluso coerción), y superado el desbloqueo, alcanzamos la etapa de movimiento, en la que se pueden introducir los cambios necesarios en las estructuras, los procesos y los sistemas.

Supuesta la introducción y aceptación de los cambios, la nueva situación tiene que ser consolidada, con el fin de que los cambios introducidos sean sostenibles en el tiempo y los miembros de la organización no traten de volver al

anterior estado de equilibrio. En el estudio realizado por Goodman y Kurke (1982), un conjunto de factores tales como el sistema de compensación y beneficios, el desarrollo de un sistema de comunicación efectivo, el grado de participación y compromiso, así como la existencia de unos patrocinadores que legitimen las acciones de cambio, determinan en alto grado la permanencia de los mismos.

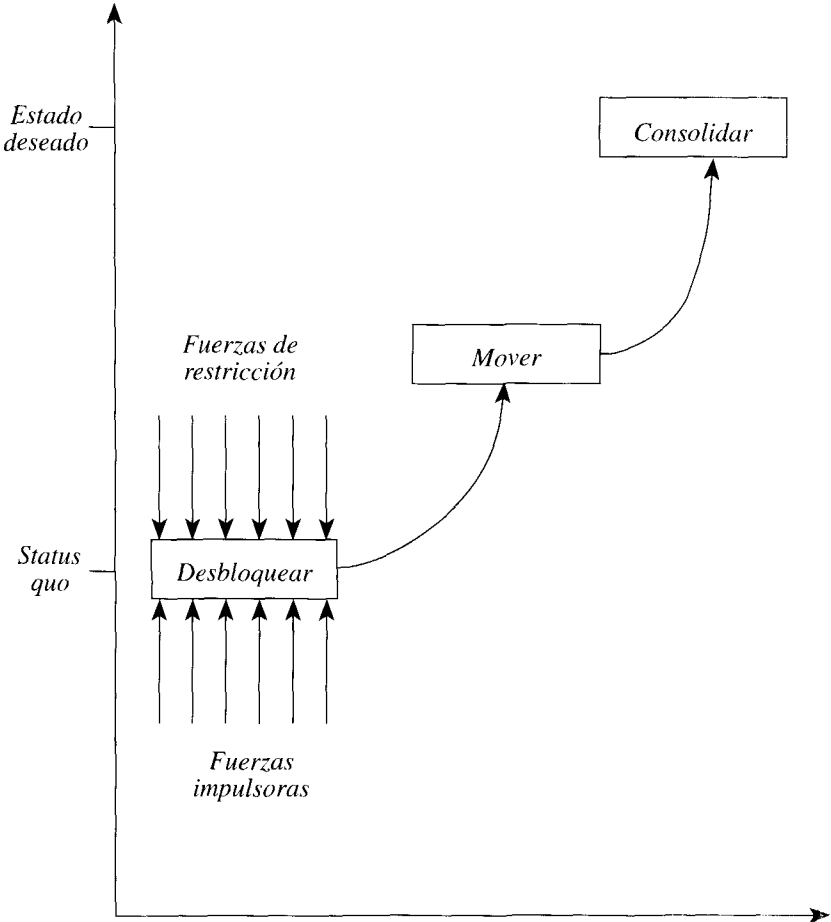


Figura 3.2.- El modelo de cambio (Adaptado de Robbins, 1989: 530)

## b) El modelo de Conner

Un modelo más general que contempla las diferentes etapas del proceso de cambio, propuesto por Conner (1986) de O.D. Resource, se recoge en la figura 3.3. En este modelo, que pretende explicar el grado de apoyo al cambio por parte de los miembros de la organización con el transcurso del tiempo, se distinguen los siguientes niveles: 1) contacto, 2) conciencia del cambio, 3) comprensión del cambio, 4) percepción positiva, 5) puesta en práctica, 6) adopción, 7) institucionalización y 8) internalización. De acuerdo con este modelo, la simple implantación de los cambios no significa necesariamente una verdadera internalización de los mismos por parte de los miembros de las organizaciones afectadas, y particularmente por los de la empresa adquirida. En tal sentido, Conner afirma:

“la adopción significa aceptación, mientras que la internalización significa compromiso. Con la aceptación se ganan cuerpos; con el compromiso se ganan almas.” (Conner en McCann y Gilkey, 1990: 102).

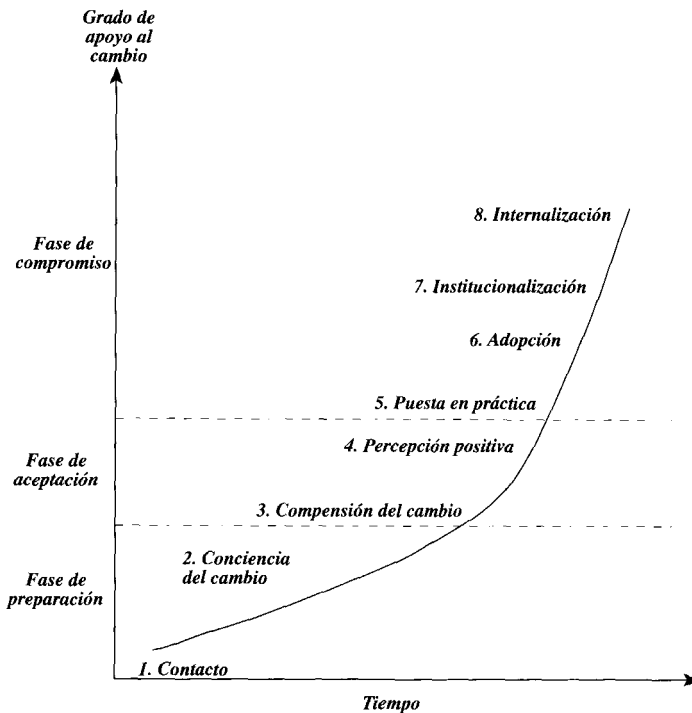


Figura 3.3.- Fases de compromiso en el cambio  
(Fuente: McCann y Gilkey, 1990: 103)

### c) El modelo de Senn

Otro modelo que pretende explicar el proceso de cambio ha sido propuesto por Senn (1989), y se recoge en la figura 3.4. Según este autor, muchas adquisiciones realizadas con éxito han seguido este modelo, conocido como “ciclo emocional del cambio”, donde se presentan en el tiempo situaciones de optimismo y pesimismo, distinguiéndose cinco fases. La fase uno se caracteriza por ser una situación de optimismo ignorante, los miembros de la organización muestran un relativo entusiasmo con la nueva aventura pero todavía no se han enfrentado con sus desafíos y complicaciones. Esta fase da paso a una situación de pesimismo informado, donde los problemas y consecuencias personales y organizativas comienzan a aflorar. En la fase tres, los acontecimientos pueden adoptar un doble curso; si los cambios no son adecuadamente planificados, y si el nivel de compromiso por parte de la dirección es bajo, la situación de pesimismo puede ser duradera. Por el contrario, con un plan adecuado y compromiso continuado, las situaciones de pesimismo pueden dar paso a un nuevo optimismo informado y situaciones de mayor confianza que caracterizan a la fase cuatro. El proceso culmina con la fase cinco, donde los cambios ya han sido captados internamente por los miembros de la organización incrementándose el nivel de satisfacción de los mismos.



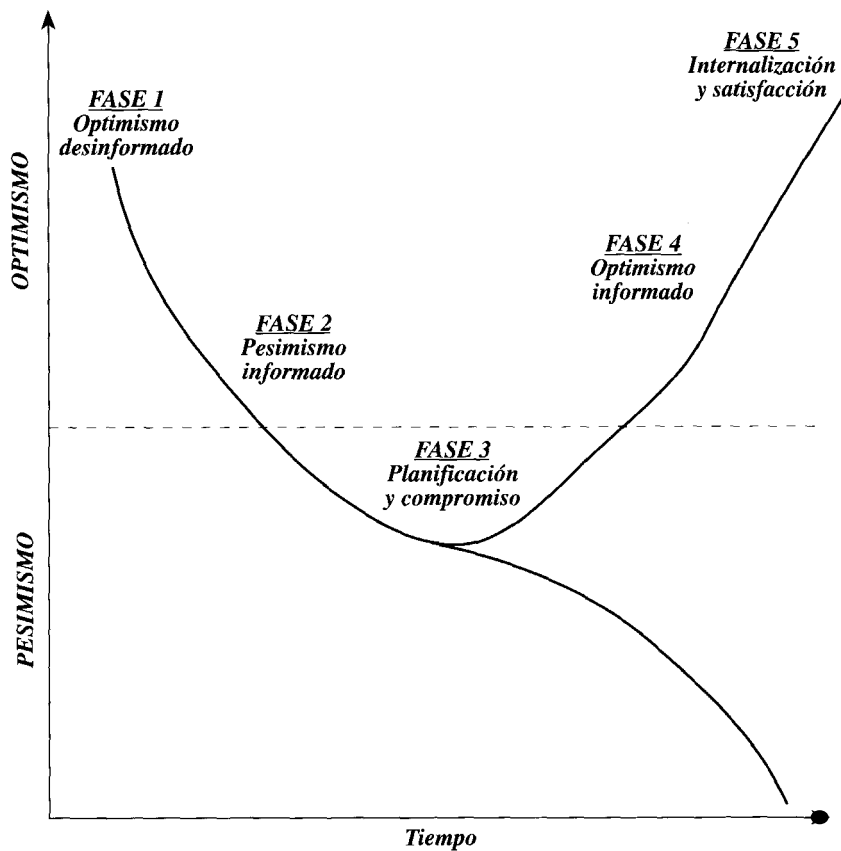


Figura 3.4.- El ciclo emocional del cambio  
(Adaptado de Senn, 1989: 242)

En resumen, en el presente apartado hemos analizado cómo un elevado índice de fracaso en las operaciones de fusión o adquisición es consecuencia de una mala planificación estratégica de las actividades de integración. Debido a que el desarrollo de estas actividades lleva aparejado cambios organizativos importantes, y en un intento de identificar los anteriores motivos de fracaso, hemos discutido, en el contexto de estas operaciones, diferentes teorías y modelos relacionados con el cambio organizativo. Estrechamente relacionadas con este campo de investigación, en los restantes apartados del presente capítulo centraremos nuestra atención en el análisis y discusión de los siguientes puntos:

- En primer lugar, y en un intento de explicar la resistencia a los cambios necesarios como consecuencia de la integración organizativa, estudiaremos previamente los efectos psicológicos que las operaciones de fusión y adquisición ejercen sobre los miembros de la organización.

- En segundo lugar, analizamos los diferentes tipos de papeles que pueden desempeñar los directivos de la empresa adquirente en las actividades de integración de la empresa adquirida, destacando la importancia de los niveles de dedicación y compromiso que deben asumir en estas tareas para garantizar el éxito de la operación.

- En tercer lugar, destacamos la importancia del tratamiento de los aspectos humanos en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Para ello nos aproximaremos al concepto de cultura corporativa y estudiaremos los modelos alternativos de aculturación, así como el carácter dinámico de los mismos.

- La complejidad de las actividades de integración es probablemente una de las principales razones que ha contribuido al escaso desarrollo de investigaciones en este campo. Por ello, en el último apartado, pretendemos comenzar a desarrollar un marco conceptual consistente que recoja las principales categorías de decisión con las que se enfrentan los directivos de las empresas promotoras en los procesos postfusión o de integración de nuevas adquisiciones.

### **3.2.2.- LAS REPERCUSIONES PSICOLÓGICAS Y LA RESISTENCIA AL CAMBIO EN LAS ACTIVIDADES DE INTEGRACIÓN**

En los modelos de comportamiento organizativo anteriormente relacionados, se concede especial atención al análisis de los factores de resistencia a los cambios introducidos como consecuencia de transformaciones organizativas. En el presente apartado, antes de estudiar estas fuentes de

resistencia al cambio hemos estimado oportuno formular una serie de consideraciones previas acerca de los traumas psicológicos y sociales que afectan a los empleados de las empresas que participan en las operaciones de fusiones y adquisiciones.

Los últimos años, se ha desarrollado un conjunto de trabajos empíricos que han tratado de analizar los efectos que producen las operaciones de fusiones y adquisiciones sobre los empleados de las organizaciones, puesto que la simple existencia de estas operaciones genera una gran diversidad de problemas personales. En estas investigaciones parciales se ha enfatizado que la ausencia de apoyo durante los primeros momentos de la fase de integración puede fomentar la incertidumbre profesional (Hayes, 1979), las preocupaciones económicas o traslados geográficos, los sentimientos de despersonalización y la falta de confianza en los compañeros (Sutton, 1983), lo cual puede provocar un incremento de insatisfacción y una disminución de la productividad durante dicho período de integración.

Generalmente, los empleados se vinculan a organizaciones, empleos, compañeros, rutinas de trabajo, etc. y al verse envueltos en operaciones de fusión o adquisición, experimentan una profunda sensación de pérdida cuando se destruyen o cambian estos fuertes vínculos. Schweiger et al (1987), fundamentándose en los trabajos sobre pérdida de vínculos de Kübler-Ross (1969) y Margolis et al (1985), desarrollaron un esquema teórico para analizar las respuestas psicológicas y los comportamientos que experimentan los empleados de empresas adquiridas. Estas respuestas, obtenidas tanto de individuos que permanecieron en la empresa adquirida como de aquellos otros que perdieron sus puestos de trabajo, se pueden agrupar en torno a las siguientes áreas de preocupación:

- **Pérdida de identidad:** Los empleados, después de expresar su orgullo por trabajar en sus respectivas empresas, destacaron la pérdida de identidad y la desintegración del espíritu de equipo y ambiente de estímulo dentro de ellas cuando se produjo la adquisición. Esta falta de identificación y de clarificación de oportunidades de realización dentro de la empresa hace que se produzca una gran confusión y frustración, debido al desmoronamiento de la imagen de progreso y éxito que tenían de sí mismos, construida durante varios años.

- **Falta de información y ansiedad:** Los empleados manifiestan su preocupación por la falta de una información veraz y oportuna con respecto a las características de la operación y, en consecuencia, a su futuro y al de la empresa. Esta falta de información era la que reducía su sensación de seguridad, creando, con ello, frustración y ansiedad. Cuanto más se tarda en concluir la fase de

integración, mayor es el grado de incertidumbre que se produce.

- **La obsesión por la supervivencia:** Las personas afectadas por la adquisición se obsesionan con la idea de la supervivencia propia e intentan protegerse de los cambios que creen que les perjudicarían; en tal sentido, intentarán sobrevivir y mantener su status, prestigio, poder y carrera. Esto crea una competencia destructiva entre los empleados y afecta a las metas de la organización y al desarrollo de las tareas a cumplir.

- **Pérdida de talentos:** Como consecuencia de la fusión, muchos empleados abandonan la empresa con sentimientos de rencor. Entre los principales argumentos por los cuales se produce su salida destacan la falta de identificación con la nueva empresa, la ansiedad experimentada por la información conflictiva o las luchas de poder que se generan, la marcha de otros compañeros con los que estaban estrechamente vinculados, etc.

- **Repercusiones familiares:** Los empleados involucran a la familia en la dinámica psicológica de la adquisición proyectando sobre la misma las sensaciones de ansiedad, culpabilidad, depresión y pérdida de autoestima, lo cual tiene una influencia importante en su estado de ánimo, comportamiento e interacciones con los demás miembros de la unidad familiar.

En resumen, como consecuencia de las operaciones de fusiones y adquisiciones, se puede presentar un conjunto de amenazas psicológicas y sociales tales como: sensaciones de inseguridad en el trabajo, estados de ansiedad y aumento de los niveles de estrés, disminución del grado de compromiso y lealtad con la empresa, competencia destructiva entre empleados, pérdida de capacidades técnicas y de gestión, marcha de empleados cualificados, etc., que dificultan la planificación estratégica de las actividades de integración y justifican en parte el grado de resistencia que oponen los miembros de la organización a los cambios necesarios.

Estas causas de resistencia al cambio, según Tichy (1983), se pueden resumir en los puntos siguientes: 1) la inercia producida por el hábito, 2) la preocupación, que produce respuestas rígidas o conservadoras, 3) los compromisos anteriores, que favorecen el continuar desarrollando prácticas tradicionales, 4) las amenazas al poder existente y a las bases de influencias, 5) las limitaciones de recursos para afrontar las acciones de cambio, 6) la presión ejercida para adaptarse a las normas, y 7) la falta de un clima que favorezca el cambio. Por su parte, Duncan y Zaltman (1977) clasifican a estas fuentes en términos de factores individuales, factores de grupo y factores organizativos. Una selección de estos factores se recoge en el cuadro de la figura 3.5. Estas

fuentes de resistencia al cambio exigen un alto nivel de compromiso y dedicación por parte de la dirección en la fase de integración.

Factores individuales	Factores de grupo	Factores organizativos
1. Percepciones sobre lo que está pasando.	1. El cambio vulnera las normas del grupo.	1. Falta de apoyo de la alta dirección al cambio.
2. Deseo de estar de acuerdo con otros.	2. El cambio genera conflicto que amenaza la continuidad del grupo.	2. El cambio amenaza a los esquemas establecidos de poder e influencia.
3. Nivel de cambio que desborda.	3. Temor al rechazo por otros grupos.	3. La estructura organizativa no apoya el cambio.
4. Personalidades incompatibles con lo esperado.	4. Falta de sensibilidad y comprensión de lo que se necesita.	4. Clima negativo, cerrado al cambio.
5. Falta de destrezas y conocimiento para hacer lo que se necesita.		5. La tecnología básica de la organización no es compatible con el cambio.
6. Valores básicos y creencias amenazados.		6. Puede prevalecer un «etnocentrismo cultural», existe una actitud de que «somos los mejores».
		Figura 3.5.- Fuentes de resistencia al cambio

Figura 3.5.- Fuentes de resistencia al cambio  
(Adaptado de Duncan y Zaltman, 1977)

Siguiendo a McCann y Gilkey (1990), si combinamos el grado de control ejercido por la dirección en las actividades propias del cambio y los trastornos originados por el mismo, en el gráfico de la figura 3.6 se representan cuatro posibles situaciones. En primer lugar, cuando el grado de perturbación originado por los cambios es relativamente alto y la dirección participa activamente en su gestión, estamos en las situaciones típicas de transformación organizativa. En segundo lugar, el mismo grado de compromiso directivo unido a trastornos organizativos relativamente menos importantes dan origen a situaciones gradualmente controlables o de cambio incremental. En tercer lugar, si los cambios son relativamente poco importantes y éstos no son tomados en consideración por el equipo directivo, estamos en presencia de las situaciones de “ruido”, que revisten poca importancia. Finalmente, en los procesos de integración de las fusiones y adquisiciones de empresas, las situaciones más delicadas se nos presentan cuando importantes trastornos no son gestionados activamente por los directivos. Son situaciones de transición que conducen en la terminología de estos autores a estados de anarquía, caracterizados por falta de orientación estratégica, estados de confusión y desorientación, inestabilidad en las relaciones laborales, pérdida indeseada de numerosos directivos, intentos de agentes externos por el control del proceso, etc.

<i>Trastornos al cambio</i>	<i>Altos</i>	<i>Anarquía</i>	<i>Transformación</i>
	<i>Bajos</i>	<i>«Ruido»</i>	<i>Cambio incremental</i>
		<i>Superficial</i>	<i>Profundo</i>

*Control del cambio*

Figura 3.6.- La relación entre el trastorno y su control  
(Adaptado de McCann y Gilkey, 1990)

La importancia de la intervención de la dirección, así como las actividades desempeñadas por la misma en la fase de integración, son estudiadas en el punto siguiente.

### **3.2.3.- EL PAPEL DE LOS DIRECTIVOS COMO AGENTES DEL CAMBIO ORGANIZATIVO EN LA FASE DE INTEGRACIÓN**

Varios autores han destacado como causa de fracaso de las fusiones la falta de dedicación y compromiso de los directivos de alto nivel de la empresa promotora en la gestión del cambio organizativo, que son necesarios como consecuencia de las actividades de integración de las empresas (Mace y Montgomery, 1962; Kitching, 1967; De Noble, 1984). En el mismo sentido, Ansoff et al (1971) consideraban que, cuando la responsabilidad en el proceso de integración era asignada al presidente o aun director de alto nivel especialmente designado para tal tarea, los porcentajes de empresas con problemas de integración disminuían considerablemente. Siguiendo a Beckhard y Harris (1987), la participación de los directivos de alto nivel —y más concretamente del director general— en la etapa de integración, es importante y se debería centrar en las actividades siguientes, estrechamente relacionadas con el cambio organizativo:

- 1) Invocar constantemente la visión original que puso en marcha todo el proceso. De lo contrario se perdería el sentido de misión que debe servir de guía.
- 2) Servir activamente de modelo, definiendo nuevas formas de dirección y estableciendo nuevas pautas de comportamiento y normas culturales.
- 3) Reforzar alianzas políticas nuevas y constructivas para hacer que se produzcan los cambios organizativos necesarios.
- 4) Seguir expresando pública y simbólicamente su compromiso y su entusiasmo por la nueva empresa para que los empleados se sientan motivados e inspirados.
- 5) Aliviar la angustia y reducir la apatía organizativa haciendo comprender a la gente lo inevitable de la turbulencia que acompaña al cambio.
- 6) Aportar la continuidad y perspectiva estratégica necesaria para llevar a cabo los cambios que se requieren tanto en los niveles operativos como de gestión.

Otros aspectos, en relación con el papel que juega la dirección de la empresa adquirida en el proceso de integración que también han venido siendo analizados en la literatura, hacen referencia al nivel jerárquico y al número de cambios de los directivos de la empresa promotora que se responsabilizan de la adquisición.

La primera dimensión hace referencia a la persona o personas de la empresa promotora que asumirán la responsabilidad de la integración y de las que dependerá la empresa adquirida. Con respecto a este punto, fácilmente se puede comprobar una amplia gama de alternativas existentes en relación a los directivos más apropiados para dirigir las actividades de integración. Así, por ejemplo, Ansoff et al (1971) consideran que el tipo de directivo o directivos que asumen este tipo de rol varía desde el consejo de administración o su presidente al director general de la empresa a un subdirector o cualquier directivo con una posición jerárquica especial. Por su parte, Kitching (1967) también reconoció la existencia de varias opciones, incluyendo relaciones de dependencia con el presidente o con un director de grupo organizado sobre la base de líneas de producto o áreas geográficas. En cualquier caso, la lección que se desprende de la literatura revisada hace referencia a la necesidad de involucrar a directivos del más alto nivel de la empresa en los procesos de integración como factor clave del éxito de la fusión.

La segunda dimensión guarda una estrecha relación con la primera. Hace referencia al número de veces que se producen cambios de responsabilidad en la empresa adquirente durante el horizonte temporal de la integración. El estudio de Kitching (1967) reveló que en el 81% de las empresas encuestadas que habían fracasado en sus procesos de integración, las relaciones de dependencia habían cambiado al menos una vez desde el momento en que se inició la mencionada fase. En consecuencia, el número de veces que la empresa promotora cambia a los ejecutivos que se responsabilizan del proceso de integración, también puede afectar la 'performance' de la empresa adquirida después de la fusión. Analizado desde otro punto de vista, la estabilidad en la responsabilidad y relaciones de dependencia durante el proceso de integración incrementa las posibilidades de éxito de la fusión.

En otro orden de ideas, el papel que los directivos de la empresa adquirente van a desempeñar en sus relaciones con la adquirida depende de las características de estas empresas y de las necesidades relacionadas con sus propios negocios. En el gráfico de la figura 3.7 ilustramos la matriz desarrollada por Balloun (1987) para McKinsey & Company, donde se recoge un modelo de tipologías de papeles (financiero, explotador de destrezas, reestructurador y arquitecto) que puede asumir la dirección de la empresa promotora, así como un



conjunto de acciones directivas asociadas a cada uno de ellos, con el fin de alcanzar en cualquier caso el objetivo básico que debe presidir las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas: la creación de valor para los accionistas de las empresas participantes.

McCann y Gilkey (1990), en función de la importancia (profunda o superficial) y urgencia (corto o largo plazo) de la intervención, han desarrollado un nuevo modelo (véase figura 3.8) que define los roles o papeles (facilitador, transformador, orientador y salvador) que pueden desempeñar los directivos de la empresa adquirente en el proceso de integración de la adquirida. Las intervenciones superficiales se llevan a cabo cuando los ajustes que se pretenden alcanzar son de tipo organizativo, afectando a las estructuras, procedimientos y sistemas de la empresa adquirida. Por el contrario, las intervenciones profundas son necesarias cuando la empresa adquirida carece de una clara orientación estratégica y está atravesando dificultades de naturaleza financiera. Las intervenciones, por los motivos anteriormente expuestos, se pueden llevar a cabo a corto plazo, exigiéndose para ello un control inmediato sobre la empresa adquirida con el fin de introducir los cambios necesarios. En otros casos, la resolución de estos problemas se puede dilatar en el tiempo, colaborando estrecha y activamente las empresas en busca de soluciones conjuntas de tipo organizativo y estratégico.

PARTE DE LA DIRECCIÓN	Financiero	«Explotador de Destrezas»	Reestructurador	Arquitecto
ENFOQUE BÁSICO	Crear valor por medio de cambios en la estrategia financiera.	Crear valor transfiriendo sistemas de gestión, destrezas funcionales, recursos o activos a la empresa o unidad adquirida	Crear valor integrando las unidades de negocio adquiridas con las propias.	Crear valor cambiando la dinámica competitiva del sector.
ACCIONES DIRECTIVAS POTENCIALES	<p>Dejar sin tocar los planes y metas y la estructura básica existentes.</p> <p>Eliminar los obstáculos al crecimiento por financiación de inversiones o circulante</p> <p>Tratar de conseguir todas las ventajas financieras de la fusión/adquisición.</p> <p>Vender o replantearse la financiación de unidades aisladas.</p>	<p>Mejoras funcionales:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Cambios de enfoque.</li> <li>- Toma de control de actividades funcionales clave.</li> </ul> <p>Gestión general:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Reemplazar a todos o a algunos directivos.</li> <li>- Formular objetivos financieros y no financieros.</li> <li>- Gestionar los programas de mayor impacto.</li> </ul>	<p>Consolidar las funciones a nivel central para una mayor eficiencia.</p> <p>Integrar la estructura y las operaciones de la empresa adquirida con las de la propia.</p> <p>Desarrollar unos nuevos valores, estrategias y organización, para las unidades de negocio.</p>	<p>Trabajar con la alta dirección para iniciar 'joint ventures', participaciones estratégicas y/o adquisiciones selectivas.</p> <p>Estudiar oportunidades de integración vertical y horizontal.</p>

Figura 3.7.– La matriz de McKinsey sobre el papel de la empresa adquirente  
(Adaptación de McCann y Gilkey, 1990, del modelo de Jim Balloum, McKinsey & Co., 1987)

Programación de la intervención	Largo plazo	Papel de «facilitador»	Papel de «transformador»
	Corto plazo	Papel de «orientador»	Papel de «salvador»
		Superficial	Profunda
		Importancia de la intervención	

Figura 3.8.– La matriz del papel directivo en el proceso de integración (Adaptado de McCann y Gilkey, 1990)

En función del tipo de fusión o adquisición realizado, la dirección de la empresa adquirente debe clarificar de antemano el tipo de papel que va a desempeñar en el proceso de integración de la empresa adquirida. Estos diferentes papeles determinarán las principales categorías de decisión que deben ser adoptadas, para facilitar el ajuste organizativo que permita el grado de integración empresarial deseado. Estas principales categorías de decisión son objeto de análisis y discusión en el apartado 3.4.

### **3.3.- EL PROCESO DE ACULTURACIÓN DE LAS EMPRESAS EN LA FASE DE INTEGRACIÓN**

#### **3.3.1.- LA IMPORTANCIA DE LOS ASPECTOS HUMANOS EN LAS ACTIVIDADES DE INTEGRACIÓN: APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE CULTURA CORPORATIVA**

A pesar de que el éxito de las fusiones y adquisiciones debe estar fundamentado principalmente en aspectos estratégicos, financieros, de producción o de mercado y otros criterios objetivos, ignorar antes y durante la fase de integración la dimensión humana, y más concretamente los aspectos culturales de las organizaciones que participan en el proceso de concentración, constituye uno de los principales motivos que han conducido al fracaso, total o parcial, de un elevado número de operaciones.

Muchos son los casos recogidos en la literatura que hacen referencia al bajo nivel de prioridad que se concede en el proceso de evaluación preadquisición al tratamiento de los problemas humanos y organizativos (Senn, 1989), así como al estudio de las incompatibilidades culturales entre las organizaciones (Hunt, 1988), y que constituyen las causas principales de problemas en la fase de integración y de fracaso de la fusión. Esta relativa importancia de los aspectos cuantitativos frente a los cualitativos, o más directamente relacionados con los temas culturales, ha sido destacada por Edgar H. Schein (1985), uno de los autores pioneros en el tratamiento de la problemática de las culturas empresariales, al afirmar, en relación a las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas, que:

“Cuando la dirección de una empresa decide fusionarse con otra compañía o comprarla, lo corriente es que estudie minuciosamente su capacidad financiera, su situación en el mercado, su capacidad de control, y toda una diversidad de aspectos relacionados con la «salud» de ésta. Sin embargo, rara vez se revisan los aspectos que pueden ser considerados «culturales», a saber, la filosofía o estilo de la compañía; sus orígenes tecnológicos, que podrían ser decisivos para conocer sus presunciones básicas; y las ideas que tenga sobre su misión y su futuro. Ahora bien, si la cultura determina y limita la estrategia, en toda adquisición y fusión la disconformidad cultural representa un riesgo similar al de una mala situación financiera, de producción, o de mercado.” (Schein, 1985: 50).

A los problemas prácticos anteriormente comentados, se unen los teóricos derivados de la dificultad que supone acceder a información organizativa en los períodos de sensibilidad que entraña toda operación de

fusión o adquisición. Esto ha motivado que la escasa literatura publicada en los últimos años sobre la materia en cuestión esté fundamentada en metodologías de carácter 'cross-seccional' que plantean aspectos parciales, más que en metodologías que abordan la globalidad del proceso y de carácter longitudinal. En el contexto de las operaciones de fusiones y adquisiciones, la adopción de una perspectiva cultural mediante la cual la fusión es considerada como una combinación de culturas ha comenzado a desarrollarse recientemente, y supone un salto cualitativo importante al pasar de la aplicación de metodologías esencialmente pragmáticas hacia el desarrollo de procesos a más largo plazo o metodologías de carácter interactivo (Jemison y Sitkin, 1986).

Después de comentar el escaso número de trabajos realizados en este campo, las limitaciones de los mismos y apuntar por dónde se pueden desarrollar líneas futuras de investigación, en los subapartados siguientes, antes de proceder a discutir las características de un conjunto de modelos que pueden ser de gran utilidad en la fase de integración para gestionar las culturas de las empresas que participan en la operación de fusión o adquisición, hemos estimado oportuno formular una serie de consideraciones previas sobre los orígenes y fundamentos del concepto de cultura corporativa.

Este concepto es relativamente nuevo en el campo de la teoría de la organización, y más recientemente en el de dirección estratégica. Su introducción y aceptación, tanto en el campo académico como el profesional, se produjo a principios de la pasada década. Autores como Norburn et al (1985), Reimann y Weiver (1986), Hofstede (1989) han destacado la importancia del nuevo tópico, directamente relacionado con la dimensión humana de la organización y estrechamente vinculado al concepto de estrategia empresarial, constituyendo por tanto, como anteriormente hemos indicado, un factor determinante de la implantación con éxito o fracaso de cualquier operación de fusión o adquisición.

Como ha ocurrido con otros tantos paradigmas en el campo de planificación estratégica, la cultura corporativa ha sufrido el síndrome de la panacea que suele comenzar cuando el término se pone de actualidad en el ámbito académico y profesional. A medida que el tópico ha ganado popularidad en el campo del 'management', se ha publicado un creciente número de definiciones<sup>7</sup>. En las líneas siguientes recopilamos un conjunto de ellas, propuestas por académicos relevantes dentro del campo, tales como Kilmann,

<sup>7</sup> Véase al respecto el trabajo desarrollado por García Falcón, J.M. y García Cabrera, A.M. (1991) "Hacia un nuevo concepto unificado e integrador de las diferentes dimensiones de la cultura corporativa", donde se reconocen, en torno a siete dimensiones diferentes, los principales atributos o características del concepto estudiado.

Schwartz y Davis, Deal y Kennedy, Hall y Norburn, etc., que tienden a destacar los aspectos que hacen a una organización singular y efectiva:

“Cultura es lo que se comparte en cuanto a filosofías, ideologías, valores, presunciones, expectativas, actitudes y normas que mantienen unida a una comunidad.” (Kilmann, Saxton y Serpa, 1985: 5).

“La cultura corporativa se refiere al sistema de valores compartidos y creencias que interactúan con los miembros de la organización, las estructuras y los sistemas de control, para producir normas de comportamiento.” (Schwartz y Davis, 1981: 33).

“... es una suma de valores, mitos, héroes y símbolos que han llegado a representar algo muy importante para las personas que trabajan en esa empresa.” (Deal y Kennedy, 1985: 4).

“... las creencias compartidas que la alta dirección de una empresa tiene acerca de cómo se dirigirían a sí mismos y a otros empleados y de cómo conducirían sus negocios.” (Hall y Norburn, 1987: 26).

Del análisis de las definiciones anteriores se desprende que la cultura es un conjunto de elementos intangibles (filosofías, ideologías, valores, presunciones, expectativas, actitudes, normas y creencias) compartidos por los miembros de la organización. Con respecto a estos elementos intangibles, un aspecto clave en la discusión del concepto de cultura lo constituye el nivel de profundidad, visibilidad y conciencia directamente relacionados con los mismos, es decir, el grado en que determinados elementos que conforman la cultura se manifiestan abiertamente de forma consciente y visible, frente a otros elementos de naturaleza menos perceptible que permanecen ocultos y en la inconsciencia de los miembros de la organización (García Falcón, J.M. y García Cabrera, A.M., 1991).

Según lo anteriormente expuesto, es necesario reconocer la existencia de diferentes niveles culturales dentro de la organización. Después de analizar los planteamientos de autores como Schein (1985), Smircich (1983), Kilmann et al (1985) y Dyer (1985) en el estudio de la cultura corporativa, podemos distinguir los siguientes niveles: 1) las manifestaciones culturales, 2) las normas de comportamiento, 3) el sistema de valores, y 4) las presunciones básicas. El reconocimiento de los mismos nos permitirá operativizar el concepto, facilitando, por un lado, la identificación y estudio de los rasgos culturales de la organización y, por otro, la adopción de las oportunas acciones estratégicas en función de las características culturales de las empresas que participan en el proceso de fusión o adquisición.

### **3.3.2.- EL PROCESO DE ACULTURACIÓN: MODELOS ALTERNATIVOS PARA GESTIONAR LAS CULTURAS DE LAS EMPRESAS FUSIONADAS**

Una vez estudiado el concepto de cultura corporativa, analizamos en el presente subapartado las características del proceso de aculturación que se produce como consecuencia de las fusiones y adquisiciones de empresas. Con carácter general, y de acuerdo con la literatura especializada consultada sobre el término, la aculturación hace referencia a la modificación de los modelos culturales básicos de dos o más grupos de individuos, de dos o más etnias distintas, posteriores al contacto directo y continuado de sus diferentes culturas.

Desde un punto de vista antropológico, existe aculturación cuando la cultura del grupo que se confronta con el grupo de referencia se halla sobrevalorada, cuando ésta es técnicamente superior, o también cuando el grupo de referencia es claramente minoritario. Asimismo, los antropólogos estudian el fenómeno de la pérdida de la cultura (desculturación) o de su transformación (transculturación) como corolarios de la aculturación.

Las investigaciones efectuadas en trabajos de campo en los últimos tiempos han permitido un replanteamiento del término. Frente a la definición clásica, que hace referencia a la dominación posible de la cultura de un grupo sobre la del otro, otros investigadores sostienen una definición más amplia que incluye procesos afectivos de añoranza respecto a la cultura anterior y, por tanto, de conflicto a nivel personal entre dos culturas.

Analizadas las raíces antropológicas del concepto, y de las lecciones aprendidas de muchas experiencias de fusiones y adquisiciones, se destaca la importancia de la aculturación o proceso a través del cual las empresas participantes en la operación de fusión o adquisición se ponen en contacto para decidir el modelo a seguir y resolver con éxito las cuestiones que surjan en el proceso de combinación cultural. Siguiendo a Cartwright y Cooper (1990), los efectos de esta combinación, influenciados por los estilos y comportamientos directivos, antes y durante el período de integración en el cual surge una nueva cultura, tienen probablemente importantes consecuencias en los resultados organizativos y humanos derivados de la fusión.

En el funcionamiento cotidiano de cualquier organización, sus miembros dan por supuesta la cultura (Schein, 1985), forma parte del statu quo en el modelo de cambio organizativo de Kurt Lewin y sólo toman conciencia de ella cuando es perturbada o amenazada (Mirvis y Sonka, 1983). Las fusiones y adquisiciones son considerados por muchos autores como elementos

perturbadores de la paz cultural que dan origen a colisiones culturales que afectan a la 'performance' organizativo y a la calidad de vida en el trabajo (Buono, Bowditch y Lewis, 1985; Walter, 1985). Aunque el desarrollo de una nueva cultura, como consecuencia de la operación de fusión, puede producir un shock cultural (Cartwright y Cooper, 1990), los efectos sobre los miembros de la organización no pueden siempre ser calificados como negativos e indeseables, dependen en alto grado de la resistencia de los empleados de las empresas participantes, ya que supone el abandono de su vieja cultura, y de la percepción y el grado de aceptación de la nueva.

Aunque en el presente apartado nos centraremos preferentemente en el desarrollo de los diferentes modelos que se pueden presentar para gestionar la cultura de las empresas que participan en el proceso de fusión, no debemos olvidar que el proceso de aculturación comienza con anterioridad, en la etapa de negociación, y puede durar tres o cuatro años después de la firma del acuerdo, dependiendo de la velocidad con la cual se llevan a cabo las tareas de integración y la resistencia al cambio que ofrecen directivos y empleados de las empresas participantes. Las propuestas metodológicas que permiten estudiar los procesos de fusiones desde la perspectiva del análisis cultural, aunque varían significativamente en el número de etapas que permiten desarrollarlas (Senn, 1989; Cartwright y Cooper, 1990; McCann y Gilkey, 1990), deben contemplar y dar al menos respuesta a los tres puntos básicos siguientes:

1) La diagnosis de las culturas corporativas de las empresas que se fusionan, mediante la realización de las oportunas auditorías que permitan determinar el grado de compatibilidad cultural y el grado de cambio necesario para que se produzca una integración satisfactoria de las empresas. Generalmente, la captación de la información necesaria para llevar a cabo esta investigación ha de ser obtenida en la etapa de selección del candidato y confirmada posteriormente en la etapa de negociación. Por consiguiente, el desarrollo de estos trabajos corresponden, desde una perspectiva metodológica, a las fases anteriores a la firma del acuerdo de fusión.

2) La definición y desarrollo del modelo cultural emergente de la nueva organización. Aspectos éstos que serán ampliamente desarrollados en la continuación del presente subapartado y en el siguiente.

3) La implementación de un conjunto de acciones que permitan una respuesta positiva de los recursos humanos al nuevo modelo cultural. Este conjunto de medidas, directamente relacionadas con la integración organizativo, hacen referencia al diseño de la nueva estructura organizativa, a nuevos procedimientos operativos, a los nuevos sistemas de planificación, control e



información, y a las nuevas políticas relacionadas con el área de recursos humanos —tales como planes de formación y entrenamiento, planificación de carreras, sistemas de incentivos, comunicaciones internas, etc—. Todos estos aspectos que facilitan la integración organizativa, por su importancia y extensión, serán analizados en el apartado siguiente.

Centrando nuestra atención en el segundo punto del proceso anterior, y tomando en consideración los factores, relacionados con las empresas adquirente y adquirida, siguientes: 1) grado de diversidad cultural de la empresa adquirente, 2) tipo de estrategia de diversificación seguida en la operación de fusión o adquisición, 3) deseo de preservar su propia cultura por parte de la empresa adquirida, y 4) la fuerza o atractivo que presenta la cultura de la adquirente para la empresa adquirida, discutimos a continuación cuatro modelos de aculturación, originalmente propuestos por Malekzadeh y Nahavandi (1990), recogidos en el cuadro de la figura 3.9:

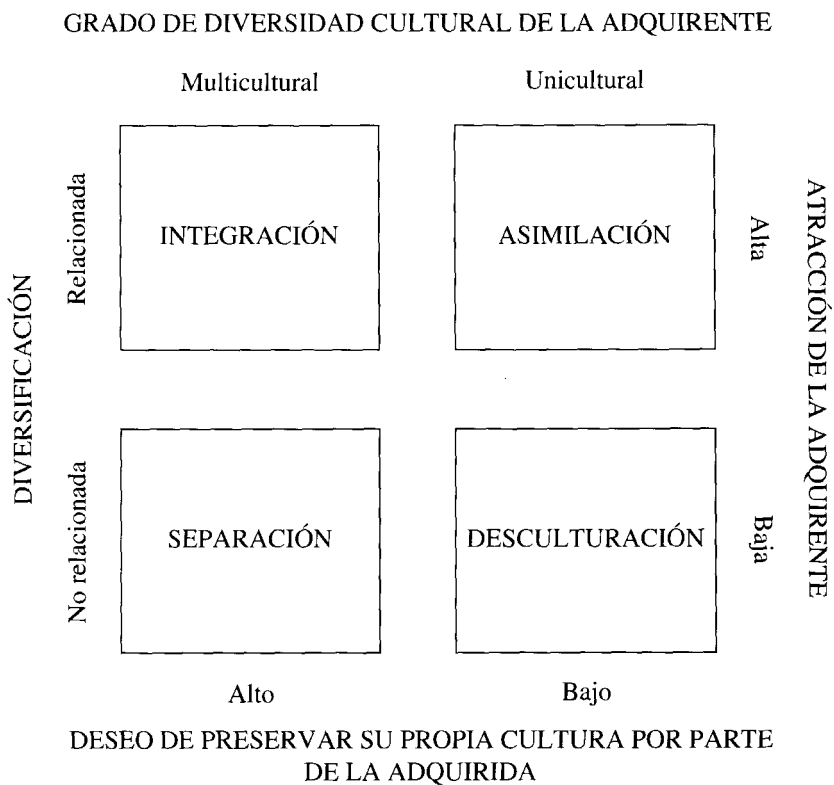


Figura 3.9.- Determinantes del tipo de adaptación cultural  
(Fuente: Malekzadeh y Nahavandi, 1990)

1) **Integración:** este primer modelo implica llevar a cabo determinados cambios estructurales y de comportamiento pero que en ningún caso pueden ser interpretados como la imposición de la cultura de una empresa sobre la otra. Esta situación se nos presenta, generalmente, cuando la empresa adquirente, caracterizada por un elevado grado de diversidad cultural, adopta para alcanzar sus objetivos de crecimiento una estrategia de diversificación de tipo relacionado. Por su parte la empresa adquirida, deseando preservar su propia cultura, manifiesta sin embargo cierto grado de atracción por los rasgos culturales de la empresa adquirente. Se nos presenta en estas situaciones los casos típicos de transformación cultural, donde las empresas participantes muestran su disposición a unirse y transformarse creando una síntesis de las dos culturas y sistemas como consecuencia del proceso de fusión.

2) **Asimilación:** el segundo tipo de aculturación se nos presenta cuando un grupo adopta totalmente la cultura del otro y es asimilado en su conjunto por el mismo. En el modelo de asimilación la empresa adquirida no pone obstáculos a la desaparición de sus propios valores culturales, demostrando un alto grado de atracción por la cultura de la empresa adquirente que ha seguido, en su modelo de crecimiento, una estrategia de diversificación relacionada. Sin embargo, tenemos que indicar que el modelo de asimilación puede funcionar también en sentido contrario, cuando la cultura y los sistemas de la empresa adquirida pueden dominar e incluso suplantar a los de la empresa compradora.

3) **Separación:** un tercer modelo de aculturación se plantea cuando ambas empresas desean mantener su identidad cultural y permanecen separadas una de la otra. Son los casos más frecuentes cuando la empresa adquirente sigue una estrategia de diversificación no relacionada y cuando la empresa adquirida manifiesta un alto deseo de preservar su propia realidad cultural. Determinados autores también denominan a estas operaciones autónomas como “coexistencia”, e indican que la diversidad entre las empresas puede ser incluso estimulada. Estas situaciones se nos presentan frecuentemente como consecuencia de exigencias legales, distancia geográfica, o el prudente reconocimiento de que las dos empresas son muy diferentes y no podrían fusionarse totalmente.

4) **Desculturación:** en esta cuarta forma de aculturación se lleva a cabo la desintegración cultural de una de las empresas debido a las presiones extremas por parte de la otra para que adopte su cultura. Se nos presenta esta situación cuando en la empresa adquirente existe una cultura dominante y se ha seguido una estrategia de diversificación de tipo no relacionado. Por su parte, los deseos de la empresa adquirida por preservar su propia cultura y el grado de atracción cultural que presenta la adquirente son relativamente bajos.

Estos cuatro modelos extremos, válidos desde una perspectiva teórico-académica y resultantes de la combinación de dos niveles para cada una de las cuatro variables analizadas, dan origen en la práctica a una amplia gama de alternativas intermedias sobre las formas en que se pueden resolver los conflictos derivados de la fusión cultural de las empresas.

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, hemos de reconocer que la asimilación de la cultura de una empresa por parte de otra no es de ninguna manera el mejor ni el único modo por el cual una fusión puede ser implementada, aunque muchos investigadores y profesionales en el campo de la dirección hayan apostado por la combinación de las culturas y prácticas de ambas empresas, con el fin de reducir los conflictos e incrementar la productividad en el proceso postfusión. En este último contexto, cabe la posibilidad de que una empresa buscara como socio de fusión a otra cuya cultura y sistemas organizativos sean similares, con la finalidad de minimizar dicho conflicto. Ahora bien, la aplicación de este modelo teórico está fundamentado en tres hipótesis no exentas de crítica: 1º) la existencia en el mercado de empresas con culturas y prácticas similares; 2º) el conocimiento mutuo de las empresas respecto a sus prácticas, normas y valores culturales; y 3º) la garantía del éxito de la fusión fundamentada en la similitud cultural de las empresas participantes.

### **3.3.3.- LA NATURALEZA DINÁMICA DE LOS PROCESOS DE ACULTURACIÓN ENTRE EMPRESAS**

Aunque las empresas participantes en la operación de fusión o adquisición apuesten inicialmente por uno de los cuatro modelos de aculturación expuestos anteriormente, con el transcurso del tiempo, determinadas circunstancias pueden hacer cambiar las preferencias de las mismas, evolucionando de esta forma los modelos escogidos, lo que viene a resaltar la naturaleza dinámica (véase figura 3.10) de los procesos de aculturación.

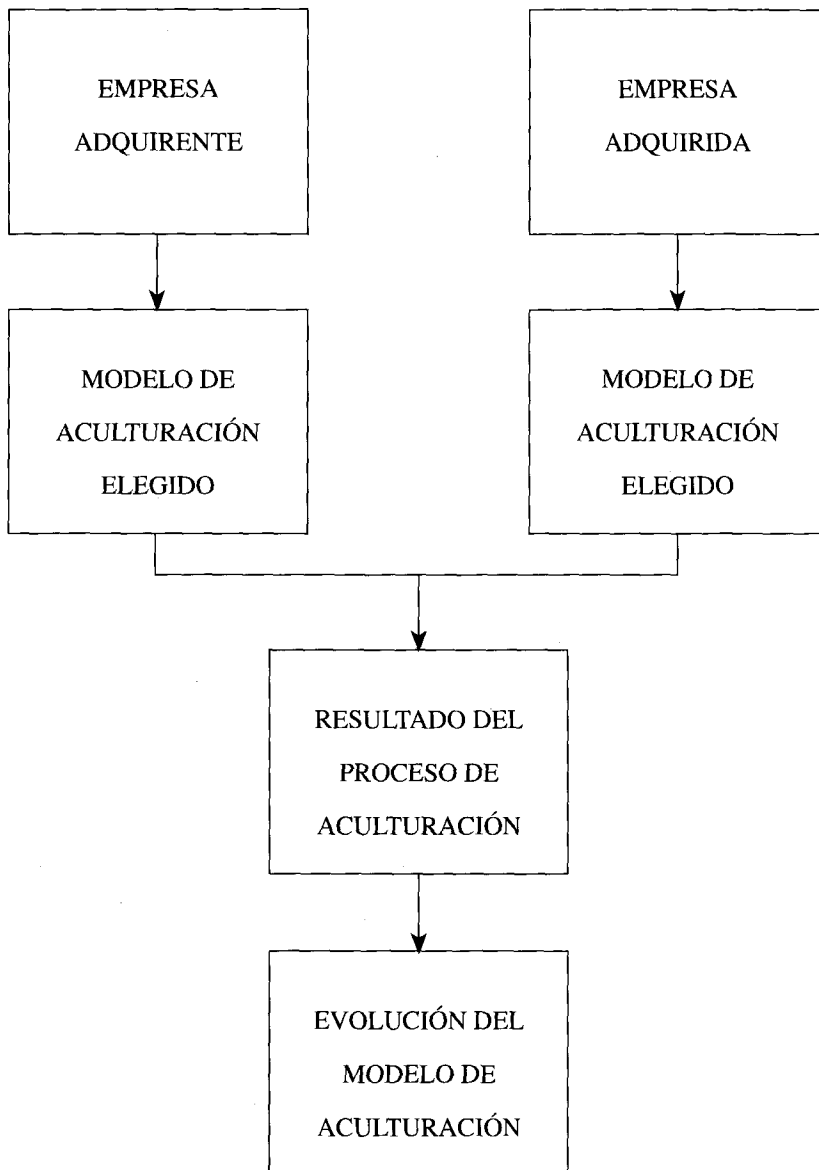


Figura 3.10.- Carácter dinámico del proceso de aculturación  
(Fuente: Malekzadeh y Nahavandi 1990)

La ilustración de los casos de fusión de IBM/Rolm, Shearson/American Express, Champion/St.Regis y Pantry Pride/Revlon, planteados por Malekzadeh y Nahavandi (1990) y recogidos en el cuadro de la figura 3.11, nos permiten clarificar los puntos anteriores.

Caso 1: La fusión IBM/Rolm. Rolm, una empresa importante en sistemas avanzados de telecomunicaciones, deseaba preservar su propia cultura, aún cuando era atraída por la de IBM, mientras que por otra parte, esta última no deseaba imponer un cambio cultural en Rolm y toleraba la existencia de culturas diferentes. De esto se deduce que implícitamente la forma de aculturación inicialmente elegida era la integración, lo cual permitiría a Rolm acceder a los recursos financieros de IBM, y que ésta se beneficiase de la capacidad de investigación y desarrollo en el campo de las telecomunicaciones de Rolm, complementando así su línea de productos. Esta congruencia entre sus preferencias ha facilitado la implementación de la fusión y ha conducido a un relativo éxito. En los últimos tiempos, determinados comportamientos de IBM en las relaciones mantenidas con Rolm indican que está variando su modo de aculturación hacia una asimilación, aunque se desconoce si los directivos de Rolm estarían a favor o en contra de dicho cambio, y por lo tanto de si esa congruencia inicial continuará existiendo entre las dos empresas y sus modos de aculturación elegidos.

Caso 2: La fusión Shearson/American Express. American Express adquirió al intermediario financiero Shearson Loeb Rhoades Inc. una empresa financieramente fuerte y con una excelente reputación en calidad de servicio. La cultura 'entrepreneurial' de Shearson facilitaba la rapidez en la toma de decisiones, lo que le permitía gestionar con éxito las oportunidades de crecimiento. Por su parte, la cultura más conservadora de American Express fundamentaba su toma de decisiones en sistemas formalizados de planificación. Ambas empresas acordaron que Shearson mantendría su independencia, es decir, el medio de aculturación elegido fue la separación. En la actualidad, sus preferencias parecen haber cambiado, y tras unos años de coexistencia, ambos grupos han comenzado a plantearse las posibilidades de beneficiarse de las excelencias organizativas y culturales de la otra, dirigiendo sus esfuerzos hacia una integración.

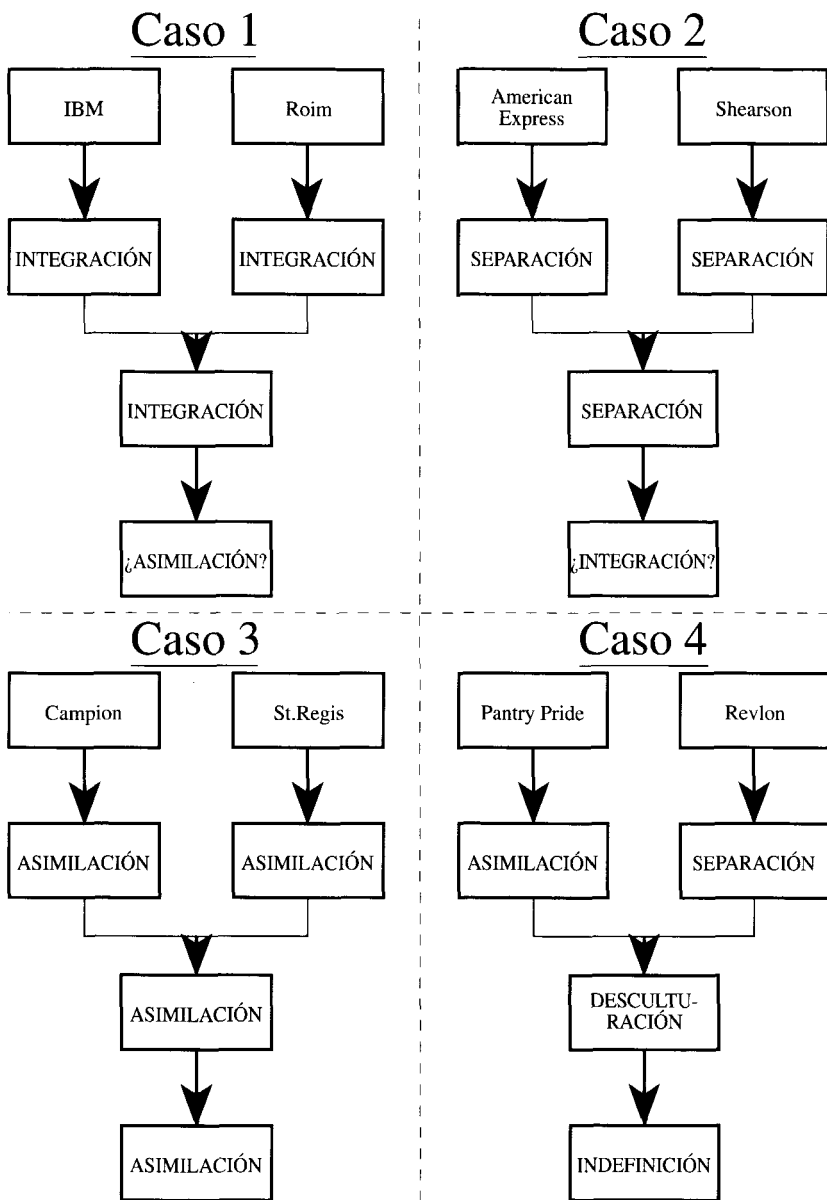


Figura 3.11.- El proceso de aculturación en cuatro casos de fusión

Caso 3: La fusión Champion/St. Regis. Estas dos empresas, importantes productoras en la industria del papel en Estados Unidos, tenían, antes de la fusión, dos culturas muy diferentes. Por una parte, St. Regis disponía de una organización burocrática y una cultura conservadora, mientras que la de Champion era más ‘entrepreneurial’ e informal con experiencia en la realización de fusiones y operaciones de desinversión. Al estar sus negocios estrechamente relacionados, las empresas acordaron combinar sus sistemas de operaciones, lo cual debía dar como resultado una empresa mucho más importante en la industria del papel, y debido a que las operaciones de St. Regis parecían ser improductivas y poco exitosas, también decidieron que la forma de aculturación sería la asimilación de la cultura de Champion, a pesar de que no existía similitud entre las mismas aunque sí congruencia en el modo que la fusión debía ser implementada. En la actualidad, no parece previsible ningún cambio en el modo de aculturación seleccionado debido a los positivos resultados alcanzados.

Caso 4: La fusión Pantry Pride/Revlon. Revlon, una empresa de productos de cosmética de Nueva York, sucumbió al ‘takeover’ hostil de Pantry Pride, una cadena de supermercados de Florida con reputación de adquirir empresas infravaloradas, despedir a directivos y vender activos de las empresas adquiridas. Los directivos de Revlon no estaban satisfechos con sus resultados por lo que, como se reveló posteriormente, hubieran aceptado una oferta amistosa, aunque la cultura de Pantry Pride no era de su agrado. Por otro lado, esta última se introdujo en un negocio no relacionado y carecía de experiencia en la industria de productos de belleza, a pesar de lo cual y en base a sus adquisiciones anteriores, su dirección no estaba dispuesta a dar autonomía a Revlon. Esta falta de entendimiento derivada del modelo de aculturación —por un lado Revlon quería la separación o coexistencia y por otro Pantry Pride deseaba la asimilación— produjo una desculturación, siendo imprevisible su evolución futura.

En cualquier caso, la lección principal que debemos extraer de los procesos de aculturación consiste en que las empresas, voluntariamente, deben acordar el modo más conveniente de adaptar en el tiempo sus culturas y, por tanto, es el grado de compatibilidad de las mismas y no el de similitud la variable relevante en el proceso de postfusión.



### **3.4.- PRINCIPALES CATEGORÍAS DE DECISIONES DIRECTIVAS EN EL PROCESO DE INTEGRACIÓN**

#### **3.4.1.- DESARROLLO DE UN SISTEMA EFECTIVO DE COMUNICACIÓN**

Una de las primeras responsabilidades directivas en el proceso de integración hace referencia a la necesidad de desarrollar un sistema de comunicación efectivo. Muchos han sido los casos de fracaso en operaciones de fusión o adquisición propiciados por el aislamiento de los equipos directivos responsables de gestionar estos procesos, o por la falta de una adecuada y oportuna información en los niveles inferiores. Se hace necesario, pues, planificar adecuadamente los oportunos canales de comunicación en doble sentido para garantizar el éxito de este tipo de operaciones.

Schweiger, Ivangevick y Power (1987), en su trabajo sobre “Acciones directivas para gestionar los recursos humanos antes y después de la adquisición”, califican de eficaces a aquellos directivos cuyas relaciones de comunicación con los empleados están presididas por criterios de honestidad. Según estos autores, una gran mayoría de las personas afectadas por estos procesos desea una información exacta y honesta que le permita planificar el futuro y tomar las adecuadas decisiones personales y profesionales. En tal sentido, no desean promesas falsas, sólo información que les ayude a confirmar o rechazar definitivamente los rumores existentes. Sólo facilitando informaciones exactas y oportunas, la organización puede garantizar el mantenimiento de la productividad. Cuando, con una visión a corto plazo, se comete el error de tranquilizar a las personas informando prematuramente de datos que luego se comprueban que no son exactos, o haciendo promesas que luego no son cumplidas, se produce una crisis de confianza de efectos imprevisibles en la fase de integración.

En otro trabajo de similares características al anterior, Imberman (1985), *después de destacar la moral de los empleados como uno de los factores claves del éxito en las operaciones de fusión*, analiza sus diferentes tipos de preocupaciones y su deseo de información. A lo largo del proceso, los empleados sufren depresión, incertidumbre y desilusión, siendo necesario establecer los oportunos canales de comunicación antes y después de la fusión. Según este mismo autor, un plan detenidamente concebido para los empleados y otros colectivos afectados por la operación es esencial para el éxito de la misma. Este esfuerzo de planificación debería incluir los siguientes puntos:

- 1) Publicaciones en la prensa nacional y local orientadas a informar a clientes, proveedores, accionistas, y otros colectivos afectados.

2) Informar a los directivos claves de las empresas que participan en el proceso de fusión de los motivos que la han propiciado, así como de la nueva estrategia y filosofías corporativas.

3) Mantener informados a los empleados en relación a los objetivos y nueva orientación de la empresa, nuevas líneas de mando, y otras cuestiones de interés personal.

4) Diseñar los documentos impresos que faciliten un flujo permanente de información entre la dirección, los responsables de la gestión de la operación y el resto de los miembros de la organización.

5) Formación de equipos para informar y dar seguridad, salvando así el posible 'gap' que pueda existir entre la dirección y los empleados.

6) Estimular la participación activa de los empleados, expresando libremente lo que creen y sienten, lo cual contrarresta los efectos psicológicos de la operación.

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, la dirección de las respectivas empresas, y más concretamente las áreas de recursos humanos, mediante la preparación de declaraciones públicas e internas, utilizando medios como boletines de noticias, circulares, anuncios especiales, vídeos, líneas directas, programación de giras informativas y visitas personales de los directores generales y altos ejecutivos, etc., juegan un papel fundamental en el proceso de comunicación antes y después del acuerdo de fusión, al mantener debidamente informados a los empleados, clientes, proveedores y otros colectivos ('stakeholders') que pueden afectar o verse afectados por la realización de la operación de fusión.

El grado de compromiso de estos diferentes colectivos, y especialmente de los empleados y clientes, con la empresa depende, en alto grado, del nivel de información que tengan en cada momento acerca de las condiciones básicas y de la marcha del negocio. Una información clara y coherente ayuda a que la gente esté informada, sea productiva y se comprometa. Desde la etapa de prefusión debe desarrollarse una estrategia de comunicación efectiva, que permita realizar un anuncio de la fusión que tranquilice a estos colectivos, evitando rumores malintencionados e impidiendo la marcha de empleados claves para el futuro de la nueva organización, así como la pérdida de clientes.

En el contenido de la información a transmitir al colectivo de empleados, conviene distinguir la que afecta a su situación personal de la que hace referencia a las características de la operación y futuro de la nueva organización.

Siguiendo a McCann y Gilkey (1990) el primer tipo de información, pretende dar respuestas rápidas y claras a preguntas tales como: ¿permaneceré en el puesto de trabajo?, ¿tendré que abandonar la empresa?, ¿seguiré realizando el trabajo de la misma forma?, ¿quién será el nuevo jefe?, ¿cómo repercutirá en mis retribuciones?, etc. Responder a estas preguntas supone reducir el impacto psicológico derivado de los estados de incertidumbre, ansiedad y estrés propios de este tipo de operaciones, incrementando con ello el nivel de seguridad y orden en su trabajo (Sinetar, 1981) y garantizando la productividad continuada.

El segundo tipo de información, que hace referencia a los motivos, características y futuro de la nueva organización, se generará gradualmente durante el desarrollo de las fases de negociación e integración, y contempla aspectos tales como objetivos perseguidos, cambios organizativos y acciones estratégicas orientadas al área de recursos humanos, y que serán analizadas en los puntos siguientes.

### **3.4.2.- DISEÑO DE ESTRUCTURAS Y AJUSTES DE SISTEMAS DE DIRECCIÓN**

Tomando en consideración las diferentes teorías que estudian la relación estrategia-estructura (Chandler, 1962; Scott, 1973; Galbraith y Nathanson, 1978), y de común acuerdo con el planteamiento de que la estructura debe seguir a la estrategia, en el caso que nos ocupa, para alcanzar los objetivos que pretenden las empresas con las operaciones de fusiones y adquisiciones y desarrollar las acciones estratégicas que permiten alcanzarlos, es necesario llevar a cabo, en la etapa de integración, los trabajos que permitan desarrollar la estructura organizativa más adecuada, así como el ajuste de los sistemas de gestión complementarios, teniendo presente las diferentes realidades organizativas de las empresas integradas.

Debido a que la casuística que se nos puede presentar en relación con este tema es muy diversa, antes de continuar avanzando en nuestro trabajo deseamos hacer constar que queda fuera de su ámbito de estudio un análisis en profundidad de esta problemática, la cual exige el desarrollo de un importante trabajo de campo que nos permita reconocer la diversidad de casos y extraer lecciones de éxito y fracaso en esta fase de integración. Por los motivos anteriormente mencionados y por razones de equilibrio dentro del presente apartado, nos limitaremos a esbozar algunos aspectos de estas importantes categorías de decisiones directivas que facilitan la integración organizativo.

A pesar de que las negociaciones entre los representantes de las empresas adquirida y adquirente hayan estado presididas por criterios de cordialidad y cooperación, éstas se pueden deteriorar rápidamente cuando llega el momento de ajustar o diseñar la nueva estructura organizativa, así como los sistemas de gestión. Siguiendo a McCann y Gilkey (1990), la inflexibilidad y la poca disposición para cooperar en el diseño de la estructura o en el ajuste de los sistemas y procesos, bien para ahorrar dinero o tiempo, puede ser una fuente importante de problemas y entorpecer el funcionamiento de la empresa adquirida. De común acuerdo con estos mismos autores:

“Debería crearse un proceso de colaboración para iniciar los cambios de diseño en los sistemas. Imponer los sistemas de una empresa sobre otra crea una situación de ‘win-lose’ (unos ganan, otros pierden) en vez de ‘win-win’ (todos ganan). El objetivo es tomar lo mejor de cada empresa y ponerlo en práctica.” (McCann y Gilkey, 1990: 151).

Las posibles diferencias de las estructuras organizativas de las empresas que se integran deben ser detenidamente estudiadas con suficiente antelación, puesto que son un factor determinante de un ajuste organizativo deficiente. En el contexto de empresas diversificadas, el grado de encaje de la estructura de una empresa recientemente adquirida con la estructura general corporativa de la adquirente está en función de las relaciones de dependencia y de las interdependencias con otras actividades y negocios. McCann y Galbraith (1981) proponen, como regla de diseño, agrupar empresas adquiridas o unidades de negocio en función de su grado de interdependencia. En el mismo sentido, Galbraith y Kazanjian (1986) sostienen que, a la hora de formar los grupos, también hay que tomar en consideración la similitud de sus estrategias. En consecuencia, cuanto más próximos sean las interdependencias y las estrategias, más deben agruparse estructuralmente las empresas.

Aquellas corporaciones (nacionales o globales) que, para alcanzar sus objetivos de crecimiento y diversificación, hayan apostado por el método de las adquisiciones para desarrollarlos, deben crear y mantener una estructura lo suficientemente flexible que les permita integrar con facilidad las nuevas adquisiciones que se vayan incorporando, así como la rápida liquidación de aquellos negocios adquiridos y no deseados por la posible pérdida de atractivo en sus respectivos sectores.

Frente a los inconvenientes que presentan las estructuras tipo holding, por su incapacidad para coordinar y controlar interdependencias críticas entre negocios, la estructura multidivisional —mediante la cual los negocios particulares se integran en divisiones, las divisiones se organizan en grupos y se

mantiene a nivel corporativo un staff, reducido pero eficiente, responsable de la planificación estratégica a nivel corporativo, supervisión de los estados financieros, establecimiento de prioridades en la asignación de recursos entre divisiones, y sistemas de motivación y recompensa— o la estructura multidivisional global, cuando la empresa ha acometido un proceso de expansión a escala internacional se nos presentan como las estructuras más adecuadas para facilitar los procesos de integración organizativa, y han sido las más frecuentemente utilizadas en el desarrollo de la moderna corporación.

Las diferencias estructurales entre las empresas a integrar implican inevitablemente diferencias en los sistemas de planificación, de control, y de información utilizados por las mismas y que, conjuntamente con la estructura organizativa, definen la infraestructura de dirección. La repercusión que estas divergencias en los sistemas pueden tener en el proceso de ajuste organizativa depende del grado de integración deseado. Así por ejemplo, cuanto mayor autonomía se les conceda a las respectivas empresas, mayores divergencias podrán soportar en sus estructuras y sistemas de gestión; sin embargo, aún conservando la autonomía, será necesario un mínimo de uniformidad de sistemas por razones de coordinación y control.

Siguiendo a Jemison y Sitkin (1990), en determinadas ocasiones, el deseo de la empresa adquirente de ayudar a la empresa adquirida, junto a la confianza en su propia capacidad, conducen a una aplicación errónea de sistemas de dirección que reducen las posibilidades de integración con éxito de la empresa adquirida. En los puntos siguientes se recogen una serie de condiciones bajo las cuales es probable que se presenten problemas de integración debido a la aplicación errónea de sistemas de dirección:

1) Cuanto más éxito tiene la empresa compradora con sus sistemas de dirección, mayor es la probabilidad de que imponga estos sistemas a su filial.

2) Cuanto más defensiva es la empresa compradora con respecto a su incapacidad para ayudar a la filial, más probable es que se impongan las prácticas estándares en la filial.

3) Cuanto más defensiva es la filial con respecto a su lugar dentro de los planes de la empresa compradora, más probabilidades hay de que esta última imponga sistemas o prácticas inapropiadas.

4) Es más probable que la empresa compradora imponga sus sistemas de dirección en la filial:

- Cuanto mayor es la diferencia de tamaño entre matriz y filial.

- Cuanto mayor es la relación entre la filial y la matriz y, por lo tanto, más presunción tendrán los directivos de la matriz sobre cómo manejar el negocio.
- Si el presidente ejecutivo o la dirección ha sido quien ha originado la operación.
- Cuanto menor es la necesidad de la sociedad matriz de utilizar los recursos/conocimientos de la filial.
- Si la empresa objeto de la adquisición se resiste al intento de adquisición.

### **3.4.3.- INTEGRACION DE LOS PLANES DE COMPENSACIÓN Y BENEFICIOS**

El estudio de las características y diferentes modalidades de planes de compensación y beneficios de las empresas que participan en la operación de concentración reviste una extraordinaria importancia, tanto antes como después de haber alcanzado el acuerdo de fusión o adquisición. Muchos procesos de fusión se han detenido precisamente en el momento de discutir los aspectos relacionados, en la fase de negociación, con la integración de estos planes. Otros procesos que han pospuesto en esta fase el tratamiento de estos temas, y que han continuado avanzando, han sufrido posteriormente graves problemas en la etapa de integración, debido a la existencia de responsabilidades laborales desconocidas de antemano, cuyos costes asociados han dificultando la viabilidad financiera de la operación y han cuestionando el precio pagado por la misma.

En consecuencia, en toda operación de fusión o adquisición se aconseja iniciar cuanto antes el estudio de los problemas de los planes de compensación y beneficios, estableciendo criterios al respecto que deban presidir los procesos de selección de las empresas candidatas y, utilizando la terminología de Nelson y Westervelt (1989), evitar de antemano llevar a cabo negociaciones con representantes de empresas que son calificados como potencialmente “rompedores de tratos”.

Un primer trabajo que hemos analizado sobre el tratamiento de la problemática de la integración de los planes de compensación y beneficios de las empresas fusionadas ha sido desarrollado por Nelson y Westervelt (1989). Según estos autores, en función de la filosofía y objetivos perseguidos por la empresa adquirente, caben tres planteamientos alternativos de integración:

1) Existencia de un solo plan para todos los empleados. Son varios argumentos los que justifican este primer planteamiento: situaciones de similitud en grupos o fuerzas de trabajo (producción de los mismos o similares productos, producción en las mismas o similares zonas geográficas); situaciones de frecuente transferencia entre empleados de la empresa adquirente y adquirida; situaciones de fuerte cultura de la empresa adquirente, donde se consideren como objetivos la identificación y lealtad a la empresa; y menores costes de administración y comunicación del plan debido a su menor complejidad.

2) Independencia de los planes de la empresa adquirente y adquirida. La separación de los planes puede ser más apropiada en las siguientes circunstancias: la participación en diferentes sectores para garantizar la competitividad, la presencia en diferentes zonas geográficas con diferentes costes de vida asociados, la aplicación de estilos de dirección descentralizados con sus correspondientes infraestructuras administrativas, y los posibles casos de incertidumbre sobre la viabilidad futura de la empresa adquirida.

3) Desarrollo de un nuevo plan de compensaciones y beneficios. Las operaciones de fusiones y adquisiciones constituyen una extraordinaria oportunidad para hacer un replanteamiento de la filosofía y estructura de estos planes. Generalmente, las empresas apuestan por esta alternativa cuando su dimensionamiento es similar y cuando se pretende reforzar el concepto de nueva organización no dominada por ninguna de las empresas participantes en el proceso de concentración.

En otro trabajo de características similares, Jacobs y Shapiro (1987) consideran que el grado de integración necesario en los programas de compensación y beneficios está en función del tipo de estrategia seguido por la empresa adquirente, del carácter descentralizado de su estilo de dirección y, por consiguiente, del tipo de estructura organizativa adoptada por las empresas fusionadas.

Así, por ejemplo, cuando una empresa tipo holding adquiere un nuevo negocio que será dirigido con elevado grado de autonomía operativa, siendo muy limitadas o inexistentes las interrelaciones que mantiene con las otras empresas del grupo, se pueden mantener planes de compensación y beneficios separados, no aconsejándose la integración de los mismos. Por el contrario, cuando la operación de fusión o adquisición se lleva a cabo entre empresas de una misma industria mediante el desarrollo de estrategias de tipo horizontal, lo más probable es que se requieran programas y filosofías comunes de compensación.

De forma más general, en el gráfico de la figura 3.12 se representa esquemáticamente esta relación entre el estilo de dirección y el grado de diversidad de las empresas fusionadas con la necesidad de integración de los programas de compensación y beneficios. Como fácilmente puede observarse, la necesidad de integrar estos planes se intensifica a medida que las empresas que forman el grupo están operativamente más centralizadas y estratégicamente más relacionadas. En el gráfico referenciado, tres zonas se corresponden con otras tantas necesidades de integración (ligera, moderada y fuerte) de los planes

		GRADO DE CENTRALIZACIÓN OPERATIVA		
		Fuerte centralización	Centralización moderada	Descen- tralización
TIPO DE ESTRATEGIA	No relacionada	Moderada	Ligera	Ninguna
	Moderada- mente relacionada	Fuerte	Moderada	Ligera
	Fuertemente relacionada	Fuerte	Fuerte	Moderada

Figura 3.12.- Modelo de necesidades de integración de los planes de compensación y beneficios  
(Adaptado de Jacobs y Shapiro, 1987: 306)



Otra herramienta de extraordinaria utilidad para analizar las posibilidades de integración de los planes de compensación y beneficios se recoge en la matriz de la figura 3.13. En este nuevo modelo, los planes correspondientes a cada empresa son posicionados en función de dos dimensiones: en el eje horizontal representamos el coste relativo de integración (bajo para las empresas B y D, pero alto para las empresas C y A), mientras que en el eje vertical hacemos referencia al grado de dificultad de integración de dichos planes en función de la filosofía de pago constante o variable de cada empresa (pequeño para las empresas B y C, pero más elevado para las empresas A y D). Un análisis profundo de estas características, sobre los planes de compensación y beneficios, es de gran utilidad en la fase de negociación por la repercusión que tiene la información obtenida en la fijación del precio de la operación, evitando con ello sorpresas en la fase posterior de integración.

En cualquier caso, el plan (o planes) de compensación y beneficios definitivamente desarrollado en la fase de integración debe ser coherentes con los objetivos y planteamientos estratégicos de la nueva organización y deben respetar en su diseño los principios básicos de equidad, competitividad, flexibilidad y simplicidad en la comunicación, así como los derechos adquiridos por los empleados y otras restricciones impuestas por la legislación vigente en el campo laboral.

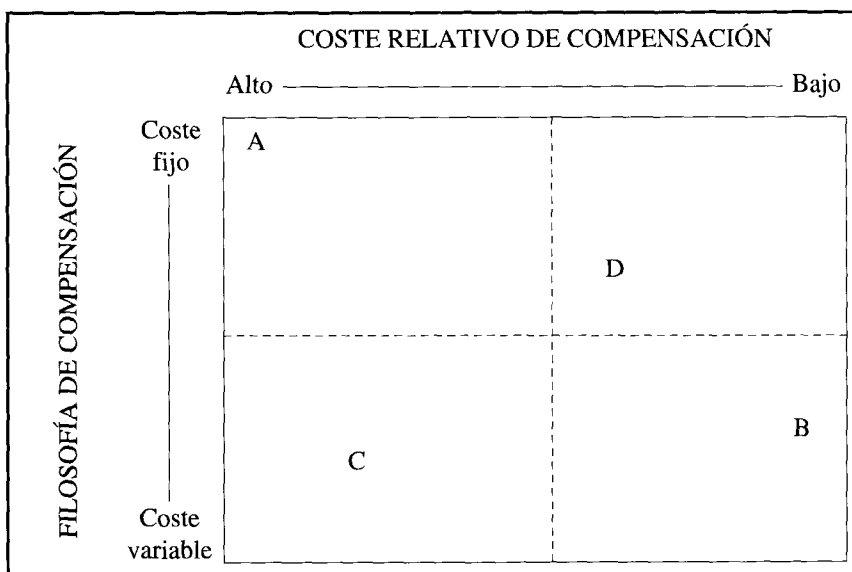


Figura 3.13.- Modelo de análisis de integración de los planes de compensación y beneficios (Adaptado de Jacobs y Shapiro, 1987: 307)

### **3.4.4.- ACTUALIZACIÓN DE LOS PROGRAMAS DE PLANIFICACIÓN DE CARRERAS**

En muchos casos, la realización de una operación de fusión o adquisición ha representado una extraordinaria oportunidad para cuestionarse, revisar y proceder a actualizar los planes de carreras de las empresas integradas y desarrollar un nuevo plan acorde a las necesidades actuales y planteamientos estratégicos de la nueva organización.

En un plano estrictamente teórico, la planificación de carreras es todo intento formal por parte de la organización de proporcionar a sus empleados las oportunidades necesarias para maximizar su potencial. Se pretende con ello reconciliar las necesidades de promoción de los empleados con las necesidades laborales de la empresa, evitando en lo posible la marcha de los primeros. Su formalización es responsabilidad compartida por los empleados y de la empresa, y exige idealmente una comunicación en ambas direcciones, de forma que cada parte sea consciente de las necesidades de la otra.

Sin embargo, en la práctica, pocas son las empresas calificadas de modélicas en el desarrollo de planes de carreras, lo que hace que sus empleados no tengan conocimiento de las estrategias y necesidades a largo plazo de sus empresas, ni tampoco de las intenciones de la organización con respecto a ellos. En un estudio realizado por Rosenbaum (1984) sobre la movilidad del personal en la jerarquía organizativa, menos de una tercera parte de los encuestados tenía una idea clara de sus posibilidades en la organización incluyendo las de promoción. Esta falta de planificación, unida a la incertidumbre asociada al acontecimiento de la operación de fusión o adquisición, es uno de los principales motivos que ocasiona la marcha de los empleados más valiosos, que cuentan con mayores oportunidades en el mercado.

La posible salida y la incorporación de nuevos empleados y directivos como consecuencia de una fusión o adquisición complican aún más el proceso de planificación de carreras, al crearse nuevas necesidades por parte de la empresa y al alterarse las posibilidades de promoción de los empleados. En estas circunstancias, mediante la utilización de los sistemas más adecuados que nos proporcionen información sobre la evaluación del rendimiento y la capacidad directiva, la esencia de la planificación de carreras, según McCann y Gilkey (1990), consiste en identificar rápidamente a los directivos más valiosos y abrir para ellos nuevas perspectivas dentro de la organización.

Las operaciones de fusiones y adquisiciones implican la participación activa de muchos miembros de la organización, ya sea en grupos de trabajo o en

la elaboración de informes especiales. El desarrollo de estas actividades representa una extraordinaria oportunidad para descubrir el grado de motivación, así como los conocimientos y las capacidades de personas cuyo potencial no había sido evaluado correctamente con anterioridad por sus superiores. Estos resultados deben ser considerados en los planes actuales de sucesión de directivos, así como en los planes de carreras de los empleados evaluados.

En cualquier caso, es responsabilidad del departamento de recursos humanos mediante la aplicación de adecuadas técnicas de evaluación proceder, cuanto antes, en la fase de integración, a la actualización del plan de carreras, con el fin de proporcionar a los empleados la información pertinente y en tiempo oportuno, que les permita adoptar las decisiones más convenientes, evitando con ello un período prolongado e innecesario de incertidumbre, con la correspondiente inseguridad personal y profesional.

### **3.4.5.- PROGRAMAS DE FORMACIÓN Y DESARROLLO DIRECTIVO**

La experiencia de las empresas en la realización de operaciones de fusiones y adquisiciones puede ser muy diversa. Así por ejemplo, en un extremo, nos podemos encontrar con organizaciones, generalmente grandes corporaciones, que tradicionalmente para alcanzar sus objetivos de crecimiento y diversificación han venido apostando, entre otras alternativas, por acudir al mercado de empresas para desarrollar su cartera de negocios. Esta práctica les ha permitido alcanzar una gran experiencia y crear, en base a ella, departamentos especializados de desarrollo empresarial responsables de las operaciones de compraventa de empresas. En el extremo opuesto, el caso más frecuente en nuestro entorno, nos encontramos con empresas que se enfrentan por primera vez en su vida organizativa a una operación de estas características, no contando sus directivos con la experiencia y conocimientos especializados que se necesitan para afrontar con éxito el proceso en su conjunto y, especialmente, las actividades propias de la integración organizativa.

Para superar estas posibles deficiencias, una vez firmado el acuerdo de fusión y con el asesoramiento externo necesario, se aconseja el desarrollo de programas de formación en esta materia, orientados a los equipos de trabajo que se formen y restantes directivos de las empresas participantes en la operación de concentración. Estos programas tienen un extraordinario poder integrador, al constituir elementos que reducen la resistencia al cambio organizativa y contribuir positivamente en el proceso de construcción de una cultura o ideología de integración.

El desarrollo de estos cursos se estructurará de forma que se combine la participación de generalistas con la de especialistas en la materia. Los primeros serán responsables de la explicación de esquemas conceptuales amplios, que permitan una comprensión de la complejidad global de la organización, de la importancia y de las características de las diferentes etapas del proceso de fusión o adquisición. Los segundos abordarán el tratamiento de materias específicas tales como las implicaciones legales de estas operaciones en materia fiscal, laboral, mercantil, contable y financiera, así como el desarrollo de habilidades en técnicas de negociación, valoración de empresas, comunicación efectiva, resolución de conflictos, gestión del cambio, etc.

La creciente importancia de este tipo de operaciones, tanto a nivel internacional como nacional, ha incrementado la demanda de profesionales debidamente formados en la gestión de este tipo de operaciones. Los centros universitarios especializados en el campo de la empresa deben aprovechar la oportunidad de la reforma en curso de sus planes de estudios y, en la medida que cuenten en sus plantillas con especialistas en la materia, incorporar asignaturas optativas en sus currículas, así como diseñar cursos de formación para directivos y organizar ciclos de conferencias que reúnan a profesionales en el campo, contribuyendo de esta forma positivamente a su divulgación.

Precisamente, uno de los objetivos que ha inspirado el desarrollo de nuestro trabajo ha sido reconciliar nuestra actividad investigadora en la universidad con la demanda social existente, relacionada con la formación de directivos y otros profesionales, en esta materia de carácter interdisciplinario.

### **3.4.6.- EL CONTROL DE LOS EFECTOS DEL ESTRÉS ORGANIZATIVO**

Los avances alcanzados en los últimos tiempos en el campo de las ciencias médicas sobre los efectos fisiológicos y psicológicos del estrés en la salud del hombre no se han visto correspondidos en la misma medida con iguales desarrollos en el campo del comportamiento organizativo (Robbins, 1989). El reciente interés de los investigadores en este último campo está fundamentado en las implicaciones que tiene el tema en el comportamiento, 'performance' y nivel de satisfacción de los individuos, así como en la ineludible responsabilidad de la dirección, y más concretamente del departamento de recursos humanos, en la mejora de la calidad de vida organizativa para sus empleados.

A pesar de este escaso desarrollo, existen varios modelos en la literatura que han pretendido estudiar el impacto del estrés derivado de las operaciones de fusiones y adquisiciones (Schweiger e Ivancevich, 1985; Bruckman y Peters, 1987), los cuales pueden ser considerados como una aplicación particular de los modelos más generales que pretenden estudiar el estrés ocupacional (Cooper y Marshall, 1978; Parasuraman y Alutto, 1984; Robbins, 1989).

En estos últimos modelos, las fuentes potenciales del estrés se pueden clasificar en cuatro categorías de estresores potenciales: a) factores de entorno (incertidumbre económica, política, tecnológica, etc.); b) factores organizativos (característica del trabajo, ambiente del trabajo, nivel organizativo, etc.); c) factores de grupo (normas del grupo, conflicto de roles, estilo de liderazgo, etc.); y d) factores individuales (problemas económicos, problemas familiares, antigüedad, etc.). Los factores potenciales del estrés anteriormente enumerados no afectan de forma aislada al individuo, sino que presentan un carácter acumulativo que cuando alcanza un determinado nivel se refleja a través de síntomas fisiológicos, psicológicos y de comportamiento. Ahora bien, el hecho de que un estresor potencial provoque realmente un estado de tensión en un miembro de la organización está en función de sus diferentes formas de percibir la realidad, la experiencia acumulada en el propio trabajo y las características de su personalidad (Robbins, 1989; Gordon et al, 1990).

Como consecuencia de la realización de una operación de fusión o adquisición, el estrés, acumulado por los factores anteriormente relacionados, se puede ver sensiblemente incrementado por la incertidumbre asociada a este tipo de cambio organizativo, que hace centrar las preocupaciones de los empleados en temas tales como: la seguridad en el trabajo, el sistema de compensación, la pérdida de identidad y autonomía, la carencia de información, las perspectivas de promoción, las nuevas relaciones de trabajo, la ambigüedad del entorno de trabajo, la duplicación de tareas, las posibles transferencias, etc. (Buono y Bowditch, 1989; Schein, 1990; Cartwright y Cooper, 1990), aspectos todos ellos que pueden ser considerados como estresores potenciales derivados de las operaciones que analizamos.

En el estudio del estrés en los casos de fusiones y adquisiciones, conviene distinguir los efectos ejercidos sobre el individuo de los que tiene sobre el grupo. En esta línea de análisis, Schein (1990) ha distinguido tres niveles perfectamente diferenciados, los cuales pasamos a describir a continuación:

1) **Estrés individual:** La fusión o adquisición genera en los individuos unos sentimientos de victimismo mucho más acusados en aquéllos que han

sufrido la pérdida de su puesto de trabajo, categoría laboral, status, identidad, etc. Aún en las fusiones llevadas a cabo por empresas en condiciones de igualdad, durante un período de tiempo los miembros de ambas organizaciones pueden experimentar la sensación de estar dominados y ser víctimas del proceso. A lo anteriormente expuesto hay que unir la pérdida de identidad y seguridad individual que experimentan los miembros de cada una de las organizaciones, derivada del posible desconocimiento que los miembros de la otra, y particularmente sus jefes, puedan tener sobre su situaciones personales y condiciones actuales de trabajo.

2) **Estrés a nivel de grupo:** A este nivel, ambas organizaciones pueden experimentar la sensación de sentirse ‘conquistadas’, dando lugar a sentimientos de desánimo, ansiedad y depresión. Como consecuencia de ello, y en la medida en que exista confluencia de sentimientos e intereses, pueden surgir coaliciones que tratarán de impedir el desarrollo de la fusión. A esta sensación hay que añadir que, debido al desconocimiento sobre el otro grupo, se tiene la impresión de que su propia cultura será desaprobada o desmantelada por el mismo. Y es este desconocimiento entre los grupos lo que hace intrínsecamente diferente las fusiones y adquisiciones de otros tipos de reestructuraciones organizativas.

3) **Estrés a nivel directivo:** A nivel de la alta dirección el estrés experimentado es bastante menor que en los niveles anteriores. Sin embargo, a los niveles intermedios y bajos, el estrés que les afecta es equiparable a los mencionados para los grupos e individuos, e incluso la inseguridad económica será mucho mayor, porque el mando intermedio que pierde su puesto por la fusión o adquisición tendrá, probablemente, mayores dificultades para obtener un puesto similar. Dentro del nivel directivo se experimenta un mayor grado de estrés entre los “responsables de llevar a cabo la fusión o adquisición”. El hecho de tener la responsabilidad de resolver las cuestiones técnicas y humanas propias de la integración, la necesidad de controlar un conjunto de sucesos imprevisibles y de gestionar el negocio para alcanzar los objetivos previstos en las fusiones y adquisiciones, no sólo requieren extraordinarias capacidades y habilidades sino que además son factores determinantes del estrés experimentado por este colectivo.

Una vez estudiados los efectos y sentimientos derivados del estrés en los diferentes niveles de análisis, destacamos finalmente la necesidad de controlar estrechamente esta variable durante el proceso y, principalmente, en las etapas de mayor incertidumbre, que coinciden con los momentos anteriores y posteriores a la firma del acuerdo de fusión.

Aunque los niveles de estrés alcanzados dependen de las circunstancias propias de cada operación, una dirección adecuada del mismo requiere no sólo una alta dirección sensible sino también un fuerte desarrollo de la función de recursos humanos para minimizar los posibles efectos nocivos derivados de las fusiones y adquisiciones.

Con independencia de las acciones que a nivel personal puede adoptar cualquier miembro de la organización para reducir su nivel de estrés (realización de ejercicios físicos no competitivos, técnicas de relajación profunda, mejor gestión del tiempo, un mayor apoyo social, etc.), es responsabilidad del departamento de recursos humanos no sólo asesorar en las técnicas anteriormente enumeradas, sino también diseñar y poner en práctica programas de carácter organizativo que ayuden a los empleados a dominar los niveles de estrés. Dentro de estos programas se podrían incluir las acciones encaminadas a mejorar la comunicación organizativa, la mayor participación en la toma de decisiones, selección de personal con perfil adecuado al nuevo puesto de trabajo, asesoramiento y psicoterapia, etc.

# **RESUMEN Y CONCLUSIONES**



Con el fin de facilitar su lectura y comprensión, en la redacción de este último capítulo de **Resumen y Conclusiones** consideramos oportuno no alterar el orden expositivo utilizado en la introducción y en el desarrollo de los cuatro capítulos anteriores. En su estructuración interna hemos recurrido a conclusiones numeradas que, aún siendo redactadas de la forma más sintética posible, cuando el lector las analiza en su conjunto no se pierde la argumentación interna y el hilo conductor mantenido a lo largo de nuestro trabajo. En su contenido se combinan de forma equilibrada las principales características de los modelos y teorías analizados y las oportunas reflexiones y aportaciones personales sobre el tipo de operación estudiado y el modelo discutido.

## **1.- Sobre la naturaleza estratégica de las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas**

Debido a la naturaleza estratégica de las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas, conviene ante todo precisar las principales dimensiones del concepto de estrategia y sus diferentes niveles de análisis. Después de estudiar y clasificar en torno a seis dimensiones las definiciones propuestas por los autores más relevantes en el campo de la Dirección Estratégica, acordamos considerar la estrategia como un conjunto de decisiones coherente, unificado e integrado, generalmente recogido en un plan formal, que:

- determina y revela el propósito de la organización en términos de objetivos a corto y largo plazo, programas de acción y prioridades en la asignación de recursos;

- reconoce los segmentos de negocio donde la organización está operando en la actualidad e identifica los nuevos segmentos donde debería operar en el futuro;

- intenta alcanzar, en relación a sus competidores, una ventaja competitiva sostenible a largo plazo en cada uno de sus negocios;

- pretende responder a las amenazas y oportunidades que plantea el entorno y a las fuerzas y debilidades internas de la organización;

- define, en relación a sus 'stakeholders' o grupos de interés con los que se relaciona, la clase de organización económica y humana que es o pretende ser;

- y finalmente, compromete de forma integrada y coherente a todos los niveles jerárquicos de la organización.

En relación a la última característica del concepto anterior, diferentes autores distinguen en sus planteamientos tres niveles perfectamente diferenciados en el análisis estratégico, que conviene precisar con el fin de situar a qué nivel son adoptadas las decisiones estratégicas relacionadas con las fusiones y adquisiciones de empresas. Estos niveles son el corporativo, el de negocio y el funcional, y las decisiones tomadas en cada uno de ellos deben formar un conjunto coherente y consistente que garantice la supervivencia a largo plazo de la empresa, considerada ésta como el objetivo fundamental de la misma.

La característica principal del nivel estratégico corporativo radica en la consideración global de la organización. Desde esta perspectiva, y en el contexto de una empresa de naturaleza diversificada, las operaciones de fusiones y adquisiciones se nos presentan como uno de los procedimientos a través de los cuales las empresas pueden desarrollar los diferentes tipos de estrategias a nivel corporativo que permiten incorporar nuevas unidades de negocio a la cartera empresarial y alcanzar, de esta forma, sus objetivos de crecimiento y diversificación.

## **2.- Sobre las alternativas estratégicas para alcanzar los objetivos de crecimiento y diversificación**

El modelo original del profesor Ansoff (1965), que ha sido objeto de revisión posterior por otros autores, sigue constituyendo una herramienta de extraordinaria importancia para conceptualizar las alternativas estratégicas de crecimiento y diversificación empresarial, así como para explicar la lógica seguida por las empresas en su desarrollo. A la hora de implementar esta estrategia, a la empresa se le presentan dos importantes tipos de decisiones: desarrollo interno versus desarrollo externo de sus actividades.

El crecimiento interno, también conocido como crecimiento natural, ha representado para muchas organizaciones el método principal de desarrollo estratégico. Este supone la realización de nuevas inversiones en el seno de la empresa, materializadas generalmente en bienes de equipo, plantas industriales, instalaciones, patentes, etc., que implican la aplicación de importantes volúmenes de recursos financieros y cuya consecuencia inmediata es el incremento de su capacidad tecnológica, de producción y de distribución.

El crecimiento externo, en contraposición al desarrollo interno, se produce como consecuencia de los procesos de acercamiento de una o más empresas en funcionamiento por medio de acuerdos de colaboración o a través

del control, total o parcial, de alguna de ellas sobre las otras. En función del tipo de control existente entre las empresas que conforman el grupo, las alternativas de desarrollo externo de una estrategia de crecimiento se pueden clasificar en las tres categorías siguientes: a) ninguna propiedad, b) propiedad parcial, y c) propiedad total.

### **3.- Sobre los diferentes métodos de desarrollo de las estrategias de crecimiento externo**

El primer tipo de alternativas, es decir, aquéllas que no implican control de propiedad, hacen referencia a la existencia de grupos empresariales que se conforman mediante acuerdos tácitos o explícitos entre empresas con diferentes finalidades. Estos acuerdos pueden ser de naturaleza horizontal, presentándose en este caso los cárteles o asociaciones de empresas de un mismo sector industrial, bien a nivel nacional o global, que intentan evitar una competencia mutua y actuar conjuntamente para controlar el mercado. También se pueden presentar acuerdos de carácter vertical, al intervenir en los mismos empresas situadas en diferentes etapas de un mismo proceso productivo y que se ponen de acuerdo con el fin principal de ahorrar costes o controlar un determinado mercado. Los principales tipos de alianzas que se pueden agrupar en torno a esta primera categoría son: a) los acuerdos de cooperación, b) las sociedades de investigación y desarrollo, c) los acuerdos sobre licencias y distribuciones, y d) las actividades conjuntas de licitación.

El conjunto anterior de alternativas puede no ser suficiente para alcanzar los objetivos de cooperación que las diferentes organizaciones se hayan propuesto, pero, al facilitar un acercamiento y conocimiento más profundo de las entidades participantes, puede ser considerado como una primera fase para proponer en el futuro otras opciones estratégicas que implican un control parcial de propiedad, dentro de las cuales destaca la figura de las ‘joint ventures’. Estas representan una original forma organizativa creada por dos o más empresas (‘partners’) para realizar una nueva actividad económica (‘venture’), que sería difícil llevar a cabo por los participantes actuando aisladamente, y se caracterizan por el establecimiento de acuerdos de colaboración en áreas de producción, distribución, investigación y desarrollo, etc., mediante los cuales las partes implicadas o socios contribuyen sustancialmente en forma de capital, tecnología, experiencias en marketing, personal, activos fijos, etc.

Finalmente, la empresa puede considerar oportuno controlar totalmente la propiedad, procediendo a adquirir otras empresas en el mercado por medio de

operaciones de fusiones y adquisiciones. Consideramos a este tipo de operaciones como cualquier transacción por medio de la cual una empresa obtiene la titularidad de los activos o acciones de otra. Sin embargo, desde una perspectiva estrictamente legal, conviene distinguir de forma independiente las dos figuras objeto de estudio: a) la fusión propiamente dicha, mediante la cual las personalidades jurídicas de las sociedades participantes en el proceso desaparecen, aportando la totalidad de sus patrimonios para dar lugar a una nueva empresa como sucesora de aquéllas; y b) la absorción o adquisición, en la que la disolución afecta tan sólo a la o las sociedades absorbidas, incorporando la absorbente, cuya personalidad jurídica permanece, la totalidad de sus patrimonios y generalmente a sus socios mediante una ampliación de capital.

#### **4.- Sobre los diferentes criterios para clasificar las fusiones y adquisiciones**

Las fusiones y adquisiciones se pueden clasificar en diferentes categorías atendiendo a la orientación estratégica de estos procesos, a las propiedades de los acuerdos alcanzados, al tipo de instrumentalización de las operaciones y a las características financieras de las mismas.

La primera clasificación que analizamos está integrada por tantos tipos de adquisiciones como alternativas estratégicas de crecimiento y diversificación fueron analizadas. De acuerdo con lo anteriormente expuesto, dentro de esta primera agrupación conviene distinguir entre: a) adquisiciones horizontales, b) adquisiciones verticales, c) adquisiciones relacionadas o concéntricas, y d) adquisiciones no relacionadas o conglomeradas.

Según el grado de acuerdo alcanzado en la operación, se nos presenta una segunda clasificación de fusiones y adquisiciones que permite distinguir entre: a) las adquisiciones amistosas ('friendly'), que son el resultado de negociaciones totalmente satisfactorias para las partes implicadas, las cuales están absolutamente convencidas de los beneficios derivados de la integración; y b) las adquisiciones hostiles ('takeover'), en las que no se ha alcanzado acuerdo en las negociaciones o éstas nunca se han celebrado, a pesar de lo cual la operación se lleva a cabo a través de una oferta pública de adquisición de acciones en el mercado bursátil.

Fundamentándonos en la legislación que afecta a las operaciones de concentración empresarial, una tercera clasificación categoriza a las fusiones y adquisiciones de empresas según las características de la instrumentalización de dichos procesos, encontrándonos con: a) operaciones de adquisición por compra de acciones, b) operaciones de adquisición por compra de derechos de

suscripción, y c) operaciones de adquisición mediante la compra de activos y pasivos. Cada una de estas alternativas presenta ventajas y desventajas desde el punto de vista fiscal, mercantil y laboral, tanto desde la perspectiva de la empresa adquirente como para los socios de la adquirida.

La última clasificación que analizamos hace referencia a un conjunto de modalidades de fusiones y adquisiciones conocidas con el nombre de 'buy-outs'. Estas operaciones consisten en la compra de una empresa por parte de un grupo inversor con la única intención de venderla al cabo de un tiempo generando una plusvalía. Este incremento de valor se consigue fundamentalmente reestructurando y resolviendo los problemas que la empresa adquirida planteaba en el momento de su compra. Dentro de los 'buy-outs' podemos distinguir, básicamente, los cinco tipos siguientes: a) 'leverage buyout' (LBO), b) 'leverage cash-out' (LCO), c) 'leverage buyin' (LBI), d) 'management buyout' (MBO), y e) 'labor buyout' (LAB).

## **5.- Sobre las diferentes teorías que justifican las operaciones de fusiones y adquisiciones**

Los motivos que justifican las operaciones de fusiones y adquisiciones son complejos debido a su naturaleza multivariante, han variado sustancialmente con el transcurso del tiempo, y presentan en la actualidad lógicos problemas de clasificación. Estos motivos, también conceptuados por diversos autores como objetivos, pueden ser analizados en relación a dos conjuntos de teorías:

- El primero, considera a las fusiones como elecciones racionales cuyos motivos se relacionan con las consecuencias de dichos procesos. Dentro de esta primera agrupación conviene distinguir, por una parte, la teoría de construcción de imperios, que pretende justificar aquellos procesos de fusión que obedecen a intereses propios del equipo directivo y, por otra parte, el conjunto de teorías cuyos motivos están relacionados con las causas que originan un mayor grado de riqueza para sus accionistas o propietarios, encontrándonos con la teoría de la eficiencia, la teoría del monopolio, la teoría de la transferencia de riquezas y la teoría de la información sobre el valor.

- En un segundo grupo de teorías, los motivos no están directamente relacionados con las consecuencias del proceso sino con el proceso en sí mismo. Nos encontramos con la teoría sobre las perturbaciones de naturaleza económica, que incrementan el nivel de incertidumbre general y originan cambios de orden en las expectativas individuales de los inversores, y con la teoría del proceso de toma de decisiones, fundamentada en la gran cantidad de

modelos relacionados con los procesos de decisión estratégica y que han sido publicados en nuestro campo de investigación.

Estas teorías se han tratado de revalidar con la evidencia de trabajos directamente relacionados con el tema o inferidos indirectamente de otras investigaciones sobre los resultados de los procesos que analizamos. En tal sentido, y desde la perspectiva de su grado de revalidación empírica, las teorías anteriores sobre los motivos por los cuales se llevan a cabo las operaciones de fusiones y adquisiciones se pueden a su vez agrupar en las tres categorías siguientes:

a) Un primer grupo, integrado por la teoría de la información sobre el valor, la de la construcción de imperios y la del proceso de toma de decisiones, presenta un elevado nivel de aceptación; sin embargo, la evidencia empírica que la sostiene, aunque favorable, es muy limitada.

b) Un segundo grupo lo conforman las teorías de la eficiencia económica y del poder monopolístico. En él se han centrado los mayores esfuerzos de investigación; sin embargo, la evidencia empírica relacionada con estas teorías no es concluyente, presentando un elevado índice de contrariedad.

c) Finalmente, la teoría de la perturbación económica y la de la transferencia de riqueza definen un tercer grupo que se caracteriza por su bajo nivel de aceptación y la práctica inexistencia de trabajos que aporten la evidencia empírica necesaria para avalar su validez.

## **6.- Sobre el proceso de gestión de las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas**

En el modelo de carácter general propuesto para gestionar las operaciones de fusiones y adquisiciones se consideraron como etapas básicas las siguientes:

1) Desarrollo de la orientación estratégica de la empresa promotora y adopción de la decisión de fusión o adquisición.

2) Establecimiento de criterios a respetar como restricciones básicas en el proceso de selección de candidatos.

3) Identificación de sectores industriales atractivos y coherentes con la estrategia de la empresa promotora.

4) Identificación y clasificación de candidatos potenciales que satisfagan los criterios previamente establecidos.

5) Contactos iniciales con los candidatos potenciales y selección de la empresa objetivo de la operación.

6) Valoración económica de la empresa objetivo y aproximación al precio de la transacción.

7) Desarrollo de las negociaciones y alcance de un principio de acuerdo entre las partes o carta de intenciones.

8) Cierre de la operación y firma del acuerdo definitivo: fijación del precio y otras condiciones de la transacción.

9) Integración organizativa: proceso de aculturación y encaje de la estructura y los sistemas de dirección.

## **7.- Sobre las características, duración temporal e hipótesis de validez del modelo**

Antes de proceder a estudiar la problemática asociada a cada uno de estos elementos o etapas del modelo presentado, formulamos un conjunto de consideraciones sobre las características, duración temporal e hipótesis de validez del mismo:

- La representación lineal del proceso, como expresión de la secuencia lógica existente entre elementos que son estudiados de forma separada y consecutiva, es útil desde una perspectiva estrictamente teórica; sin embargo, en la realidad existe un considerable solapamiento, interrelación y dependencia entre los mismos.

- El modelo que desarrollamos encuentra un mayor grado de aplicación y validez entre empresas que, a través de las fusiones o adquisiciones, están desarrollando estrategias de diversificación de tipo relacionado. Ello no implica que el modelo pueda ser convenientemente adaptado a los casos de diversificación no relacionada o constitución de conglomerados con fines estrictamente financieros.

- La evidencia empírica demuestra que, en un elevado porcentaje de fusiones y adquisiciones, la iniciativa la toma generalmente una de las empresas que participa en el proceso de concentración, siendo muy reducidos los casos de

fusiones entre iguales. En consecuencia, el proceso metodológico se discutió desde la perspectiva de la empresa compradora o promotora de la operación de fusión o adquisición.

- Después de considerar diferentes tipos de comportamientos en las empresas compradoras, en el modelo desarrollado admitimos que estamos en presencia de empresas que adoptan las decisiones de fusiones o adquisiciones desde una perspectiva racional o analítica, reconociendo con ello la importancia de una adecuada planificación de este tipo de decisiones y, por tanto, la lógica secuencial del modelo presentado.

- Las diferentes etapas o elementos del proceso se pueden clasificar en torno a tres fases perfectamente diferenciadas: la fase preadquisición, de marcado contenido estratégico; la fase de negociación, de marcado contenido político-decisional; y la fase postfusión o de integración, de marcado carácter organizativo.

- La mayoría de las investigaciones realizadas han centrado su atención en la importancia de alcanzar un buen encaje estratégico, o grado en el que la empresa adquirida aumenta o complementa la estrategia de la empresa compradora, descuidando los aspectos relacionados con el encaje organizativo o complementariedad de las prácticas culturales, sistemas de dirección, estructuras organizativas, etc. El modelo propuesto pretende desarrollar de forma equilibrada los aspectos relacionados con la complementariedad estratégica, así como los procesos de negociación y la integración organizativa.

- Cada proceso de fusión o adquisición adquiere su propia dinámica, alternándose períodos de gran actividad y estrés organizativo con otros de relativa ralentización del curso de los trabajos. En consecuencia, su duración temporal es variable, dependiendo de las circunstancias concretas de cada operación. Por ello, se consideró necesario el estudio de las fuerzas más importantes que estimulan o aceleran estos procesos, así como aquellas otras que alargan su duración en el tiempo.

- El carácter interdisciplinario y la complejidad técnica asociada a las actividades a desarrollar en las diferentes fases del proceso de fusión hacen necesaria la segmentación del mismo y la presencia, según las necesidades de cada momento, de diferentes agentes internos y externos. Esta segmentación de las actividades dificulta las tareas de integración de los trabajos realizados, debido al aislamiento secuencial o temporal de sus análisis y a la adopción de perspectivas y metodologías de trabajo esencialmente distintas, lo que exige una estrecha colaboración entre los participantes para garantizar el éxito de la



operación.

- Los diferentes agentes que participan en el proceso de fusión o adquisición pueden ser clasificados en dos categorías, en función del grado de relación que mantienen con la empresa: a) agentes internos (consejo de administración, presidente/director general, staff de desarrollo corporativo, directores funcionales, directores intermedios y empleados); y b) agentes externos (bancos de negocios, consultores, asesores, accionistas, sindicatos, proveedores, clientes, organismos locales, etc.). Los agentes anteriormente relacionados pueden a su vez ser clasificados, en función del grado de implicación en el proceso, en centrales y periféricos.

- Debido al elevado volumen de información que debe ser analizado para adoptar una correcta y oportuna decisión de fusión o adquisición, los equipos informáticos y los paquetes de software desarrollados con tales propósitos se han convertido, en la actualidad, en una importante herramienta de apoyo en las diferentes etapas del proceso metodológico presentado, simplificando considerablemente las tareas y reduciendo significativamente los equipos de trabajo necesarios para gestionar estos procesos.

## **8.- Sobre la orientación estratégica de la empresa promotora y el establecimiento de los criterios de selección de candidatos**

La primera fase del proceso metodológico consistió en llevar a cabo, desde una perspectiva competitiva, una evaluación interna de la empresa promotora de la acción y un análisis del entorno y del sector donde ésta compete. Una vez realizados estos análisis, se fijarán los objetivos y estrategias a nivel corporativo que conjuntamente definen lo que hemos denominado “orientación estratégica de la empresa promotora”. En esta etapa, las fusiones y adquisiciones se nos presentan como un método alternativo al crecimiento interno para desarrollar las estrategias corporativas. Escogido este método de desarrollo, los directivos deben establecer y consensuar los criterios que deben respetarse como restricciones básicas a la hora de seleccionar los candidatos potenciales. Entre los posibles criterios que, formal o informalmente, debe contemplar todo plan de adquisición se pueden relacionar los siguientes:

a) **Criterios cualitativos:** Relacionados con el tipo de negocio que se desea adquirir y con los aspectos organizativos y estratégicos de la operación. Entre estos criterios podemos enumerar: sector de actividad; sinergia con la empresa objetivo; ámbito geográfico; clima de la adquisición; posición competitiva; equipo de dirección; cultura corporativa; etc.

b) **Criterios cuantitativos:** Son generalmente de naturaleza económico-financiera, dentro de los que cabe destacar variables tales como: tasa de crecimiento, tamaño, rentabilidad sobre el capital, apalancamiento financiero, apalancamiento operativo, precio de compra, etc.

## **9.- Sobre la identificación de sectores y clasificación de los candidatos potenciales**

Una vez especificados los criterios, el proceso de identificación de candidatos comienza con la selección previa de aquellos sectores de actividad empresarial que presentan un elevado grado de atractivo para los intereses estratégicos de la empresa promotora de la operación de fusión o adquisición. A continuación, y dentro del sector o sectores considerados como objetivo, se identificarán todas aquellas empresas que satisfagan los criterios establecidos. A veces, este proceso es sencillo cuando se trata de un sector altamente concentrado y las empresas están sujetas a cotización bursátil; sin embargo, se *complica considerablemente cuando nos enfrentamos a sectores muy fragmentados e integrados por empresas no sujetas a cotización*. En estos casos, el éxito en su búsqueda se alcanzará siguiendo un proceso racional que requiere un alto grado de dedicación y esfuerzo por parte de la persona o equipo responsable de la identificación de la empresa ‘target’.

Después de analizar la información disponible para cada una de las empresas seleccionadas, se procederá a clasificarlas mediante la aplicación del método del ‘knockout’ o eliminación sucesiva, del método de la puntuación previa ponderación de criterios, o del modelo de Newton para la evaluación de adquisiciones, en las tres categorías siguientes:

a) Candidatos principales, o conjunto de empresas que mejor se ajustan a los criterios estratégicos previamente definidos para la realización de la operación de fusión o adquisición.

b) Candidatos secundarios, o relación de empresas que no cumplen alguno de los criterios, pero que no conviene descartar por las dificultades que puede entrañar el proceso de negociación a entablar con las empresas del primer grupo.

c) Candidatos inaceptables, o conjunto de empresas que en función de la información disponible sobre su situación actual y perspectivas futuras son de antemano rechazadas por alejarse de los criterios fijados.

Para garantizar el éxito en las gestiones a emprender con los propietarios o directivos de las empresas candidatas, es necesaria la formulación de una estrategia de acercamiento bien planificada. En el desarrollo de esta estrategia no basta con tener un buen conocimiento de los candidatos sino que es necesario prever anticipadamente sus posibles reacciones en los diferentes encuentros que se programen.

## **10.- Sobre la valoración económica de las empresas candidatas y la aproximación al precio de la transacción**

La evaluación de los candidatos potenciales es un proceso continuo que abarca la práctica totalidad de las etapas correspondientes a las fases de preadquisición y negociación de la metodología que estamos discutiendo. Sin embargo, existen varios momentos claves dentro del mismo donde la aplicación de métodos alternativos de valoración es esencial; uno de ellos se localiza inmediatamente después de las primeras reuniones con el candidato, para realizar una estimación de la gama de precios que se podría pagar por la empresa objetivo. Los principales métodos de valoración se pueden agrupar en torno a las cuatro categorías siguientes:

a) **Métodos fundamentados en la información contable:** Los métodos y valores que se integran dentro de esta primera agrupación son popularmente conocidos y hacen referencia a: el valor contable, el valor del patrimonio neto real y el valor sustancial. El hecho de que la información sea obtenida de los estados contables, proporcionados por las empresas candidatas y sujetos a unos principios generalmente aceptados y basados en criterios fiscales en lugar de criterios económicos, da como resultado que los valores utilizados lo sean a precios históricos, y no recojan aspectos tales como la inflación, la obsolescencia, etc., lo cual supone evidentes limitaciones y constituye las fuentes de críticas más importantes a este primer conjunto de métodos.

b) **Métodos económicos de valoración:** A la hora de evaluar económicamente a los candidatos principales, el método del valor actual neto se nos presenta como el más ampliamente utilizado por parte de aquellas empresas inmersas en procesos de fusiones y adquisiciones. A pesar de que estas operaciones son de naturaleza más compleja que la realización de un simple proyecto de inversión, la esencia económica de los dos tipos de transacciones es la misma. Por tanto, el método que analizamos no sólo se aplica a la hora de evaluar las inversiones de crecimiento interno, tales como ampliaciones de la capacidad existente, sino también a las inversiones de crecimiento externo, tales

como la adquisición o compra de una nueva empresa. En ambos casos, nos encontramos ante la realización de un desembolso inicial contra una corriente de cash flow que se espera alcanzar en el futuro.

c) **Métodos compuestos de valoración:** Para determinar el valor de la empresa por medio de los métodos denominados como compuestos, se nos presenta una amplia gama de alternativas que combinan la información básica utilizada en los métodos contables y económicos anteriores, así como los propios valores estimados con arreglo a los mismos. Su aplicación conduce a resultados sensiblemente diferentes, en función de los elementos utilizados y de la ponderación dada a cada uno de ellos. Dentro de esta agrupación, junto al método del activo neto real + n beneficios, y el método de la capitalización del 'goodwill' durante un tiempo limitado, los métodos más popularmente conocidos y aplicados son el indirecto o de los prácticos y el directo o de los anglosajones.

d) **El método del análisis comparativo:** El fundamento de este método consiste en comparar determinados indicadores financieros de la empresa candidata a la operación de fusión con los correspondientes a un grupo de empresas que ofrecen productos o servicios similares. Se pretende con ello inferir un valor para la empresa que está siendo evaluada en función de lo bien o mal que se encuentren sus indicadores con respecto a los del grupo seleccionado para tales propósitos. A la hora de definir este grupo se nos presentan dos alternativas: a) un grupo de empresas que han sido objeto de transacciones comparables, y b) un grupo de empresas que, sin haber sido objeto de transacción, operan actualmente en el sector.

## **11.- Sobre los características de los procesos de negociación de las operaciones de fusiones y adquisiciones**

Se ha podido constatar cómo los procesos de negociación han sido escasamente desarrollados en el campo del comportamiento organizativo. En diversos estudios realizados en otras disciplinas de carácter social, tales como la psicología, las relaciones laborales, la ciencia política y las relaciones internacionales, encontramos las raíces históricas de los conceptos y modelos teóricos desarrollados por las investigaciones más contemporáneas. Sin embargo, a pesar de haberse producido en los últimos años un mayor desarrollo de modelos conceptuales y aplicaciones empíricas, ninguno de ellos ha sido unánimemente aceptado como básico para la consideración y comprensión de los procesos de negociación.

Después de plantear en nuestro trabajo los tres niveles diferenciados en los que se pueden llevar a cabo los procesos de negociación (interpersonal, intergrupo e interorganizativo), en las fusiones y adquisiciones de empresas se presentan todos los tipos de negociación, aunque en etapas bien diferenciadas del proceso global que venimos discutiendo. Las negociaciones que en primer lugar se desarrollan son de carácter interorganizativo, entre los representantes de máximo nivel de las empresas afectadas. A las negociaciones de tipo organizativo, una vez alcanzado los acuerdos que recogen las condiciones de la operación, le seguirán otros tipos de negociaciones a nivel de grupos e individuales, entre miembros de diferentes departamentos de las empresas promotora y 'target' de la operación, de cuyos resultados dependerá en alto grado la integración con éxito de las unidades organizativas.

En las operaciones de fusiones y adquisiciones, los tipos de negociaciones dependen en alto grado de las características de las relaciones mantenidas entre los representantes de las empresas promotora y 'target'. Después de estudiar los factores determinantes, nos podemos encontrar con diferentes tipos de relaciones que forman un continuo de mayor a menor grado de cooperación. En un extremo de este continuo se sitúan las negociaciones distributivas, desarrolladas en contextos altamente competitivos o mejor descritas como situaciones ganador-perdedor o negociaciones bajo condiciones de conflicto suma cero. Este tipo de negociación se asocia generalmente a las fusiones de naturaleza hostil o también conocidas con el nombre de 'takeover'. En el extremo opuesto se nos presentan las negociaciones de carácter cooperativo, o situaciones también descritas como ganador-ganador o suma no cero. Estos casos se asimilan a las fusiones de tipo amistoso o 'friendly'. Sin embargo, hemos de tener presente que, en la práctica, los procesos de negociación no son puramente cooperativos o competitivos, sino que se presentan situaciones donde se combinan elementos característicos de estos dos planteamientos extremos.

## **12.- Sobre el desarrollo de las negociaciones**

Los elementos o variables independientes que condicionan el resultado del proceso de negociación de la operación de fusión se pueden resumir en los puntos siguientes:

1) La naturaleza de los objetivos perseguidos por las empresas afectadas por el proceso de fusión determina el grado de interdependencia existente entre las mismas. Dos aspectos de la estructura de objetivos merecen ser analizados.

En primer lugar, el grado de compatibilidad o en qué medida el alcance de las metas y objetivos de la empresa promotora está unido a los de la empresa 'target'. Este grado de compatibilidad determina que las negociaciones sean de naturaleza cooperativa (fusiones amistosas) o conflictivas (fusiones hostiles). Y en segundo lugar, el grado de tangibilidad o intangibilidad de los objetivos perseguidos; los objetivos tangibles son aquellos aspectos de la negociación que se ponen "sobre la mesa" para su discusión formal, tales como el precio, los sueldos, las condiciones de pago, etc. Por su parte, los objetivos intangibles hacen referencia a aspectos psicológicos de la negociación, tales como preservar el poder, mantener la reputación, alcanzar un buen trato, etc. Estos objetivos, aunque no son discutidos formalmente, influyen decisivamente en el resultado de las mismas.

2) Las negociaciones también pueden ser consideradas como procesos sociales sujetos a presiones ejercidas por diferentes grupos de interés o 'stakeholders'. Los representantes de las empresas no actúan en el proceso de negociación de la fusión de motu propio, estando los resultados del mismo influenciados por las presiones de diferentes colectivos (accionistas, empleados, directivos, asociaciones de consumidores, gobierno, medios de comunicación, etc.). Cuanto mayor es el número de partes afectadas por la fusión, más formalizados y complejos suelen resultar estos procesos.

3) Las características físicas y el ambiente del lugar donde se desarrollan las negociaciones tienen un gran impacto sobre los resultados de la misma. Aunque existe escasa investigación en este área, diferentes autores han resaltado la importancia que tienen aspectos aparentemente irrelevantes pero con alto grado de simbolismo en el desarrollo y resultado de la negociación. Entre estos aspectos merecen ser destacados las formas o disposiciones de las mesas de reuniones, la solemnidad o grado de formalidad del entorno de la negociación, la neutralidad de la propiedad del espacio físico, el grado de aislamiento o reserva de los locales donde se celebran las reuniones, etc.

4) El control del factor tiempo y el establecimiento de una fecha límite también influyen decisivamente en el resultado final de la negociación entre las empresas promotora y 'target'. Los negociadores habilidosos emplean tácticas de argumentación (concertación, compromiso, regateo, presión, etc.) y de desviación (cambio de tema, evitación, desactivación, etc.) que influyen en la duración de las negociaciones de varias formas: atascando, dilatando u obstruyendo para agotar a la oposición, o colocando líneas y opciones artificiales para acelerar el proceso. Asimismo, los trabajos de diferentes autores ponen de manifiesto cómo la mayoría de las negociaciones completan el tiempo disponible, aunque generalmente los acuerdos relevantes son alcanzados en el

último diez o quince por ciento del mismo.

### **13.- Sobre las condiciones de cierre de la operación**

Una vez que las partes intervinientes en el proceso de negociación hayan establecido y acordado las condiciones generales de la fusión o adquisición, se debería firmar un principio de acuerdo, denominado generalmente carta de intenciones. En este principio de acuerdo se establecerá que la empresa promotora y la 'target' han acordado la operación sujeta a:

- 1) la aprobación de las autoridades competentes en materia de fusión y adquisición,
- 2) la aprobación del acuerdo por las respectivas juntas de accionistas,
- 3) la preparación de un acuerdo definitivo para la fusión o adquisición,
- 4) la revisión satisfactoria de los documentos integrados en las diligencias debidas, y
- 5) acuerdo sobre las diferentes posibilidades de financiación de la operación.

Una vez fijadas las anteriores cláusulas de sujeción, el principio de acuerdo debe incorporar otros aspectos o contingencias tales como: el tipo de transacción (fusión o adquisición), el precio acordado de la operación, la fecha límite para realizarla o cancelarla definitivamente, las posibles restricciones sobre disposición de activos y pagos de dividendos de la empresa 'target' antes del cierre, los acuerdos que afectan a los directivos o empleados de la empresa 'target', las comisiones que deben ser pagadas a los 'brokers' o intermediarios de la operación, el carácter confidencial de la información intercambiada durante el proceso de negociación, etc.

Tomando como documento base de trabajo la carta de intenciones y la reglamentación que afecta a las operaciones de fusiones y adquisiciones, los asesores legales de las partes procederán a redactar el acuerdo definitivo, que deberá recoger los siguientes capítulos: I) los términos de la operación, II) las garantías establecidas, III) los compromisos de actuación, IV) las condiciones de cierre, y V) las posibles indemnizaciones.

#### **14.- Sobre las actividades de integración desde la perspectiva de la teoría del cambio organizativo**

Dentro de la metodología general que venimos discutiendo, son precisamente este tipo de actividades el que menor atención ha recibido, no sólo en la literatura especializada sino también en las propias prácticas empresariales, lo que no se corresponde con la importancia de la etapa dentro del proceso global y justifica en parte el elevado índice de fracasos relacionado con las operaciones de fusión y adquisición.

Nos encontramos ante una etapa de duración variable según los casos, pero particularmente vulnerable, porque combina estados de máxima incertidumbre y ansiedad y estrés de los empleados y otros colectivos afectados por la operación con estados de mínima claridad organizativa sobre nuevas responsabilidades operativas, estructuras y sistemas. Sin embargo, muchos autores están de acuerdo en considerar que no se trata de un período de incertidumbre incómoda que haya que soportar, sino todo lo contrario: un tiempo único que quizás no vuelva a presentarse en la vida de la organización y que exige el máximo compromiso y dedicación por parte de los directivos para introducir con éxito los cambios necesarios.

Ahora bien, como consecuencia de las operaciones de fusiones y adquisiciones, se puede presentar un conjunto de amenazas psicológicas y sociales tales como: sensaciones de inseguridad en el trabajo, incertidumbre profesional, estados de ansiedad y aumento de los niveles de estrés, disminución del grado de compromiso y lealtad con la empresa, falta de confianza en los compañeros y competencia destructiva entre los mismos, pérdida de capacidades técnicas y de gestión, traslado geográfico y marcha de empleados cualificados, etc., que dificulta la gestión de las actividades de integración y justifica en parte el grado de resistencia que oponen los miembros de la organización a los cambios necesarios, aspectos todos ellos que fueron analizados desde la perspectiva de las diferentes teorías y modelos relacionados con el cambio organizativo.

#### **15.- Sobre las principales categorías de decisiones directivas en el proceso de integración**

En función de las características de la fusión o adquisición realizada, la dirección de la empresa adquirente debe clarificar de antemano el tipo de papel que va a desempeñar en el proceso de integración de la empresa adquirida. Los diferentes papeles determinarán las principales categorías de decisión que deben



ser adoptadas, para facilitar el ajuste organizativo que permita el grado de integración empresarial deseado. Estas principales categorías de decisión se resumen en los puntos siguientes:

- **Desarrollo de un sistema efectivo de comunicación.** Desde la etapa prefusión debe desarrollarse un sistema de comunicación efectivo, que mantenga debidamente informados a los empleados, clientes, proveedores y otros colectivos ('stakeholders') que puedan afectar o verse afectados por la operación de fusión o adquisición. Centrando nuestra atención en el colectivo de empleados, una adecuada y efectiva información, sobre aspectos que afectan a su situación personal, a las características de la operación y al futuro de la nueva organización, permite confirmar o rechazar rumores, contrarrestar determinados efectos psicológicos de la operación, evitar la marcha de empleados claves para el futuro de la nueva organización y garantizar con ello la productividad continuada.

- **Diseño de estructuras y ajustes de sistemas de dirección.** Para alcanzar los objetivos e implementar las estrategias que se pretenden con las operaciones de fusiones y adquisiciones es necesario acometer, en la fase de integración, los trabajos que permitan desarrollar la estructura organizativa más adecuada, así como el ajuste de los sistemas de gestión complementarios, teniendo presente las diferentes realidades culturales y organizativas de las empresas integradas. Las repercusiones que pueden tener estas divergencias en los sistemas durante el proceso de ajuste organizativo dependen del grado de integración deseado: cuanta mayor autonomía se les conceda a las respectivas empresas, mayores divergencias podrán soportar en sus estructuras y sistemas de gestión. Sin embargo, aún conservando la autonomía, será necesario un mínimo de uniformidad de sistemas por razones de coordinación y control.

- **Integración de los planes de compensación y beneficios.** En toda operación de fusión o adquisición se aconseja iniciar cuanto antes el estudio de los problemas de los planes de compensación y beneficios. Aquellas empresas que han pospuesto en la fase de negociación el tratamiento de estos temas, y han continuado avanzando en el proceso, han sufrido posteriormente graves problemas en la etapa de integración, debido a la existencia de responsabilidades laborales desconocidas de antemano, cuyos costes asociados han dificultado la viabilidad financiera de la operación y han cuestionando el precio pagado por la misma. En cualquier caso, el plan (o planes) de compensación y beneficios definitivamente desarrollado en la fase de integración debe ser coherente con los objetivos y planteamientos estratégicos de la nueva organización, y debe respetar en su diseño los principios básicos de equidad, competitividad, flexibilidad y simplicidad en la comunicación, así como los derechos adquiridos

por los empleados y otras restricciones impuestas por la legislación vigente en el campo laboral.

- **Actualización de los programas de planificación de carreras.** La realización de una operación de fusión o adquisición ha representado, en muchos casos, una extraordinaria oportunidad para cuestionarse, revisar y proceder a actualizar los planes de carreras de las empresas integradas y desarrollar un nuevo plan acorde a las necesidades actuales y planteamientos estratégicos de la nueva organización. Es responsabilidad del departamento de recursos humanos, mediante la aplicación de adecuadas técnicas de evaluación, proceder cuanto antes, en la fase de integración, a la actualización del plan de carreras, con el fin de proporcionar a los empleados la información pertinente y en tiempo oportuno que les permita adoptar las decisiones más convenientes, evitando con ello un período prolongado e innecesario de incertidumbre, con la correspondiente inseguridad personal y profesional.

- **Programas de formación y desarrollo directivo.** No todas las empresas cuentan con departamentos de desarrollo empresarial, responsables de gestionar las operaciones de fusiones y adquisiciones. El caso más frecuente en nuestro entorno es encontrarnos con empresas que se enfrentan por primera vez en su vida organizativa a una operación de estas características, no contando sus directivos con la experiencia y conocimientos especializados que se necesitan para afrontar con éxito el proceso en su conjunto, y especialmente en las actividades propias de la integración organizativa. Para superar estas posibles deficiencias, se aconseja el desarrollo de programas de formación en esta materia, orientados a los equipos de trabajo que se formen y restantes directivos de las empresas participantes en la operación de concentración. Estos programas tienen un extraordinario poder integrador, al constituir elementos que reducen la resistencia al cambio organizativo y contribuir positivamente en el proceso de construcción de una cultura o ideología de integración.

- **El control de los efectos del estrés organizativo.** El nivel de estrés acumulado en una organización se puede ver sensiblemente incrementado por la incertidumbre asociada a toda operación de fusión o adquisición. Aunque los niveles alcanzados dependen de las circunstancias concretas de cada caso, una dirección adecuada del mismo requiere no sólo una alta dirección sensible, sino también un fuerte desarrollo de la función de recursos humanos para minimizar los posibles efectos nocivos, principalmente en las etapas de mayor incertidumbre, que coinciden con los momentos anteriores y posteriores a la firma del acuerdo de fusión. Es responsabilidad del departamento de recursos humanos desarrollar programas de carácter organizativo que ayuden a los empleados a dominar los niveles de estrés. Dentro de estos programas se podrían

incluir las acciones encaminadas a mejorar la comunicación organizativa, la mayor participación en la toma de decisiones, selección de personal con perfil adecuado al nuevo puesto de trabajo, asesoramiento en diferentes técnicas de autocontrol, tratamiento psicoterapéutico, etc.

## **16.- Sobre el proceso de aculturación de las empresas en la fase de integración**

Analizadas las raíces antropológicas del concepto de cultura, y de las lecciones aprendidas de diversas experiencias de fusiones y adquisiciones, se destaca la importancia de la aculturación o proceso a través del cual las empresas participantes en la operación de fusión o adquisición se ponen en contacto para decidir el modelo a seguir y resolver con éxito las cuestiones que surjan en el proceso de combinación cultural. Tomando en consideración diferentes factores relacionados con las empresas adquirente y adquirida, se discutieron los siguientes cuatro modelos de aculturación:

1) **Integración:** este primer modelo implica llevar a cabo determinados cambios estructurales y de comportamiento, pero que en ningún caso pueden ser interpretados como la imposición de la cultura de una empresa sobre la otra. Son los casos típicos de transformación cultural, donde las empresas participantes muestran su disposición a unirse y transformarse, creando una síntesis de las dos culturas y sistemas como consecuencia del proceso de fusión.

2) **Asimilación:** en el modelo de asimilación, la empresa adquirida no pone obstáculos a la desaparición de sus propios valores culturales, demostrando un alto grado de atracción por la cultura de la empresa adquirente. Sin embargo, tenemos que indicar que el modelo también puede operar en sentido contrario, cuando la cultura y los sistemas de la empresa adquirida dominan e incluso suplantando a los de la empresa compradora.

3) **Separación:** un tercer modelo de aculturación se plantea cuando ambas empresas desean mantener su identidad cultural y permanecer separadas una de la otra. Son los casos más frecuentes cuando la empresa adquirente sigue una estrategia de diversificación no relacionada y cuando la empresa adquirida manifiesta un alto deseo de preservar su propia realidad cultural. Determinados autores también denominan a estas operaciones autónomas como 'coexistencia', e indican que la diversidad entre las empresas puede ser incluso estimulada.

4) **Desculturación:** en esta cuarta forma de aculturación se lleva a cabo la desintegración cultural de una de las empresas debido a las fuertes presiones

por parte de la otra para que adopte su cultura. Se nos presenta esta situación cuando en la empresa adquirente existe una cultura dominante y se ha seguido una estrategia de diversificación de tipo no relacionado. Por su parte, los deseos de la empresa adquirida por preservar su propia cultura y el grado de atracción cultural que presenta la adquirente son relativamente bajos.

Estos cuatro modelos extremos, válidos desde una perspectiva teórico-académica, dan origen en la práctica a una amplia gama de alternativas intermedias sobre las formas a través de las cuales las empresas pueden resolver los problemas derivados de la integración cultural. Ahora bien, estos modelos también deben ser analizados desde una perspectiva dinámica, en el sentido de que determinadas circunstancias pueden hacer cambiar las preferencias de las empresas que participan en el proceso de fusión, evolucionando de esta forma los modelos de aculturación originalmente escogidos en sus procesos de integración.

# BIBLIOGRAFÍA

- ABELL, D. (1980), **Defining the business: The starting point of planning**, Prentice-Hall Inc.
- ADLER, H.S. y SNEATH, C.G. (1987), Acquiring companies in the U.S.A., **Long Range Planning**, vol 20, nº 2: 42-50
- AECA (1983), **Métodos prácticos de valoración de empresas**, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (julio),
- AECA (1991), **Política financiera y valor de la empresa**, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (junio),
- ALCAIDE, M. (1984), El concepto de estrategia y las matrices de portfolio, **Revista Española de Financiación y Contabilidad**, vol. 13, nº 45 (septiembre-diciembre): 451-524
- ALEXANDER HAMILTON INSTITUTE (1985), **Mergers and acquisitions**, Modern Business Reports
- ALONSO OLEA, M. (1985), **Derecho del Trabajo**, Universidad de Madrid-Facultad de Derecho (9ª edición)
- ALONSO OLEA, M. y CASAS BAAMONDE, M.E. (1986), **Derecho del Trabajo (actualización a la novena edición)**, Universidad de Madrid-Facultad de Derecho
- ALLISON, G.T. (1971), **The essence of decision**, Little Brown
- AMIHUD, Y. y LEV, B. (1981), Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, **Bell Journal of Economics**, vol. 12: 605-617
- ANDREWS, K.R. (1971), **The concept of corporate strategy**, Dow Jones-Irwin
- ANSOFF, H.I. (1965), **Corporate strategy**, McGraw-Hill (Existe versión española: La estrategia de la empresa, 1976, EUNSA),
- ANSOFF, H.I. (1984), **Implanting strategic management**, Prentice-Hall International
- ANSOFF, H.; BRANDENBURG, R.; PORTNER, F. y RADOSEVICH R. (1971), **Acquisitions behavior of U.S. manufacturing firms 1964-1965**, Vanderbilt University Press

- ARGYRIS, C. (1985), **Strategy change and defensive routines**, Pitman Publishing Inc.
- ARRUÑADA, B. (1990), **Control y regulación de la sociedad anónima**, Alianza Economía y Finanzas
- BALAKRISHNAN, S. (1988), The prognostics of diversifying acquisitions, **Strategic Management Journal**, vol. 9: 185-196
- BALLOUN, J.S. (1985), **The acquisitions management framework**, McKinsey & Company, Inc.
- BARALLAT, V. (1988), Glosario de términos. En la **Conferencia sobre buy-outs** celebrada en Madrid en abril de 1988 organizada por el Centro de Estudios Comerciales (CECO).
- BARNEY, J.B. (1988), Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis, **Strategic Management Journal**, vol. 9: 71-78
- BAUMOL, W.J. (1959), **Business behavior, value, and growth**, Macmillan
- BEAMISH, P.W. (1985), The characteristics of joint ventures in developed and developing countries, **Columbia Journal of World Business**, vol. 20, nº 3: 13-19
- BECKHARD, R. y HARRIS, R. (1987), **Organizational transitions**, Addison-Wesley Publishing Co. (2ª ed.)
- BEER, M. y WALTON, A.E. (1987), Organization change and development. En M.R. ROSENZWEIG y L.W. PORTER (eds.), **Annual Review of Psychology**, vol. 38: 339-340
- BENDANIEL, D.J. y ROSENBLOOM, A.H. (1990), **The handbook of international merges & acquisitions**, Prentice Hall
- BERLE, A.A. y MEANS, G.C. (1933), **The modern corporation and private property**, Macmillan
- BERMAN, R.J. y WADE, M.R. (1981), The planned approach to acquisitions. En Englewood Cliffs (ed.), **Handbook of merger and acquisitions**, Prentice-Hall
- BIBLER, R.S. (1989), The acquisition process: a program for success. En Richard S.Bibler (ed.), **The Arthur Young management guide to mergers and acquisitions**, John Wiley & Sons: 3-15

- BIRLEY, S. (1984), Success and failure in management buy-outs, **Long Range Planning**, nº 17: 32-40
- BLACK, B. (1989), **Bidder overpayment in takeovers**, Stanford Law Review
- BLUMENTHAL, J.F. y GREINER, L.E. (1988), **Strategic and management weakness as predictors of joint venture propensity among information technology firms** (Pendiente de publicación)
- BOISI, G.T. y O'TOOLE, T.M. (1987), Mergers of equals. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 357-371
- BOLETIN ECONOMICO ICE (1990), El control de las fusiones entre empresas, **Boletín Económico ICE** (29/10-04/11): 3965-3970
- BOUCHER, W.L. (1980), **The process of conglomerate merger**, Federal Trades Commission
- BRADLEY, J.W. y KORN, D.H. (1979), Acquisitions and mergers: a shifting route to corporate growth, **Management Review**, nº 68: 46-51 •
- BRADLEY, J.W. y KORN, D.H. (1981a), **Acquisition and corporate development**, Lexington Books
- BRADLEY, J.W. y KORN, D.H. (1981b), The changing role of acquisitions, **The Journal of Business Strategy**: 30-42
- BROCKHAUS, W.L. (1975), A model for success in mergers and acquisitions, **Advance Management Journal** (invierno): 40-49
- BUCKMAN, J.C. y PETERS, S.C. (1987), Mergers and acquisitions: The human equation, **Employment Relations Today**, nº 14 (primavera): 55-63
- BUENO CAMPOS, E. (1984), Dirección estratégica y cambio estructural: un análisis de los problemas estratégicos de la empresa, **Información Comercial Española**, nº 611 (julio): 23-31
- BUENOS CAMPOS, E. (1987), **Dirección estratégica de la empresa (Metología, técnicas y casos)**, Ediciones Pirámide, S.A.
- BUONO, A.F.; BOWDITCH, J.L. y LEWIS III, J.W. (1985), When cultures collide: The anatomy of a merger, **Human Relations**, nº 38: 477-500



- BUONO, A.Y. y BOWDITCH, J.L. (1989), **The human side of mergers and acquisitions**, Jossey-Bass
- BYARS, L.L.L. (1984), **Concepts of strategic management (Planning and implementation)**, Harper & Row Publishers
- CARNAL, C.A. (1990), **Managing change in organizations**, Prentice-Hall
- CARTWRIGHT, S. y COOPER, C.L. (1990), The impact of mergers and acquisitions on people at work: existing research and issues, **British Journal of Management**, vol. 1: 65-76
- CLARKE, C.J. (1987), Acquisitions: Techniques for measuring strategic fit, **Long Range Planning**, vol. 20, nº 3: 12-18
- COHEN, H. (1980), **You can negotiate anything**, Lyle Stuart Books
- COOKE, T.E. (1986), **Mergers & acquisitions**, Basil Blackwell Ltd
- COOKE, T.E. (1988), **Internacional mergers and acquisitions**, Basil Blackwell Ltd
- COOPER, C.L. y MARSHALL, J. (1978), **Understanding executive stress**, Macmillan
- COPELAND, T.; KOLLER, T. y MURRIN, J. (1990), **Valuation: Measuring and managing the value of companies**, John Wiley & Sons
- CORY, C.R. y REIS, J.P. (1987), The fine art of valuation. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 183-192
- COYNE, J. y WRIGHT, M. (1982), Buy-outs and British Industry, **LLoyds Bank Review** (octubre): 15-31
- COYNE, J. y WRIGHT, M. (1986), Management buy-outs, **Omega**: 417-419
- COYNE, J.; MILLS, A. y WRIGHT, M. (1987), **Management buy-out**, Woodhead-Faulkner Limited
- CRAWFORD, D.B. (1989), The acquisition agreement. En Richard S.Bibler (ed.), **The Arthur Young management guide to mergers and acquisitions**, John Wiley & Sons: 75-93

- CHAFEE, E.E. (1985), Three models of strategy, **Academy of Management Review**, vol. 10, nº 1: 89-98
- CHAMBERS, J.C.; MULLICK, S.K. y SMITH, D.D. (1977), Cómo escoger la técnica de previsión más conveniente, **Harvard-Deusto Business Review**:
- CHANDLER, A. (1962), **Strategy and structure: chapters in the history of american industrial enterprise**, M.I.T. Press
- CHATTERJEE, S. (1986), Types of synergy and economic values: the impact of acquisitions on merging and rival firms, **Strategic Management Journal**, nº 7: 119-139
- CHEVALIER, J.M. (1976), **L'économie industrielle en question**, Calmann-Levy (Existe versión española: La economía industrial en cuestión, 1979, H.Blume)
- CHURCHMAN, C.W. (1967), **The systems approach**, McGraw-Hill
- DAMARY, R.G.C. y TAYLOR, M.L. (1989), **Large company acquisition of the smaller firm - the breath of life or the kiss of death?** (Pendiente de publicación)
- DAVID, F.R. (1985), How do we choose among alternative growth strategies?, **Managerial Planning** (enero-febrero): 14-22
- DAVIS, M. (1970), **Game theory: A nonthechnical introduction**, Basic Book
- DAVIS, M.G. (1985), Trading in strategic business units. Ponencia presentada en la **5ª Conferencia Mundial de la Strategic Management Society**
- DE NOBLE, A.F. (1984), Mergers and acquisitions: an analysis of the postmerger integration process. Ponencia presentada en la **4ª Conferencia mundial de la Strategic Management Society**
- DEAL, T.E. y KENNEDY, A.A. (1985), **Las empresas como sistemas culturales: Ritos y rituales de la vida organizacional**, Editorial Sudamericana
- DENNIS, D.K. y McCONNELL, J.J. (1986), Corporate mergers and security returns, **Journal of Financial Economics**, nº 16: 143-187
- DEUTSCH, M. (1973), **The resolution of conflict**, Yale University Press

- DODD, P. (1980), Merger proposals, management discretion and stockholder wealth, **Journal of Financial Economics**, nº 8: 105-137
- DOUGLAS, A. (1962), **Industrial peacemaking**, Columbia University Press
- DRUCKER, P.F. (1954), **The practice of management**, Harper and Row Publishers
- DRUCKER, P.F. (1981), The five rules of successful acquisition, **The Wall Street Journal** (15/10)
- DUHAIME, I.M. y SCHWENK, C.R. (1985), Conjectures on cognitive simplifications in acquisition and divestment decision making, **Academy of Management Review**, nº 10: 287-295
- DUNCAN, R. y ZALTMAN, G. (1977), **Strategies for planned change**, Wiley
- DWYER III, J.B. y GARNER, J. (1987), Finding more than a finder. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 127-133
- DYER (Jr.), W.G. (1985), The cycle of cultural evolution in organizations. En R.H.KILMANN (ed.), **Gaining of the corporate culture**, Jossey-Bass Publishers: 200-229
- EDWARDS, W.J. (1987), Planning models for M&A analysis. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 15-29
- ENGLEDOW, J.L. y LENZ, R.T. (1986), Environmental Analysis: the applicability of current theory, **Strategic Management Journal**, vol. 7: 329-346
- FAHEY, L. y KING, W. (1977), Environmental scanning for corporate planning, **Business Horizons** (agosto): 61-71
- FEINBERG, R. (1985), Sales at risk: A test of the mutual forbearance theory of conglomerate behavior, **Journal of Business**, nº 58: 225-241
- FELDMAN, M.; MARTIN, K. y MORSE, N. (1987), The right way to combine managements. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 311-323
- FERNANDEZ PELAZ, M. (1988), Problemas actuales de la fusión de sociedades y la proyectada reforma de su régimen, **Boletín de Estudios Económicos**, vol. 43, nº 135 (Diciembre): 435-450

- FISHBEIN, M. y AZJEN, I. (1975), **Belief, attitude, intention and behavior: An introduction to theory and research**, Addison Wesley
- FREEMAN, E. (1984), **Strategic management: a stakeholder approach**, Pitman Publishing Inc.
- FREIER, J.L. (1981), Acquisition search programs, **The Journal of Corporate Venture** (verano)
- FREUND, J.C. (1987), Merger negotiations. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 193-200
- FRIEDMAN, A. y GIBSON, R. (1988), Philip Morris Co. is bidding \$90 a share for Kraft Inc. en \$11 billion tender offer, **Wall Street Journal** (octubre): A3
- GADDIS, P.O. (1987), Taken over, turned out, **Harvard Business Review**, nº 65: 8-22
- GALBRAITH, C.S. y STILES, C.H. (1984), Merger strategies as a reponse to bilateral market power, **Academy of Management Journal**, vol. 27, nº 3: 511-524
- GALBRAITH, J.K. (1967), **The new industrial state**, Hamish Hamilton
- GALBRAITH, J.R. y KAZANJIAN, R.K. (1986), **Strategy implementation: structure, systems and process**, West Publishing (2ª ed.)
- GALBRAITH, J.R. y NATHANSON, D.A. (1978), **Strategy implementation: the role of structure and process**, West Publishing Co.
- GALINDO MARTIN, M.A. (1989), Análisis del régimen jurídico y fiscal de las fusiones de las Cajas de Ahorros, **Esic Market** (enero-febrero-marzo): 101-121
- GARCIA FALCON, J.M. (1987), **Formulación de estrategias en la empresa**, Centro de Investigación Económica y Social de Canarias
- GARCIA FALCON, J.M. y GARCIA CABRERA, A.M. (1991), Hacia un nuevo concepto unificado e integrador de las diferentes dimensiones de la cultura corporativa, **DEDE de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, serie documentos de investigación**, nº 1 (enero)
- GARRIGUES, J. (1976), **Curso de Derecho Mercantil**, Imprenta Aguirre

- GEORGOFF, D.M. y MURDICK, R.G. (1986), Manager's guide to forecasting, **Harvard Business Review** (enero-febrero): 110-120
- GINTER, P. y RUCKS, A. (1984), Can business learn from wargames?, **Long Range Planning**, vol. 17, nº 3: 123-128
- GLUECK, W. (1976), **Business policy, strategy formation, and management**, McGraw-Hill (2ª edición)
- GLUECK, W. (1980), **Strategic management and business policy**, McGraw-Hill
- GOODMAN, P.S. y KURKE, L.B. (1982), Studies of change in organizations: A status report. En P.S.GOODMAN (ed.), **Change in organizations**, Jossey-Bass: 1-2
- GORDON, J.R.; MONDY, R.W.; SHARPLIN, A. y PREMEAUX, S. (1990), **Management and organizational behavior**, Allyn and Bacon
- GORT, M. (1969), An economic disturbance theory of mergers, **Quarterly Journal of Economics**, nº 83: 624-642
- GRAVES, D. (1981), Individual reactions to a merger of two small firms of brokers in the re-insurance industry: a total population survey, **Journal of Management Studies**, nº 18-1: 89-113
- GREEN, S. (1986), The meaning of ownership in management buy outs, **Centre for Business Strategy**, nº 5
- GREVE, J.T. (1987), Management buy-outs and LBOs. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 345-355
- GRIFFITH, S.B. (1963), **Sun Tzu. The art of war**, Oxford University Press
- GUTH, W.D. (1980), Corporate growth strategies, **The Journal of Business Strategy**: 56-62
- GUTIERREZ VIGUERA, M. (1989), Criterios empresariales en una operación de buy-out, **Estrategia Financiera**: 24-28
- HALL, P.D. y NORBURN, D. (1987), The management factor in acquisition performance, **Cranfield School of Management**: 23-30

- HALL, W.K. (1978), SBUs: Hot, new topic in the management of diversification, **Business Horizons**: 17-25
- HANNEY, J. (1986), The management buy-out - an offer you can't refuse, **Omega**, nº 14
- HARRIGAN, K.R. (1983), A framework for looking at vertical integration, **The Journal of Business Strategy** (invierno): 30-37
- HARRIGAN, K.R. (1984), Joint Ventures and Global Strategies, **Columbia Journal of World Business**: 8-16
- HARRIGAN, K.R. (1985), **Strategies for joint ventures**, Lexington Books
- HARRIGAN, K.R. (1986), **Managing for joint venture success**, Lexington Books
- HARRIGAN, K.R. (1988), Joint ventures and competitive strategy, **Strategic Management Journal**, vol. 9: 141-158
- HASPELAGH, P. y FARQUHAR, A.B. (1987), The acquisition integration process: a contingent framework, Ponencia presentada en la 7ª **Conferencia Mundial de la Strategic Management Society**
- HATTEN, K.J. y SCHENDEL, D.E. (1972), **Business policy or strategic management: A view for an emerging discipline**. En Mitchell, V.F. Barth, R.T. y Mitchel, F.H. (Eds.), *Academy of Management Proceedings*
- HAWK, K. (1988), **Hostile Takeovers: an empirical study of their long term impacts** (Pendiente de publicación)
- HAX, A. C. y MAJLUF, N.S. (1984), **Strategic management: an integrate perspective**, Prentill Hall
- HAX, A.C. y MAJLUF, N.S. (1988), The concept of strategy and strategy formation process, **Interfaces**, nº 18 (mayo-junio): 99-109
- HAYES, R.H. (1979), The human side of acquisition, **Management Review** (noviembre): 41-46
- HENRY, H.W. (1980), Appraising company's strengths and weaknesses, **Managerial Planning** (julio/agosto): 31-36

- HERZ, J.W. (1987), Broker and finder agreements. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 135-149
- HITCHENS, R.E.; ROBINSON, J.A. y WADE, D.P. (1978), The directional policy matrix: Tool for strategic planning, **Long Range Planning**, vol. 11 (junio): 8-15
- HOFER, C.W. y SCHENDEL, D. (1978), **Strategy formulation: analytical concepts**, West Publishing Company
- HOFSTEDE, G. (1989), Organizing for cultural diversity, **Working paper University of Limburg**
- HOLDERNESS, C.G. y SHEEHAN, D.P. (1985), Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors, **Journal of Financial Economics**, nº 14: 555-579
- HOWE, W.S. (1986), **Corporate Strategy**, MacMillan Education Ltd
- HOWELL, R.A. (1970), Plan to integrate your acquisitions, **Harvard Business Review** (noviembre-diciembre): 66-76
- HREBINIAK, L.G. y JOYCE, W.F. (1984), **Implanting strategy**, MacMillan Publishing Company
- HUNGER, J.D. y WHEELLEN, T.L. (1983), **Strategic management and business policy**, Addison-Wesley Publishing Company, Inc.
- HUNT, J. (1988), Managing the successful acquisition: A people question, **London Business Scholl Journal** (verano): 2-15
- HUSSEY, D.E. (1978), Portfolio analysis: Practical experience with the directional policy matrix, **Long Range Planning**, vol. 11 (agosto): 2-8
- IKLE, F.C. (1964), **How nations negotiate**, Harper & Row
- IMBERMAN, A. (1985), The human side de mergers, **Management Review** (junio): 35-37
- JACOBS, W.I. y SHAPIRO, K.P. (1987), Merging benefit and compensation plans. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 301-310

- JACQUEMIN, A. (1982), **Économie industrielle européenne**, Bordas. (Existe versión española: Economía industrial, 1982, Hispano Europea)
- JEMISON, D.B. y SITKIN, S.B. (1984), Hidden barriers to acquisition success, **Research Paper Series Stanford University**, nº 775
- JEMISON, D.B. y SITKIN, S.B. (1986), Corporate acquisitions: a process perspective, **Academy of Management Review**, nº 11: 145-163
- JEMISON, D.B. y SITKIN, S.B. (1990), Adquisiciones de empresas: una perspectiva del proceso. En documento de trabajo nº 1 del Centro de Estudios sobre las Organizaciones, **Fusiones y adquisiciones: aspectos culturales y organizativos**, COS/Fundación José María de Anzizu: 67-92
- JENSEN, M.C. (1984), Takeovers: Folklore and science, **Harvard Business Review**, 62 (6): 109-121
- JOHNSON, G. y SCHOLLES, K. (1984), **Exploring corporate strategy**, Prentice-Hall International
- KARLSSON, P. y MEERSTADT, B. (1989), **The acquisition framework: a managerial tool for takeovers** (Pendiente de publicación)
- KAST, F.E. y ROSENZWEIG, J.E. (1979), **Organization and management**, McGraw-Hill
- KATONA, G. (1951), **Psychological analysis of economic behaviour**, Wiley
- KELMAN, H. (1965), **International behavior**, Holt, Rinehart & Winston
- KILMANN, R.H.; SAXTON, M.J. y SERPA, R. (1985), Introduction: five key issues in understanding and changing culture. En R.H.KILMANN (ed.), **Gaining of the corporate culture**, Jossey-Bass Publishers: 1-15
- KIRC, R.G. (1987), International acquisitions. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 383-391
- KITCHING, J. (1967), Why do mergers miscarry?, **Harvard Business Review**, vol. 45, nº 6: 84-101
- KLEINDORFER, P. (1984), Toward a theory of strategic problem formulation. Ponencia presentada en la **4ª Conferencia Municipal de la Strategy Management Society** (octubre).



- KLUG, R.J. (1989), Valuing the potential acquisition. En Richard S.Bibler (ed.), **The Arthur Young management guide to mergers and acquisitions**, John Wiley & Sons: 35-51
- KOGUT, B. (1985), Why international joint ventures succeed or fail. Ponencia presentada en la **5ª Conferencia Mundial de la Strategy Management Society** (octubre)
- KOGUT, B. (1988a), Competitive rivalry and the stability of joint ventures, **Working paper of the Regional H.Jones Center**
- KOGUT, B. (1988b), Joint ventures: theoretical and empirical prospective, **Strategic Management Journal**, nº 9: 319-332
- KORDA, M. (1975), **Power: How to get it, how to use it**, Random House
- KOTLARCHUK, E.; LORANGE, P. y SINGH, H. (1987), Corporate acquisitions: a strategic perspective. En Milton Rock (ed.), **The Mergers and Acquisitions Handbook**, McGraw-Hill
- KOTTER, J.P. y SCHLENSINGER, L.A. (1979), Choosing strategies for change, **Harvard Business Review** (marzo-abril): 106-114
- KÜBLER-ROSS, E. (1969), **On death and dying**, Macmillan
- LAFUENTE, A. y SALAS, V. (1983), Una nueva empresa para la economía industrial: La teoría económica de la dirección estratégica, **Información Comercial Española** (marzo): 63-72
- LAURENT, L. (1989), **Las negociaciones profesionales y empresariales**, Ediciones Deusto, S.A.
- LAWRENCE, P.R. y LORSCH, J.W. (1967), **Organization and environment**, Richard D. Irwing
- LEARNED, E.; CHRISTENSEN, C.; ANDREWS, K. y GUTH, W. (1965), **Business policy, text and cases**, Richard D.Irwin, Inc.
- LEIGHTON, C.M. y TOD, G.R. (1969), After the acquisition: continuing challenge, **Harvard Business Review** (marzo-abril): 90-102
- LEONTIADES, M. (1982), Rationalizing the unrelated acquisition, **California Management Review**, nº 3: 5-14

- LEWICKI, R.J. (1981), Bargaining and negotiation, **The Organizational Behavior Teaching Journal**, vol. 4, nº 2
- LEWIN, K. (1951), **Field theory en social science**, Harper & Row
- LIDDELL-HART, B.H. (1968), **Strategy**, Praeger
- LINNEMAN, R.E. y THOMAS, M.J. (1982), A commonsense approach to portfolio planning, **Long Range Planning**, vol. 15, nº 2 (abril): 77-92
- LOIZAGA, J.M. (1988), Introducción al buy-out. En la **Conferencia sobre buy-outs** celebrada en Madrid en abril de 1988 organizada por el Centro de Estudios Comerciales (CECO)
- LORANGE, P. (1980), **Corporate planning**, Prentice-Hall, Inc.
- LUBATKIN, M. (1987), Merger strategies and stockholder value, **Strategic Management Journal**, vol. 8: 39-53
- LYLES, M.A. (1985), Desire for control and changing motivations for involvement: A case study of an international joint ventures. Ponencia presentada en la **5ª Conferencia Mundial de la Strategy Management Society**
- LYLES, M.A. (1988), Learning among joint venture-sophisticated firms. En F. CONTRACTOR y P. LORANGE (eds.), **Cooperative strategies and international joint ventures**, Lexington Books
- LYNCH, R.P. (1989), **The practical guide to joint ventures & corporate alliances**, John Wiley & Sons, Inc.
- MACE, M.L. y MONTGOMERY (Jr.), G. (1962), **Management problems of corporate acquisitions**, Harvard Business Press
- MALATESTA, P.H. (1983), The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms, **Journal of Financial Economics**, nº 11: 155-181
- MALEKZADEH, A.R. y NAHAVANDI, A. (1989), Making mergers work by managing the acculturation process, **Working Paper Series of Arizona State University**
- MALEKZADEH, A.R. y NAHAVANDI, A. (1990), Making merger work by managing cultures, **The Journal of Business Strategy** (mayo-junio): 55-57

- MAREMONT, M. y MITCHELL, R. (1988), Pillsbury could be a grand coup for Grand Met, **Business Week** (octubre): 30
- MARGOLIS, O.S.; RUETHER, H.C.; KUTSCHER, A.H.; KLAGSBURN, S.C.; MARCUS, E.; PINE, V.R. y CHEVICO, D.J. (1985), **Loss, grief, bereavement**, Praeger
- MARKS, M.L. (1982), Merging human resources: a review of current research, **Mergers and Acquisitions**, vol. 17, n° 2: 38-44
- MARRIS, R. (1964), **The economic theory of managerial capitalism**, Free Press of Glencoe
- MINER, J.B. y STEINER, G.A. (1977), **Management policy and strategy: text, readings and cases**, MacMillan Publishing Co. Inc.
- MINTZBERG, H. (1983), **La naturaleza del trabajo directivo**, Ariel
- MIRVIS, P.H. y SONKA, A.L. (1983), When cultures collide: The case study of corporate culture. Paper presentado en la **43ª Conferencia Anual de la Academy of Management** (agosto)
- MONTGOMERY, C.A. y SING, H. (1987), Corporate acquisition strategies and economic performance, **Strategic Management Journal**, Vol. 8: 377 - 386
- MONTGOMERY, C.A. y WILSON, V.A. (1986), Mergers that last: A predictable pattern?, **Strategic Management Journal**, n° 7: 91-96
- MORRIS, J.M. (1987), **Joint Ventures (An accounting, tax, and administrative guide)**, John Wiley & Sons
- McCANN, J.E. y GILKEY, R. (1990), **Fusiones y adquisiciones de empresas**, Ediciones Díaz de Santos, S.A.
- McCANN, J.E. y GALBRAITH, J.R. (1981), Interdepartmental relations. En P.NYSTROM y W.STARBUCK (eds.), **Handbook of organizational desing**, vol. 2, Oxford University Press: 60-84
- McDONAGH, J.M. (1989), Evaluating the acquisition candidate. En Richard S.Bibler (ed.), **The Arthur Young management guide to mergers and acquisitions**, John Wiley & Sons: 17-33
- McDONALD, J. (1975), **The game of business**, Doubleday

- NARAYANAN, V.K. y TAYLOR, M.L. (1985), Issues in managing joint ventures: problems and potencial solutions. Ponencia presentada en la **5ª Conferencia Mundial de la Strategy Management Society** (octubre)
- NAYLOR, T.H. y THOMAS, C. (1984), **Optimization models for strategic planning**, North-Holland
- NEWMAN, L.R. (1989), Acquisition in Europe. En Richard S.Bibler (ed.), **The Arthur Young management guide to mergers and acquisitions**, John Wiley & Sons: 275-289
- NEWTON, J.K. (1981), Acquisitions: a directional policy matrix approach, **Long Range Planning**, vol.14, nº 6: 51-57
- NIERENBERG, G. (1984), **Principios fundamentales de la negociación**, Editorial Sudamericana
- NORBUNG, D.; BIRLEY, S. y DUNN, M. (1985), Corporate culture: A positive correlate with marketing effectiveness. Ponencia presentada en la **5ª Conferencia Mundial de la Strategy Management Society** (octubre)
- OHMAE, K. (1983), **The strategic triangle and business unit strategy**, The McKinsey Quarterly
- O'ROURKE, J.T. (1989), Postmerger integration. En Richard S.Bibler (ed.), **The Arthur Young management guide to mergers and acquisitions**, John Wiley & Sons: 217-228
- PAINE, F.T. y POWER, D.J. (1984), Merger Strategy: An examination of Drucker's five rules for successful acquisitions, **Strategic Management Journal**, vol. 5: 99-110
- PARASURAMAN, y ALUTTO (1984), Sources and outcomes of stress in organizacional setting: toward the development of a structural model, **Academy of Management Journal** (junio):
- PEARCE II, J.A. (1982), Selecting among alternative grand strategies, **California Management Review**, Vol. 24, nº 3: 23-31
- PETTIGREW, A. (1977), Strategy formulation as a political process, **Journal of International Management Studies**, nº 7: 78-87
- PORTER, M.E. (1980), **Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors**, The Free Press. (Existe versión española: Estrategia competitiva, 1982, Compañía Editorial Continental, S.A.)

- PORTER, M.E. (1985), **Competitive advantage**, Free Press. (Existe versión española: Ventaja competitiva, 1987, Compañía Editorial Continental, S.A.)
- PORTER, M.E. (1987), From competitive advantage to corporate strategy, **Harvard Business Review**, vol. 65, nº 3: 43-59
- POWER, D.J. (1983), Acquisition decision making, **Mergers and Acquisitions**, vol. 18, nº 2: 63-75
- POWER, D.J. y RUBENSON, G.C. (1985), Dysfunctional corporate acquisitions decision behavior. Ponencia presentada en la **5ª Conferencia Mundial de la Strategic Management Society**
- RAPPAPORT, A. (1979), Strategic analysis for more profitable acquisitions, **Harvard Business Review** (julio-agosto): 99-110
- RAPPAPORT, A. (1981), Selecting strategies that create shareholder value, **Harvard Business Review** (mayo-junio): 139-149
- RAPPAPORT, A. (1987), Discounted cash flow valuation. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 163-181
- RAPPAPORT, A. (1966), **Two person game theory: The essential ideas**, University of Michigan Press
- RAVENSCLAF, D.J. y SCHERER, F.M. (1987), **Mergers, sell-offs, and economic efficiency**, The Brookings Institution
- REIMANN, B. y WIENER, Y. (1986), Corporate culture and strategy change: analyzing the source and focus of shared values. **Documento presentado en la Academy of Management Meetings** in Chicago (agosto)
- RHOADES, S.A. (1983), **Power, empire building, and mergers**, D.C.Heath & Co.
- RITCH, H.L. (1987), Pursuing acquisition candidates. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 117-126
- ROBBINS, S.P. (1989), **Organizational behavior (concepts, controversies, and applications)**, Prentice-Hall (4ª ed.)

- ROBERTSON, A.D. (1987), Golden Rules of M&A financing. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 225-233
- ROE, C. y ZWEIG, L. (1987), Computer products: implements of the craft. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 151-159
- ROSENBAUM, J.E. (1984), **Career mobility in a corporate hierarchy**, Academic Press Inc.
- ROUSE, A.M. (1987), The postmerger task force. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 291-299
- ROWE, A.J. MASON, R.O. y DICKEL, K.E. (1985), **Strategic management & business policy: A methodological approach**, Addison-Wesley Publishing Company Inc.
- RUIZ DE ALEGRIA, J. (1988), Una nota sobre leveraged buy-outs, **Boletín de Estudios Económicos**, vol. 43, nº 135 (Diciembre): 469-474
- RUMELT, R.P. (1974), **Strategy, structure and economic performance**, Harvard University Press (Cambridge)
- RUMELT, R.P. (1982), Diversification strategy and profitability, **Strategic Management Journal**, vol. 3, nº 4: 359-370
- RUTLAND, J. y SHER, M.G. (1987), **The fourth merger wave** (Pendiente de publicación)
- SALAS FUMAS, V. (1985), **Memoria de Cátedra. Universidad de Zaragoza**
- SALES, A.L. y MIRVIS, P.H. (1984), When cultures collide: issues in acquisition. En John R.Kimberly y Robert E.Quinn (eds.), **New futures: the challenge of managing corporate transitions**, Dow Jones-Irvin: 107-133
- SALTER, M.S. y WEINHOLD, W.A. (1978), Diversification via acquisition: creating value, **Harvard Business Review** (julio-agosto): 166-176
- SALLENAVE, J.P. (1984), **Direction generale et stratégie d'entreprise**, Les Editions d'Organisation

- SCOTT, C.R. (1973), The industrial state: Old myths and new realities, **Harvard Business Review**, vol. 51, nº 2: 133-148
- SCOTT, J.T. (1982), Multimarket contact and economic performance, **Review of Economics and Statistics**, nº 64: 368-375
- SCHEIN, E.H. (1985), **Organizational culture and leadership: A dynamic view**, Jossey-Bass Publishers. (Existe versión española: La cultura empresarial y el liderazgo: una visión dinámica, 1988, Plaza & Janes Editores, S.A.)
- SCHENDEL, D.E. y HATTEN, K.J. (1972), **Business policy or strategic management: A view for an emerging discipline**. En MITCHELL, V.F. BARTH, R.T. y MITCHELL, F.H. (Eds.), Academy of Management Proceedings
- SCHERER, F.M. (1973), **Industrial market structure and economic performance**, Rand McNally (3ª ed.)
- SCHMALENSEE, R. (1990), Economías del tamaño empresarial y poder de mercado. En Xavier Vives y Jordi Gual (eds.), **Concentración empresarial y competitividad: España en la C.E.E.**, Ariel Economía/Fedea: 55-67
- SCHWARTZ, H. y DAVIS, S.M. (1981), Matching corporate culture and business strategy, **Organizational Dynamics**, vol. 6: 30-48
- SCHWEIGER, D.L.; IVANCEVICH, J.M. y POWER, F.R. (1987), Executive actions for managing human resources before and after acquisition, **Academy of Management Executive**, nº 2: 127-138
- SCHWEIGER, D.M. e IVANCEVICH, J.M. (1985), Human resources: The forgotten factor in mergers and acquisitions, **Personnel Administrator** (noviembre), nº 30: 47-61
- SEETOO, D. (1977), **The strategy of large horizontal mergers: An empirical investigation**, Northwestern University Press
- SENN, L. (1989), Culture. En Richard S.Bibler (ed.), **The Arthur Young management guide to mergers and acquisitions**, John Wiley & Sons: 229-243

- SHCEIN, E.H. (1990), Fusiones y adquisiciones: algunos temas claves para la alta dirección. En **Fusiones y adquisiciones: aspectos culturales y organizativos**, Documento de Trabajo nº 1 del Centro de Estudios sobre las Organizaciones, Fundación José M. de Anzizu: 9-15
- SHIRLEY, S. (1977), The human side of merger planning, **Long Range Planning**, nº 10: 33-39
- SIKORA, M. (1987), Finding your way around Washington. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 411-417
- SIMON, H.A. (1957), **Models of man, social and rational**, Wiley
- SINESTAR, M. (1981), Mergers, morale and productivity, **Personnel Journal** (noviembre): 863-867
- SINGH, H. y MONTGOMERY, C.A. (1987), Corporate acquisition strategies and economic performance, **Strategic Management Journal**, Vol. 8: 377-386
- SMIRCICH, L. (1983), Concept of culture and organizational analysis, **Administrative Science Quarterly**, nº 28: 339-358
- SMITH, C.G. (1971), **Conflict resolution: contributions of behavioral sciences**, University of Notre Dame Press
- STANCILL, J. (1988), Adquisiciones apalancadas de pequeñas empresas, **Harvard-Deusto Business Review**, nº 36: 33-42
- STEERS, R.M. (1977), **Organizational effectiveness: A behavioral view**, Goodyear Publishinb Co.
- STEINER, P.O. (1975), **Mergers: motives, effects, control**, University of Michigan Press
- STEVENS, C.M. (1963), **Strategy and collective bargaining negotiation**, McGraw-Hill
- STEVENSON, H.H. (1976), Defining corporate strenghts and weaknesses, **Sloan Management Review**, vol. 17, nº 3
- SUTTON, R.I. (1983), Managing organizational death, **Human Resource Management**, nº 22: 391-412



- TAYLOR, M.L. y WEAVER, R.A. (1988), Management buyouts on two continents: experiencias, results, and dangers. Ponencia presentada en la **8ª Conferencia Mundial de la Strategic Management Society**
- TICHY, N. (1983), **Managing strategic change: Technical, political, and cultural dynamics**, John Wiley & Sons
- TRAUTWEIN, F. (1990), Merger motives and merger prescriptions, **Strategic Management Journal**, vol. 11: 283-295
- VASCONCELLOS, F.P. (1985), Environmental analysis for strategic planning, **Managerial Planning** (enero-febrero)
- WALSH, J.P. (1988), Top management turnover following merges and acquisitions, **Strategic Management Journal**, vol. 9: 173-183
- WALTER, G.A. (1985), Culture collisons in mergers and acquisitions. En P.J.FROST, L.F.MOORE, M.R.LOUIS, C.C.LUNDBERG y J.MARTIN (eds.), **Organizational Culture**, Sage Publications
- WALTON, R.E. y McKERSIE, B. (1965), **A behavior theory of labor negotiation**, McGraw-Hill
- WESTON, J.F. (1987), The payoff in mergers and acquisitions. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 31-47
- WESTON, J.F. y CHUNG, K.S. (1983), **Do mergers make money?, Mergers and Acquisitions**, vol. 18, nº 3: 40-48
- WHEELWRIGHT, S.C. (1984), Strategy, management and strategic planning approaches, **Interfaces**, vol. 14, nº 1: 19-33
- WILLIAMSON, O.E. (1964), **The economics of discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firm**, Prentice-Hall Inc.
- WIND, Y. y MAHAJAN, V. (1981), Designing product and business portfolios, **Harvard Business Review** (enero-febrero): 155-165
- WOOD, G. (1987), Stroh-Schlitz: A successful integration. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 325-334
- WRIGHT SEARBY, F. (1969), Control postmerger change, **Harvard Business Review** (septiembre-octubre): 4-12

- WYSER-PRATTE, Guy P. (1987), Merger arbitrage. En Milton L.Rock (ed.), **The mergers and acquisitions handbook**, McGraw-Hill Book Company: 235-246
- YIP, G.S. (1982), Diversification entry: internal development versus acquisition, **Strategic Management Journal**, vol. 3, n° 4: 331-347
- YOU, V.; CAVES, R.; SMITH, M. y HENRY, J. (1986), 'Megers and bidders' wealth: Managerial and strategic factors. En Lacy G.Thomas (ed.), **The economics of strategic planning**, Lexington Books: 201-221
- ZIMBARDO, P.; EBBESEN, E. y MASLACH, C. (1977), **Influencing attitudes and changing behavior**, Addison Wesley (2ª ed.)



FUNDACION UNIVERSITARIA  
DE LAS PALMAS