

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



Fundada en 1995



¿POR QUÉ FRACASAN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES?

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

ROBERTO CARLOS GAVIDIA HERNÁNDEZ

PARA OPTAR AL GRADO DE

MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

AGOSTO DE 2010

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MÁSTER RUFINO ANTONIO QUEZADA SÁNCHEZ

SECRETARIO GENERAL : LIC. DOUGLAS VLADIMIR ALFARO CHÁVEZ

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

VICEDECANO : MÁSTER ÁLVARO EDGARDO CALERO RODAS

SECRETARIO : MÁSTER JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ CONTRERAS

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

ASESOR : MÁSTER JOSÉ MARCELO CÁRCAMO CRUZ

TRIBUNAL EXAMINADOR : MÁSTER JOSÉ MARCELO CÁRCAMO CRUZ

MÁSTER GUILLERMO VILLACORTA MARENCO

AGOSTO DE 2010

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTROAMÉRICA

ÍNDICE

PRÓLOGO	iv
I. ANTECEDENTES	1
1. Impacto de las M&A en la creación de valor.....	2
2. Las alianzas como estrategias alternativas.....	5
3. ¿Por qué fusionar?, ¿Por qué adquirir? o ¿Por qué aliarse?	8
II. SINERGIAS & VALORACIÓN	12
1. Las sinergias o la trampa de las sinergias	12
2. Valoración en el marco de M&A	15
3. Due Diligence	17
III. ¿POR QUÉ FRACASAN M&A?, MÁS ALLÁ DE LA TEORÍA FINANCIERA	18
1. Corporaciones como familias adoptivas	18
2. Lecciones duramente aprendidas	25
CONCLUSIONES	27
REFERENCIAS	29
Bibliografía	29
Notas	33
ANEXOS	

PRÓLOGO

Cualquier financiero inicialmente pensaría que las fusiones y adquisiciones son la clave para el éxito. Los directores de las empresas que no han estado directamente involucradas con este tipo de operaciones incluso sueñan con crecer algún día por esta vía. Sin embargo, lo que llama mucho la atención y que nadie quisiera creer, principalmente los directores y los financieros, es que existen argumentos que predominan sobre este tipo de estrategias los cuales señalan que generalmente éstas fracasan en lugar de ser exitosas. Tales argumentos motivaron grandemente la realización de esta investigación para tratar de comprender este fenómeno y buscar respuesta a la pregunta ¿por qué fracasan las fusiones y adquisiciones? En una sociedad de información tan compleja y a la vez tan globalizada donde no existen las barreras al conocimiento, el único limitante es la mente humana para buscar respuesta donde muchos pensarían que sería difícil encontrarla y explicar las verdaderas razones que, en la mayoría de las ocasiones, han llevado al fracaso la implementación de este tipo de acuerdos.

Sorprendentemente, los hallazgos encontrados sobre las causas que motivan el fracaso en las fusiones y adquisiciones, aunque tratadas desde la perspectiva económica, giran en torno a los altos precios pagados por las compañías adquiridas, las sinergias sobrevaloradas y nada alcanzables, y un uso creciente de agresivas técnicas de contabilidad e incluso los impactos de los supuestos erróneos en los modelos de valoración, han confirmado que las explicaciones económicas son necesarias, pero insuficientes debido al escaso poder explicativo para identificar los verdaderos factores que influyen en el fracaso cuando las fusiones o adquisiciones fallan; no obstante, son los conflictos culturales no superados, inadecuados procesos de *due diligence* y problemas de integración, los que comúnmente bloquean la compleja tarea de combinar dos compañías ya que generalmente se involucran factores no económicos.

En un intento de abordar los factores no económicos que marcan el destino de las M&A, desde una perspectiva más allá del ámbito financiero, se presenta la metáfora de las corporaciones como familias adoptivas por su capacidad no sólo de complementar las explicaciones económicas, sino también de proporcionar un enfoque holístico para entender los problemas no económicos encontrados en integrar organizaciones recién combinadas, ya que las corporaciones guardan un notable parecido a las familias adoptivas humanas. Los gerentes cada vez están más convencidos que la habilidad de integrar compañías recién adquiridas requiere un entendimiento más allá de las tradicionales explicaciones económicas y la adopción de este enfoque no sólo puede mejorar la capacidad de análisis, sino también de decisión.

En ningún momento se pretende que esta forma de analizar el por qué fracasan las fusiones y adquisiciones desde la perspectiva de las familias adoptivas, sea una panacea para anticipar el éxito o fracaso de toda fusión o adquisición, ya que es de tener en cuenta que cada empresa tiene sus propias características y particularidades que las hacen diferentes unas de otras, inclusive operando dentro de la misma industria. No obstante, los gerentes deberían considerar que la diversificación es más fácil y más barata para el accionista de forma individual que para la empresa, pese a que es válido gestionar las adquisiciones de forma similar a como lo haría un portafolio de inversiones. Además, el hecho de comprar otras empresas no debe tomarse como una aventura intuitiva. Lo mejor es realizar las gestiones como procesos de negocios bien disciplinados a fin de evitar una lucha feroz en la cual solamente el más fuerte sobrevive, no necesariamente habiendo sido beneficiado.

I. ANTECEDENTES

La globalización de los mercados, la competitividad y la búsqueda constante del posicionamiento estratégico, son los principales impulsores que han llevado a las compañías a desarrollar procesos de fusión y adquisición (M&A, por sus siglas en inglés) llegando a convertirse en las más atractivas estrategias para alcanzar el crecimiento corporativo, y tanto ha sido la importancia que ha llegado a ser un tema muy discutido, principalmente porque sus repercusiones sobrepasan los límites del mundo de las finanzas corporativas. Es así como pueden encontrarse tres ámbitos de estudio en el tema de M&A: el financiero, el económico y el estratégico. El campo de las finanzas es de especial consideración, pues éste analiza el impacto de estas operaciones a partir de la incidencia en el precio de las acciones y toma en cuenta la valoración de los resultados financieros de las compañías involucradas en actividades de M&A, antes y después que éstas hayan tenido lugar. Paralelamente, los aspectos a señalar en el campo de la economía, giran alrededor de los efectos monopolistas que traen consigo las M&A y las medidas para evitarlos. También, este fenómeno ha sido sujeto de estudio, aunque con menor frecuencia, en el ámbito de la dirección estratégica, en la que son consideradas como opciones estratégicas a ser evaluadas.

La literatura provee una explicación muy detallada sobre la terminología de “Fusiones” y “Adquisiciones”, pero lo fundamental en el mundo de los negocios es que una “Fusión”, significa cualquier operación que forma una sola unidad económica a partir de dos o más anteriores. No obstante, el término “Adquisición”, suele utilizarse cuando la compañía “X” compra la compañía “Y” y adquiere el controlⁱ. Pero, a pesar de la importancia de este tema, los altos ejecutivos de negocios y financieros a menudo confunden y usan indistintamente estos términos. A nivel superficial, la diferencia entre una fusión y una adquisición podría no tener importancia porque el resultado neto frecuentemente es el mismo: dos compañías (o más) que tuvieron propiedades separadas se unen y comienzan a operar bajo la misma propiedad y administraciónⁱⁱ. Sin embargo, se debe tomar en consideración que el impacto estratégico, financiero, fiscal e incluso cultural de tales acuerdos podría ser muy diferente, dependiendo si la transacción es estructurada como una fusión o como una adquisición.

A efectos de esta investigación, los términos “Fusión” y “Adquisición” serán utilizados de manera indistinta, dado que la naturaleza del fenómeno sujeto de estudio se abordará más allá de la concepción teórica y financiera de los términos, pues los inversionistas e inclusive el director ejecutivo o *Chief Executive Officer (CEO)* y demás directores de cualquier compañía, sea pequeña, mediana o grande, pensarían que estas estrategias de crecimiento son la clave para el éxito, y si realizáramos un sondeo en los mercados, desde los emergentes hasta los desarrollados, posiblemente el común denominador sea que las compañías que no han realizado M&A, sueñan algún día con crecer por esta vía, pues los mismos asesores de los *CEOs* muchas veces ignoran el hecho que las M&A tienen un impacto contrario a la creación de valor para los accionistas; pese a que existen pocas experiencias exitosas en el desarrollo de este tipo de estrategias, aunque no sean la mayoría, tal es el caso de *GE Capital*, *Cisco Systems* y *Pitney Bowes*, entre otras.

1. Impacto de las M&A en la creación de valor

Cabe señalar que buena parte de la literatura referente a M&A tiende a centrarse en explicaciones económicas para llevar a cabo la combinación de dos compañías a fin de justificar el crecimiento corporativo. Sin embargo, es frecuente encontrar evidencias de compañías involucradas en M&A con elevadas tasas de fracaso, donde las explicaciones económicas tradicionales son insuficientes para tratar de explicar el verdadero origen del fracaso de la compleja tarea de combinar dos compañías, lo cual va más allá de los más detallados modelos de valoración que puedan utilizarse e inclusive de que tan estratégica pueda ser la compañía objeto de la adquisición.

Muchos se sorprenderán de saber que existe un consenso general en la literatura que aproximadamente la mitad de todas las M&A fracasan: tasas de fracaso de 50% y más altas en los procesos de M&A han sido encontradas en varios estudiosⁱⁱⁱ. Las razones de las fallas son muchas y variadas, pero generalmente se enfocan en explicaciones económicas, por ejemplo, las sinergias anticipadas y los ahorros en costo no alcanzados, e incompatibilidad de instalaciones y tecnologías. Las verdaderas causas del fracaso de las M&A están rara vez claras, pero las dolorosas consecuencias de las fusiones fracasadas se evidencian cuando las compañías llevan a cabo desinversiones de sus unidades con bajo desempeño. Considérese como ejemplo, la venta de *Snapple* por parte de *Quaker Oats* en 1997 que fue vendido por US\$1.4 mil millones menos de lo que ellos pagaron por ésta dos años y medio antes. Así como también, la adquisición y la posterior desinversión que *AT&T* hizo de *NCR* que resultó en una pérdida de \$4.0 mil millones^{iv}.

Mientras tanto, múltiples estudios han revelado que más de la mitad de las M&A, en realidad diluyen el valor de los accionistas dentro del primer año, siendo uno de los factores más crítico identificado el constante aumento en las expectativas de crecimiento de los inversionistas evidenciado por el incremento gradual en los premios de adquisición^v pagados por los activos adquiridos tal como ocurrió a finales de la década de los 90's. Considérese como ejemplo, la adquisición realizada por *First Union* de *Money Store* en 1998 que condujo a un cargo por reestructuración de US\$1.8 mil millones dos años después y a la pérdida de más de la mitad del valor de mercado de *First Union*. Además, en ese mismo año, *Conesco Finance* pagó siete veces el valor neto para adquirir los activos de *Green Tree Financial*, equivalente a un premio de US\$6.6 mil millones sobre el valor en libras. Estos altos premios de adquisición han llevado a que el crecimiento de las ganancias sea cada vez más difícil de lograr, incluso en una economía fuerte como la de los 90's. La utilidad neta de pre-adquisición de *Conesco* de US\$2.27 por acción en 1997 se convirtió en una pérdida neta de US\$3.69 por acción en 2000.

Otro factor que influyó en los premios de adquisición fue el aumento de la liquidez en los mercados financieros de la década de los 90's que condujo no sólo a un incremento en el valor de las transacciones de M&A, en promedio de 18% anual, sino también a la necesidad de invertir los excesos de capital que se habían generado, lo que llevó a los banqueros de inversión a favorecer muy a la ligera las decisiones de cerrar los acuerdos. El tiempo que permitió a los compradores completar el proceso de *due diligence*, por ejemplo, disminuyó a un promedio de

sólo dos días. Esta condición se encontró agravada por el incentivo de planes de compensación que premiaron a los banqueros y a otros profesionales de M&A sobre la base de la cantidad y monto, no de calidad, de los acuerdos que cerraron. Además, cabe señalar que los mismos consultores de estos bancos de inversión, que ganan un porcentaje sobre el valor pactado de la transacción, son los que creativamente generan un listado y el valor de las posibles sinergias a obtener con la fusión o adquisición, teniendo claramente un “conflicto de interés” hacia el favorecimiento del cierre del acuerdo.

Incluso las adquisiciones que no terminan en desinversión son frecuentemente administradas con dificultad. “Estudios tras estudios han mostrado que cerca de dos tercios de compradores (en adquisiciones corporativas) retroceden y se quedan atrás de sus semejantes corporativos en lo que se refiere a retornos para los accionistas. En muchos casos toma años para los inversionistas en la compañía “ganadora” recuperar el precio que tenía su acción cuando iniciaron”^{vi}. La fusión de *Daimler Chrysler* es un buen ejemplo de esto. De igual forma, un estudio de *McKinsey & Co.* encontró que 70% de las fusiones fracasaron en lograr las sinergias en ingresos que se habían anticipado y 40% no resolvieron las metas de sinergias de costo, para las empresas adquirientes.

A pesar de las altas tasas de fracaso que experimentan las transacciones de M&A asociadas a una desinversión temprana que usualmente terminan destruyendo valor a los accionistas de las compañías compradoras, existen muchas razones que justifican llevar a cabo tales actividades, entre las que se pueden citar: las economías de escala^{vii} y de alcance, economías de integración vertical, combinación de recursos complementarios, reducción de la competencia, aumento del poder de mercado y la entrada en nuevos mercados, entre otros. Sin embargo, pese a estas justificaciones, las M&A son consideradas como estrategias arriesgadas con un elevado porcentaje de fracasos, ya que la evidencia demuestra que muchas veces no logran crear valor en las empresas adquirientes.

Algunos estudios sostienen que en las fusiones los vendedores generalmente ganan más que los compradores. Los hallazgos encontrados han demostrado que a continuación del anuncio de una M&A los accionistas vendedores recibían una fuerte ganancia, 16% como promedio^{viii}. Entre las principales razones se pueden citar: a) Las empresas compradoras son normalmente mayores que las vendedoras. En muchas fusiones el comprador es tan grande que incluso beneficios netos sustanciales no se mostrarían claramente en el precio de la acción del comprador; y, b) La competencia que emerge entre los compradores potenciales. Una vez que el primer postor pone la empresa objetivo “en juego”, uno o varios pretendientes adicionales saltan al juego, algunas veces como un caballero blanco (*White Knight*)^{ix} a invitación de la dirección de la empresa objetivo. Cada vez que un pretendiente apuesta por encima de la oferta de otro, más ganancia de la fusión va a los accionistas de la empresa objetivo, minimizando la probabilidad de convertirse en un proyecto de altos retornos. Al mismo tiempo, la dirección de ésta puede acudir a varios contraataques legales y financieros^x, asegurando que el convenio de compra, si al final ocurre,

sea al máximo precio que se pueda conseguir. Por supuesto, los oferentes sin éxito a menudo también ganan vendiendo su cartera de las empresas objetivo con beneficios sustanciosos.

Durante décadas, académicos e investigadores alrededor del mundo han buscado responder si estas estrategias de crecimiento crean valor para los accionistas de las empresas adquirientes, dado que los resultados de la mayor parte de transacciones de M&A reflejan lo contrario. Cabe señalar que un estudio trató de evaluar el éxito de estas estrategias corporativas a partir del precio de la acción en respuesta al anuncio de la M&A, dado que los ejecutivos a menudo se refieren en el corto plazo al impacto sobre los precios de las acciones de una transacción de M&A como un fenómeno temporal que puede ser fácilmente revertido en el largo plazo.

Este estudio analizó transacciones llevadas a cabo por empresas estadounidenses fuera del sector financiero, incluyendo tanto adquisiciones nacionales como extranjeras, a fin de determinar si las compañías adquirientes crean valor para sus accionistas como resultado de una transacción de M&A. Para medir el impacto del anuncio de la M&A sobre el precio de la acción del adquirente, se calculó el retorno extraordinario de las acciones durante varios horizontes de tiempo, tanto de corto como de largo plazo. El retorno extraordinario de las acciones se define como el rendimiento real de la acción restando el efecto en el rendimiento derivado de los movimientos del mercado y por lo tanto mide el grado al cual una acción superó al mercado en el momento del anuncio de la M&A. Estos rendimientos para el corto plazo fueron calculados utilizando los rendimientos del índice S&P 500 como un proxy del retorno de mercado para fines comparativos, para lo cual se utilizó una ventana de cinco días alrededor del anuncio inicial de la transacción que comienza dos días antes del anuncio inicial y termina dos días después. Otro aspecto importante de dicho estudio, es que también examinó la respuesta del mercado a las transacciones durante más largos períodos de tiempo, dado que una perspectiva de largo plazo es importante en situaciones de M&A porque la integración post-fusión y la ejecución son a menudo críticas para el éxito de una transacción. Por ello, se calcularon los rendimientos extraordinarios sobre horizontes de un año y dos años tras el anuncio de la transacción. Los rendimientos extraordinarios de largo plazo fueron calculados con relación a un índice de compañías en la industria específica del adquirente, en lugar de utilizar el índice más general del mercado (S&P 500)^{xi}.

Los resultados de este estudio demostraron que el típico anuncio de M&A tenía un ligero impacto negativo sobre el precio de las acciones de la empresa adquirente a lo largo de una ventana de corto plazo alrededor del anuncio inicial de la transacción, obteniendo que la mediana del rendimiento extraordinario sobre la ventana de cinco días alrededor del anuncio fue de -0.6% (media de -0.4%). De igual forma, al extender la ventana a 21 días, el rendimiento extraordinario fue también negativo por parte del adquirente, con una mediana de -0.9% (media de -1.0%). Por el contrario, en la ventana de más largo plazo, la mediana sobre los rendimientos extraordinarios de las acciones de las compañías adquirentes ajustado por la industria fue de 0.6% para los dos años siguientes a la transacción tendiendo a superar ligeramente a sus pares de la industria. De

hecho, las adquisiciones que tuvieron un buen desempeño en el corto plazo continuaron desempeñándose muy bien sobre la ventana de largo plazo tras el anuncio inicial, evidenciando que los retornos extraordinarios de corto plazo, en promedio, se magnificaron en el largo plazo. Por el contrario, las adquisiciones que fueron pobremente recibidas en el anuncio estuvieron asociadas con pérdidas de los accionistas en el largo plazo. En efecto, algunas adquisiciones crearon gran valor para los accionistas mientras que otras fueron altamente destructivas. Esta enorme variabilidad destaca el impacto que las M&A tienen sobre el precio de la acción del adquirente y la importancia de una estrategia de M&A bien planificada y ejecutada. Por tanto, estos resultados sugieren que existe una relación clara entre la percepción de corto plazo y en última instancia el éxito de las operaciones de M&A. En promedio, el punto de vista inicial del mercado del éxito de la transacción parece ser un indicador de su éxito a largo plazo.

Pero el deseo de crecer y diversificarse tiene quizás el efecto más perjudicial sobre este tipo de estrategias corporativas, ya que los gerentes en su afán de ampliar la participación de mercado (*market share*), extienden las líneas de productos, agregando nuevas características e incluso imitando los servicios más populares de los competidores, sin detenerse a pensar cómo esta lucha feroz muchas veces termina destruyendo valor para los accionistas e incluso podría interferir y anteponerse a las “alianzas corporativas” que son también utilizadas por las empresas como estrategias de crecimiento para entrar en nuevos mercados o segmentos de mercado.

2. Las alianzas como estrategias alternativas

A medida que las empresas encuentran cada vez más difícil impulsar el crecimiento de las ventas, las utilidades y, en último término, los precios de las acciones, a través del crecimiento orgánico de las mismas, las M&A e inclusive “las alianzas” se encuentran dentro de las listas de prioridades de los *CEOs*; sin embargo, la mayoría de las adquisiciones y alianzas fracasan. Los precios de las acciones de las empresas adquirentes caen en promedio entre 0.34% y 1% en los diez días siguientes al anuncio de adquisición, según tres estudios publicados en *Strategic Management Journal* (los precios de las acciones de las empresas adquiridas suben 30%, en promedio, lo que indica que sus accionistas se llevan la mayor parte del valor).

A diferencia del vino, las adquisiciones no mejoran con el tiempo. Las empresas adquirentes experimentan en promedio una pérdida de riqueza del 10% en los cinco años siguientes al término del proceso de absorción, según un estudio en *Journal of Finance*. Para mayor desgracia de los *CEOs*, la investigación sugiere que entre 40% y 55% de las alianzas se rompen prematuramente y causan daño financiero a ambos socios. Considérese como ejemplos, la fusión de *DaimlerChrysler* o la alianza de *Disney* con *Pixar*^{xii}. Unas pocas pueden tener éxito, pero, en promedio, las adquisiciones destruyen o no agregan valor para los accionistas, y las alianzas generalmente crean muy poca riqueza.

A pesar que por más de tres décadas, académicos y consultores han estudiado las adquisiciones y las alianzas, desde la teoría de juegos hasta la ciencia del comportamiento, para ayudar a las

empresas a “dominar” las adquisiciones y a “ganar” en las alianzas, muy pocos ejecutivos las tratan como estrategias alternativas, es decir, la decisión de seguir una normalmente excluye la otra. En consecuencia, adquieren empresas con las que deberían haber colaborado y se alían con aquellas que deberían haber comprado, si las empresas realmente tuvieran en cuenta esto a la hora de tomar sus decisiones, adoptarían mejores acuerdos. No obstante, las empresas no sopesan las ventajas y desventajas entre las adquisiciones y las alianzas antes de elegir qué camino seguir. Las dos estrategias difieren de muchas maneras. Los acuerdos de adquisición son competitivos, se basan en precios de mercado y son riesgosos. Las alianzas son cooperativas, negociadas y menos riesgosas. Las empresas habitualmente despliegan las adquisiciones para aumentar su escala o recortar costos y usan las alianzas para entrar en nuevos mercados, segmentos de clientes y regiones, entre los más significativos.

De hecho, la evidencia demuestra que las experiencias iniciales de una empresa tienden a sesgar la toma de decisiones sobre qué estrategia adoptar. Si a la empresa le resultan una o dos alianzas, insistirá siempre en formar alianzas, incluso cuando las circunstancias exigen una adquisición. Aunque la tarea no es fácil, pero saber cuándo utilizar una u otra estrategia puede ser una mayor fuente de ventaja competitiva que saber cómo ejecutarla.

A pesar que muchos ejecutivos no poseen una comprensión suficientemente desarrollada de cuándo aliarse y cuándo adquirir, es necesario tener en cuenta que si existe un alto grado de incertidumbre en torno a combinar dos compañías, se debería formar una alianza contractual o de capital, en lugar de adquirir a su potencial socio. Una alianza limitará la exposición de la empresa, ya que debe invertir menos dinero y tiempo que si se tratara de una adquisición. Además, la empresa puede adentrarse más en la alianza si ésta comienza a mostrar resultados favorables y, si fuera necesario, finalmente comprar a su aliada. Si tal estrategia no muestra resultados favorables, la empresa puede retirarse de la alianza. Tal vez pierda recursos y prestigio, pero nada comparable con los costos de una adquisición fallida.

Por otra parte, existe un mercado bastante desarrollado para las M&A en el mundo, tanto así que las empresas harían bien en comprobar si existen rivales interesados en sus socios potenciales antes de buscar un acuerdo. Si hay varios pretendientes, la empresa no tiene más alternativa que comprar para anticiparse a la competencia. Aun así, las empresas deberían evitar las compras cuando el grado de incertidumbre del negocio es muy alto. En lugar de eso, la empresa debería negociar una alianza que le permita adquirir una participación mayoritaria en una fecha futura, cuando parte de la incertidumbre haya disminuido. Considérese la forma en que *Pfizer* usó una alianza con *Warner-Lambert* como puerta de entrada hacia una adquisición.

En 1996 *Pfizer* ofreció colaborar en la comercialización de *Lipitor*, un nuevo medicamento para reducir el colesterol que *Warner-Lambert* había desarrollado. En algunos aspectos *Lipitor* era superior a los productos de la competencia, pero era un entrante tardío en el mercado. Los médicos y los consumidores estaban acostumbrados a otros cuatro productos en esa categoría, y no estaba claro si aceptarían *Lipitor* inmediatamente. Dada la alta incertidumbre tecnológica y de

mercado, *Pfizer* pensó acertadamente que una alianza contractual hacía mayor sentido. En parte debido a la pericia de *Pfizer* en *marketing* y a su sistema de distribución, las ventas de *Lipitor* superaron los mil millones de dólares en su primer año, y ya en 1999 se había convertido en un medicamento de superventas con una facturación anual de US\$3.0 mil millones. Pero cuando *Pfizer* exploraba la posibilidad de trabajar más estrechamente con *Warner-Lambert*, su archirrival *American Home Products (AHP)* y esta última anunciaron una fusión sorpresa de US\$72.0 mil millones en 1999. Al día siguiente, *Pfizer* realizó una contraoferta de US\$80.0 mil millones. *Procter & Gamble* saltó a la pelea con un plan para adquirir tanto *AHP* como *Warner-Lambert*, pero se retiró después de que sus inversionistas reaccionaran con furia.

La batalla entre *AHP* y *Pfizer* por *Warner-Lambert* duró semanas, pero el resultado era inevitable. La alianza de *Pfizer* con *Warner-Lambert* para comercializar *Lipitor*, las oportunidades de reducción de costos que habían identificado y la posibilidad de que *Pfizer* pudiera combinar uno de sus medicamentos, *Norvasc*, con *Lipitor*, le entregaba una ventaja clara sobre *AHP*. En febrero de 2000, *Pfizer* había ganado la batalla por *Warner-Lambert* con una oferta de US\$100.0 mil millones^{xiii}, casi un 39% arriba del valor de la oferta inicial de *AHP*. Sin embargo, a pesar que *Pfizer* sacó ventaja de la alianza formada previamente, al final terminó pagando un precio demasiado elevado debido a la competencia feroz existente en el mercado por las M&A que terminó forzando la adquisición por parte de *Pfizer*.

Tal como se señaló anteriormente, la experiencia de una empresa en manejar adquisiciones o alianzas forzosamente influenciará sus elecciones. Es tentador decir que las empresas deberían usar la estrategia en la que son mejores; no obstante, la especialización plantea un problema, porque “una empresa que tiene un martillo tiende a pensar que todos a su alrededor son clavos”, puesto que la mayoría de empresas que han desarrollado destrezas ya sea de adquisición o de alianzas, muchas veces se comprometen con lo que les resulta mejor. Se aferran a sus estrategias favoritas aún cuando no sean las apropiadas, y toman malas decisiones. Las empresas inteligentes deberían evitar tales errores desarrollando habilidades para manejar tanto adquisiciones como alianzas para estar abiertas a una mayor gama de opciones.

Hoy en día, las empresas buscan ser competitivas para posicionarse estratégicamente no sólo en los mercados domésticos sino más bien en los mercados globales, lo que ha obligado a experimentar cambios en sus estructuras organizacionales con fuerte impacto en la forma de desarrollar sus estrategias, principalmente en aquellas compañías comprometidas en desarrollar sus mercados internacionales. Por ello, la realización de M&A y/o la formación de alianzas estratégicas, se han convertido en algo inevitable y estas estrategias han probado ser el medio que justifica el fin que buscan las compañías: diversificación y crecimiento corporativo. Sin embargo, la efectividad de estas estrategias dependerá en gran medida de una planeación extensiva, un análisis riguroso y una implementación cuidadosa, ya que la compra de empresas o la formación de alianzas no pueden ser tomadas como una aventura intuitiva, más bien deben ser gestionadas como procesos de negocios con pensamiento disciplinado y mecanismos rigurosos de gobierno

corporativo que permitan llevar a cabo estas estrategias y aprender de ellas como organización para asegurar el progreso de los objetivos de largo plazo de la empresa. Como todos los procesos de negocios, éste puede ser documentado, practicado, mejorado y aprendido.

3. ¿Por qué fusionar?, ¿Por qué adquirir? o ¿Por qué aliarse?

Puede parecer una simple pregunta, pero en esencia ¿tendría sentido para una empresa fusionarse o adquirir otra e incluso formar una alianza, cuando la evidencia empírica demuestra que históricamente las tasas de fracaso son altas y en lugar de agregar valor para el accionista, lo terminan destruyendo? Entonces, ¿por qué estas estrategias de crecimiento continúan posicionándose en la mente de los *CEOs*? A pesar de sus resultados, todavía continúan siendo opciones muy atractivas para desarrollar toda una estrategia de crecimiento corporativo, llegando a tal grado que muchos directores financieros gastan una cantidad considerable de tiempo en la búsqueda de compañías para fusionarse o adquirir impulsados por la ambición de mayor rentabilidad pero carentes de una visión estratégica, bajo la premisa que “una fusión añade valor sólo si las dos empresas unidas valen más que separadas”^{xiv}.

Sin embargo, la Junta Directiva de cualquier compañía debería tener sumo cuidado, ya que las razones pueden ser muchas y variadas, a menudo justificadas bajo la forma de beneficios reales, que muchas veces son sólo espejismos que tientan a directivos imprudentes y demasiado confiados a llevar a cabo adquisiciones desastrosas. Este fue el caso de *AT&T*, que gastó US\$7.5 mil millones en la compra de *NCR*. El objetivo era reforzar el negocio de ordenadores de *AT&T* y “vincular a las personas, las organizaciones y la información en una red informática global y sin fisuras”^{xv}, pero no funcionó. Aún más vergonzosa (pero a menor escala) fue la adquisición de *Apex One*, una tienda de equipamientos deportivos, de parte de *Converse, Inc.* La compra se hizo el 18 de mayo de 1995. *Apex One* se cerró el 11 de agosto después de que *Converse* fracasase en la producción de nuevos diseños lo suficientemente rápido como para satisfacer a los minoristas. *Converse* perdió cerca de US\$40.0 millones de inversión en 85 días^{xvi}.

Asimismo, se debería tener presente qué tanto puede ser la tentación de los gerentes a incrementar más el tamaño de sus compañías que llegan al punto de adoptar tasas mínimas aceptables de rendimiento para sus inversiones, más bajas de lo que realmente deberían ser. En este sentido, las fusiones podrían ser una manifestación del “problema de agencia”. Por consiguiente, “de una cosa, sin embargo, es de estar seguro: Si un *CEO* es entusiasmado con una adquisición desatinada, tanto su personal interno como sus asesores externos presentarán las proyecciones que sean necesarias para justificar su postura”^{xvii}.

Como se expuso anteriormente, los financieros comúnmente se centran en medidas cuantificables de éxito, por ejemplo, el movimiento de los precios de las acciones, pero a menudo ignoran el desempeño de la compañía post-adquisición^{xviii}, dejando al descubierto una perspectiva miope muy superficial del negocio, dando espacio a que poco a poco la eficacia operativa^{xix} tome el lugar de la estrategia. Producto de ello, a menudo los gerentes confunden entre capturar valor y

crear valor, bajo la creencia que la clave del éxito reside en ganar el acuerdo “correcto”; pero se olvidan que el valor que capturan es únicamente hipotético y puede fácilmente ser destruido a través de una torpe gestión post-adquisición.

Aunque las razones económicas a menudo son utilizadas para justificar por qué las compañías persiguen M&A, en su mayoría no proporcionan explicaciones coherentes de sus resultados^{xx}, principalmente porque la integración exitosa de compañías fusionadas y adquiridas involucra factores no económicos, tales como diferencias culturales, organizacionales y humanas, entre otros. Es precisamente de esta manera como muchas fusiones que parecen tener sentido económico fracasan por el hecho de que los directivos no pueden manejar la compleja tarea de integrar dos empresas con diferentes procesos de producción, métodos contables y culturas de negocio, el cual fue uno de los problemas que enfrentó la fusión de *AT&T-NCR*.

También, pesó en la adquisición de *Wordperfect* por *Novell*. Esa fusión parecía al principio un ajuste perfecto entre las fuerzas de *Novell* en redes de ordenadores personales y las aplicaciones de software de *Wordperfect*. Pero las ventas de *Wordperfect* después de la adquisición no resultaron, a causa de una serie de batallas: “Los ejecutivos de *Wordperfect* llegaron a ver a los ejecutivos de *Novell* como rudos invasores, se peleaban repetidamente por todo, desde gastos y asignaciones a la dirección de *Novell* hasta las bonificaciones navideñas. [Esto llevó a] un error estratégico: desmantelar el equipo de ventas de *Wordperfect*... necesario para dar un impulso a un conjunto muy esperado de productos de software de oficina”^{xxi}.

Con respecto al “factor humano”, éste puede provocar efectos destructivos en el valor de las compañías adquiridas. Producto de la negligencia, el descuido o la falta de liderazgo para gestionar el proceso de integración, los gerentes mismos pueden destruir el valor de la firma adquirida. Incluso supuestamente combinaciones amigables pueden generar enorme estrés para el personal en todos los niveles de la organización. Esto puede generar costos significativos relacionados al absentismo, cambio de personal, pobre desempeño y disminución de productividad, entre otros^{xxii}, dado que la mayoría de los individuos pasan a través de un proceso de duelo cuando se adaptan al ambiente post-adquisición: repudio seguido por ira, depresión, idealización y en última instancia aceptación. Algunos individuos podrían nunca experimentar este proceso, ya que no estuvieron emocionalmente apegados a la “muerte” de la organización. Algunos podrían pasar a través de todas las etapas bastante rápido. Otros podrían nunca alcanzar la etapa de aceptación.

Considérese algunos estudios de varias compañías que han demostrado que más de la mitad de los altos ejecutivos de las compañías adquiridas salen antes de los tres años, después de la toma de poder. Al cabo de cinco años, esta fracción ha excedido los tres cuartos^{xxiii}. Muchos gerentes de compañías adquiridas eligen salir incluso si sus empleos no están amenazados, porque se sienten marginados en la nueva cultura corporativa. Pero, ¿será que las salidas mejoran el desempeño de las compañías adquiridas? Generalmente, no. “Tenemos muy fuerte evidencia de que mantener estas personas dentro es una clave para mejorar el desempeño de la adquisición”,

según Donald Bergh^{xxiv}. Este autor confrontó dos hipótesis opuestas: Una afirma que los individuos con larga permanencia ofrecen obvias ventajas a sus nuevos jefes, dado que tienen una mayor comprensión de la cultura, modo de operación y detalles del día a día, de la compañía adquirida. Por lo tanto, ellos pueden echar a andar la compañía más suavemente que sus colegas con menos experiencia. La otra hipótesis se centró en la desventaja de la larga permanencia de los ejecutivos, ya que son más probables a apegarse a las viejas maneras de operar y tienen dificultad para adaptarse a la nueva situación creada por la adquisición. Además, esta hipótesis declara que los ejecutivos con menor servicio en la compañía adquirida tienen menos compromiso a la vieja cultura y por eso es más probable que acepten con beneplácito los cambios organizacionales que vienen con la adquisición. Por tanto, los resultados de estas investigaciones indicaron que la probabilidad de conservar una compañía adquirida es mayor si se logra retener a los altos ejecutivos con más larga permanencia. El argumento principal es que la incertidumbre acarrea riesgos que necesitan ser gestionados efectivamente. En estas condiciones, las experiencias y la base de conocimiento de larga permanencia organizacional parecen tener beneficios que exceden a los de aquellos ejecutivos con menos permanencia.

Por otra parte, debemos tener en cuenta otro factor que afecta el éxito de la adquisición: un uso creciente de agresivas técnicas de contabilidad, dado que podrían existir aspectos financieros maquillados en la compañía adquirida que difícilmente pueden ser detectados por la compañía adquiriente, ya que las compañías que se ponen en venta realizan incluso recortes de personal más allá de lo necesario de tal manera que puedan mostrar ganancias en el último año más allá de lo normal. Posterior a la compra, la empresa adquiriente se da cuenta de las deficiencias y la insostenibilidad del negocio por la merma de trabajadores calificados y porque no lograron percatarse que además del precio pagado por la compañía objeto de adquisición a sus accionistas, existía una subestimación de las inversiones necesarias para que la compañía adquirida pueda continuar fuerte en su negocio y cumplir con las proyecciones futuras. Por tanto, se han identificado dos medidas para reducir el riesgo asociado con inadecuados procesos de *due diligence* y el uso agresivo de la contabilidad. Primero, los compradores deberían negociar “ajustados” acuerdos de compra que “aseguren representaciones apropiadas e indemnizaciones del vendedor” con respecto a obligaciones que podrían ser desconocidas por el comprador cuando cierra la transacción. Segundo, dado que los acuerdos de M&A pueden tomar meses negociar, los compradores deberían insistir que los acuerdos de compra, los cuales típicamente los preceden, incluyan una cláusula que proteja contra cambios inesperados que podrían desfavorablemente afectar el valor de la compañía objetivo durante el período de intervención^{xxv}.

Por tanto, el propósito principal de una adquisición debería ser crear valor al aumentar las capacidades estratégicas de la compañía objetivo y/o adquiriente. Esto puede ser logrado únicamente después de que el acuerdo es concluido y podría tomar muchos años de cuidadosa formación. Sin embargo, la mayoría de las compañías adquirientes tienen solamente una comprensión rudimentaria de cómo gestionar el proceso para asegurar que el máximo valor sea creado. En este sentido, es necesario ser explícito acerca de los motivos para la adquisición, ya

que si los gerentes encargados de la adquisición expresaran explícitamente sus motivos, que generalmente podrían no ser aquellos que se anuncian públicamente, es más probable que puedan elegir el estilo apropiado de la gestión post-adquisición. La administración debería alcanzar un consenso sobre los siguientes cuestionamientos: ¿Cuánta autonomía organizacional necesita la firma adquirida a fin de preservar sus capacidades atractivas? y ¿Cuánta independencia estratégica es requerida para crear el máximo valor en ambas compañías? La importancia relativa de estos temas determinará cuál de los siguientes estilos adoptar: preservación (adquisición), absorción o simbiosis (fusión)^{xxvi}.

Independientemente del tamaño o industria a que pertenecen las compañías involucradas, en el fondo cada M&A tiene similares objetivos estratégicos: construir valor al accionista a largo plazo y tomar ventajas de las sinergias que las compañías combinadas podrían crear; no obstante, no se debe perder de vista que cada industria tiene en cuenta sus propios objetivos específicos, por lo que no existen recetas predefinidas para llevar a feliz término el éxito de una transacción de M&A. Por ejemplo, los acuerdos en la industria farmacéutica - tales como la batalla de *Pfizer* contra *American Home Products* para adquirir *Warner-Lamber* y la fusión de *Glaxo-Wellcome* con *SmithKline Beecham* – son conducidos por la necesidad de crear más productos y lograr economías de escala, y por la combinación de esfuerzos de Investigación y Desarrollo (*R&D*, por sus siglas en inglés)^{xxvii}, entre otros.

II. SINERGIAS & VALORACIÓN

En materia de M&A comúnmente es frecuente encontrarse con argumentos cuyo fundamento descansa en las sinergias que las empresas podrían aprovechar a la hora de tomar la decisión de combinar dos o más compañías. No obstante, muchos empresarios y ejecutivos han entrado en M&A que más tarde llegan a lamentar. Una consecuencia de esto, a menudo es el resultado de errores clásicos tales como una falta de planificación adecuada, una agenda demasiado agresiva para el cierre de la transacción, un verdadero fracaso al buscar posibles problemas de integración post-cierre o, peor aún, las sinergias buscadas después del cierre de la operación son poco realistas y nada alcanzables.

La premisa fundamental de la sinergia es: “El todo será mayor que la suma de sus partes”. Sin embargo, la búsqueda por la sinergia puede ser muy difícil de describir, especialmente si hay comunicación inadecuada entre el comprador y el vendedor, lo cual usualmente conduce a un desacuerdo sobre lo que el comprador está verdaderamente comprando y lo que el vendedor está realmente vendiendo. Todos dicen que quieren sinergia cuando hacen un acuerdo, pero pocos se toman el tiempo para desarrollar un equipo transaccional y una declaración mutua de los objetivos del contrato y resolver problemas operativos o financieros post-cierre, a fin de lograrlo.

1. Las sinergias o la trampa de las sinergias

En los negocios, la sinergia se refiere a la capacidad de dos o más unidades o compañías para generar mayor valor, trabajando en forma conjunta, de lo que podrían generar si trabajaran en forma individual. Por tal razón, tanto las M&A como las alianzas corporativas se vinculan a las sinergias bajo el supuesto que generan valor, si y sólo si, los flujos de caja después de impuestos de la nueva empresa, son mayores que la suma de los flujos de caja de ambas por separado. Nótese que en este punto se hace hincapié a los flujos después de impuestos, pues las consideraciones fiscales son una forma de materializar los ahorros de costos al combinar los flujos de caja de las dos compañías. Considérese, por ejemplo, cuando una empresa es vendida con pérdidas fiscales acumuladas, en algunos casos, puede proteger las utilidades de otra empresa con la cual es unida. Por tanto, la empresa adquiriente gana valor para sus accionistas por tener que pagar menos impuestos de los que tendría sin la adquisición.

Después de años de investigación, se ha logrado identificar que las empresas crean tres tipos de sinergias al combinar y adaptar de diferente forma los recursos^{xxviii}: Primero, las empresas crean “sinergias modulares”, las cuales se producen cuando manejan sus recursos independientemente y sólo comparten los resultados para obtener mayores utilidades. Las alianzas que no involucran capital son por lo general las más adecuadas para generar sinergias modulares. Por ejemplo, *Hewlett Packard* y *Microsoft* han creado una alianza de este tipo que junta sus respectivas habilidades en integración de sistemas y software corporativo para crear soluciones tecnológicas dirigidas a clientes grandes y pequeños.

Segundo, las empresas obtienen “sinergias secuenciales” cuando una de ellas completa su tarea y entrega el resultado a un socio para que éste haga su parte. En esos casos, los recursos de ambas empresas son secuencialmente interdependientes. Por ejemplo, cuando una empresa de biotecnología que se especializa en descubrir nuevos medicamentos, como *Abgenix*, desea trabajar con un gigante farmacéutico que está más familiarizado con los procesos de aprobación de la autoridad sanitaria estadounidense (*FDA*, por sus siglas en inglés), como *Astra-Zeneca*, ambas empresas están buscando sinergias secuenciales. Las empresas deben adaptar sus recursos en cierta medida si quieren que los traspasos entre las organizaciones se produzcan sin problemas. Sin embargo, es más probable que eso ocurra si los socios firman rigurosos contratos y los controlan cuidadosamente o, mejor aún, si forman alianzas de capital.

Tercero, las empresas generan “sinergias recíprocas” trabajando y ejecutando tareas a través de un proceso interactivo de compartir conocimiento. Las empresas no sólo tienen que combinar recursos, sino que deben adaptarlos para hacerlos recíprocamente interdependientes. Para las que desean esas sinergias, las adquisiciones son mejores que las alianzas. Considérese como ejemplo lo que sucedió a mediados de los 90’s, *Exxon* y *Mobil*, se dieron cuenta de que para seguir siendo competitivas debían volverse más eficientes en prácticamente cada eslabón de la cadena de valor, desde la investigación y exploración de petróleo hasta el marketing y la distribución. Los dos gigantes sólo podían lograrlo si combinaban todos sus activos y funciones, y fue así como en 1999 se fusionaron en lugar de formar una alianza.

Pero independientemente de qué tipo de sinergias buscan las empresas, si la compañía “A” quiere comprar a la compañía “B”, entonces el valor presente neto de la compra tiene que ser positivo, lo que significa que las sinergias deben superar la prima por absorción^{xxix}. En términos sencillos, las sinergias podrían medirse a través de la diferencia entre el valor de las compañías combinadas menos el valor de cada una de las empresas por separado. Una deficiencia en el cálculo de las sinergias que es frecuente encontrar en los modelos de valoración de aquellas empresas que buscan crecer y diversificarse mediante M&A, es que en la mayoría de los casos no se toma en consideración el valor de los activos intangibles tales como la reputación de las compañías y el *know-how* del negocio, a pesar de que el valor de los activos convencionales es insuficiente para lograr una estimación adecuada del valor de las empresas. La principal razón del por qué no se toman en cuenta en los modelos se debe a que los Bancos de Inversión con divisiones especializadas en llevar a cabo transacciones de M&A y otros especialistas en el campo, aún no han desarrollado la forma de integrar este tipo de elementos en sus modelos de valoración y mucho menos que sean académica y mundialmente aceptados.

Desde el inicio de las M&A, un tema medular para todo financiero ha sido ¿cómo incorporar el valor de las sinergias en un análisis de flujo de caja descontado? Para dar respuesta a esta interrogante, es necesario tener en consideración que los compradores generalmente basan sus cálculos en cinco tipos de sinergias: ahorro de costos, mejoras en los ingresos, mejora de procesos, ingeniería financiera, y los beneficios fiscales^{xxx}. No obstante, el valor de cada tipo de

sinergia dependerá de las habilidades y las circunstancias particulares del adquirente. Por tanto, las sinergias operativas se reflejan en el valor de la empresa alterando los flujos de caja independientes para incorporar los beneficios y costos de la combinación. Los flujos de caja libre que incluyen el valor de la compañía adquirente y la compañía objetivo que pueden lograrse a través de la combinación se conocen como “flujos de caja combinados o fusionados”. Si el adquirente tiene previsto manejar la compañía adquirida como una entidad independiente, como en el caso que *Berkshire Hathaway* compra una empresa no vinculada a sus actuales negocios (por ejemplo, *Dairy Queen*), puede haber pequeñas diferencias entre los flujos de caja independientes y los flujos de caja fusionados. Sin embargo, en muchas adquisiciones estratégicas, tales como las de *AT&T Wireless/Cingular* y *BOA/FleetBoston*, no pueden haber diferencias considerables. Es más, como el valor de estas sinergias se divide entre las partes mediante la determinación del precio de oferta final o la prima pagada, se vuelve un tema importante para negociación^{xxxii}. Si el postor paga una prima equivalente al valor de las sinergias, todos los beneficios de corto y largo plazo que podrían crearse con la adquisición, se acumularán en el pago hacia los accionistas de la empresa objetivo, y la adquisición, en el mejor de los casos, será una inversión de valor presente neto de cero para los accionistas de la compañía adquirente.

Pero, ¿por qué el mercado es tan escéptico? ¿Por qué las empresas adquirentes tienen tanta dificultad para crear valor a sus accionistas? En primer lugar, está el hecho de que las adquisiciones, a pesar de ser una vía rápida al crecimiento, requieren por adelantado el pago completo. Por el contrario, inversiones en investigación y desarrollo, la expansión de la capacidad, o campañas de marketing, se realizan en etapas a lo largo del tiempo y no requieren un único desembolso al inicio de la operación. En las adquisiciones, el reloj empieza a contar sobre toda la inversión de capital desde el principio, así que los retrasos en la realización de sinergias tienen un efecto significativo en el valor presente neto esperado de la inversión. Los inversionistas quieren ver pruebas convincentes que el desempeño oportuno de las ganancias se materialice, sobre todo cuando una prima está siendo pagada. De lo contrario, las acciones de la compañía adquirente perderán valor antes que se inicie la integración.

Los primeros triunfos de rendimiento significativo también son importantes porque ellos señalan al mercado si el adquirente tiene un plan de seguimiento. Las dos grandes fusiones de telecomunicaciones a principios del 2005, *SBC/AT&T* y *Sprint/Nextel*, fueron especialmente interesantes porque, aunque ellas manifestaron sinergias netas esperadas, valoradas en US\$15.0 mil millones y US\$12.0 mil millones respectivamente, ninguna fusión había previsto estar realizando aquellas ganancias hasta después de tres años. El hecho de que no hubo aumento de precio en cualquiera de los acuerdos desde el anuncio hasta el cierre, sugiere que los inversores habían descontado totalmente aquellas razonables proyecciones de largo plazo desde el principio.

En segundo lugar, incluso sin tener que pagar una prima de adquisición, los precios de las acciones tanto de la compañía adquirente como de la compañía objetivo ya reflejan mejoras significativas de desempeño, este es el caso base. El típico desempeño operativo de la empresa

(sin suponer mejoras) representa menos del 40% de precio de sus acciones, el resto del precio de la acción se basa enteramente en mejoras en el rendimiento esperado^{xxxii}. La sinergia se produce sólo cuando el adquirente puede vencer a ese caso base. Los compradores pueden causar un gran daño al no proteger las expectativas de crecimiento que ya están incorporados en sus acciones como en las acciones de la empresa objetivo.

En tercer lugar, las sinergias no vienen gratis, ya sean sinergias de ingresos o sinergias de costos, casi siempre hay un costo financiero asociado con el logro de ellas. Por ello, es importante tener en cuenta la inversión de capital adicional o los costos que serán necesarios para realizar cualquiera de las sinergias y el tiempo necesario para materializarlas. En este sentido, los gastos por despido, las inversiones de capital adicionales, y gastos relacionados no deben ser considerados después que una empresa objetivo ha sido comprada, puesto que no considerarlos se convierte en una fuente de pérdidas para los accionistas.

Por tanto, para evitar caer en la trampa de las sinergias, es necesario tener presente que cuanto mayor es la prima pagada por la compañía objetivo, más grande será la combinación de las sinergias de costo y las sinergias de ingresos, necesarias para superar la prima. De hecho, en la práctica las empresas podrían experimentar más éxito en la reducción de costos que en el incremento de los ingresos. Es más, las consideraciones de costos generalmente vienen primero, por ejemplo, el cierre de instalaciones y la reducción de la planilla de empleados, son asuntos internos que son controlables, visibles y tangibles. Los ingresos, por otro lado, están afectados de manera significativa por las reacciones de los competidores y de los clientes. Por esta razón, son más difíciles de anticipar y controlar, particularmente en los casos donde los beneficios se esperan que procedan de iniciativas de ventas cruzadas. Desde esta perspectiva, ya no es tan fácil concretizar todas las posibles combinaciones de sinergias de ingresos y costos que serían necesarias para justificar el pago de una prima de adquisición.

Por ende, para establecer el precio de una adquisición debe asegurarse que los cálculos de los valores de las sinergias de la compañía objetivo sean rigurosos y que trabajen con criterios realistas; y, por último, aunque no menos importante, debe asegurarse que el comprador no pague más de lo que debería, no importa cuántos argumentos fenomenales se ventilen como por ejemplo "se trata de un acuerdo estratégico, estaríamos locos de no hacerlo". Por ello, es menester llevar a cabo una valoración exhaustiva de la empresa a adquirir para determinar hasta qué punto la empresa adquirente está dispuesta a pagar para comprar la compañía objetivo y no terminar pagando demasiado por ésta.

2. Valoración en el marco de M&A

Uno de los pasos necesarios en M&A es determinar el valor de la compañía objetivo. El siguiente marco intenta examinar, al menos conceptualmente, por qué el valor de una empresa para el potencial comprador, puede diferir del valor de la empresa para el vendedor. Tenga en cuenta que mientras algunos de los componentes de valoración ya están incluidos en los cálculos del Flujo

de Caja Descontado (*DCF*, por sus siglas en inglés)^{xxxiii}, otros componentes son más difíciles de cuantificar. En consecuencia, este modelo no significa que permita un cálculo de valoración precisa, sino más bien enfatizar el por qué un comprador puede estar dispuesto a pagar una prima sobre el actual valor de mercado de la compañía objeto de fusión o adquisición.

Modelo de valoración de M&A, en su forma más simple:

$$\text{Máximo Valor de la compañía objetivo para el comprador} = \text{Valor para el vendedor} + \text{Valor agregado por el comprador} + \text{Cambio en el valor del comprador si la compañía objetivo es adquirida por un competidor}$$

El primer componente de esta ecuación, el valor para el vendedor, es el valor actual para los accionistas de la empresa objetivo, que se puede desglosar aún más como el valor actual de los flujos de caja menos los gastos de capital y capital de trabajo para mantener la operación actual (en otras palabras, el valor *DCF*). Adicionado a esto, es el valor presente de los flujos de caja de las nuevas operaciones que estén planeadas, menos los gastos de capital y capital de trabajo requeridos para alcanzar las nuevas operaciones. Finalmente, el valor de los activos no necesarios para mantener las operaciones, los cuales pueden ser liquidados, será añadido.

El segundo componente, el valor agregado por el comprador, se compone de varios elementos. El primero, es el valor presente de las sinergias, ahorro de costos, etc., que aumentan los flujos de caja (menos el costo de alcanzarlos). Este valor debe ser calculado cuidadosamente y los supuestos deben estar claramente definidos y comprendidos. El segundo, es la nueva estrategia del comprador resultante de la adquisición. Éste es el valor presente de los ingresos (menos gastos) generados a partir de nuevos productos derivados de la adquisición. El tercero, es el valor actual de la venta de activos superfluos en una base después de impuestos debido a la adquisición. El cuarto y último elemento, es el valor presente de los beneficios de la deuda en términos de la revisión de calificación crediticia o la disponibilidad (si procede)^{xxxiv}.

El componente final del modelo es el cambio en el valor del comprador si la compañía objetivo fuese adquirida por un competidor. Esto requiere el cálculo de los flujos de caja libres en el marco del nuevo entorno competitivo (si la compañía objetivo fuese adquirida por la competencia) para calcular si existe alguna pérdida o ganancia para la empresa.

El resultado de agregar los tres componentes es el valor máximo de la compañía objetivo para el comprador. Es interesante observar que en la mayoría de los casos el valor para el comprador será mayor que el valor para el vendedor. Esto explica, al menos conceptualmente, por qué las primas son a menudo pagadas en las M&A. No obstante, si se paga una prima equivalente al valor de las sinergias, todos los beneficios se acumularán a los accionistas de la compañía objetivo y, en este caso, la fusión no creará valor para los accionistas de la compañía adquiriente.

De igual forma, es de tener presente que los analistas suelen utilizar varios métodos cuando se trata de valorar una empresa, entre ellos se podrían citar: (1) múltiplos - *Price/Earnings, firm value/EBITDA, price/book, etc.*, (2) transacciones precedentes - múltiplos o primas pagadas en las operaciones precedentes en el sector o país, y (3) valoración del flujo de caja descontado (*DCF*)^{xxxv}. No obstante, si bien la utilización de más de un método ayuda a validar el análisis, esto no puede compensar el impacto de los supuestos erróneos basados en una inadecuada comprensión de las capacidades de una organización^{xxxvi} y el contexto externo en que opera. Por ello, es menester complementar la valoración con un exhaustivo proceso de *due diligence*.

3. Due Diligence

Este proceso involucra una revisión legal, financiera y estratégica de todos los documentos del vendedor (compañía objetivo), su historial de operaciones, relaciones contractuales y estructura organizacional. El equipo encargado de este proceso, por parte de la compañía adquiriente (comprador) debe estar preparado para hacer todas las preguntas correctas y conducir un análisis detallado de todos los documentos que el vendedor ha proporcionado.

La *due diligence* usualmente es dividida en dos partes: Primero, la financiera y estratégica, que es conducida por un equipo de gerencia y de contadores, quienes se centran en temas estratégicos y financieros alrededor de la transacción, incluyendo: confirmación del historial de desempeño del vendedor, integración de recursos humanos y financieros de las dos compañías, confirmación de las sinergias operativas, de producción y de distribución y las economías de escala a ser alcanzadas por la adquisición, y la recolección de información necesaria para el financiamiento de la transacción. Segundo, la legal, que es conducida por un equipo de abogados, la cual se enfoca en potenciales temas legales y problemas que podrían impedir la transacción y en la determinación de cómo los documentos podrían ser estructurados.

El proceso de *due diligence*, cuando es hecho apropiadamente, puede ser tedioso, frustrante, costoso y altamente demandante de tiempo. Sin embargo, es un prerrequisito necesario para una adquisición bien planeada y puede ser bastante informativo y revelador, al analizar la compañía objetivo y en medir los costos y riesgos asociados con la transacción. Recuerde que el objetivo clave de la *due diligence* no es sólo confirmar que el contrato hace sentido, sino también determinar si la transacción debería proceder o no.

La efectiva *due diligence* es tanto un arte como una ciencia. El arte se encuentra en tener el estilo y la experiencia de conocer qué preguntas hacer, cómo y cuándo hacerlas y la habilidad de crear una atmósfera tanto de confianza como de temor en el vendedor, de esa manera alentar una detallada y completa divulgación. La ciencia está en analizar los documentos y datos provistos por el vendedor y cuantitativamente evaluar los riesgos descubiertos al detectar obligaciones del vendedor, especialmente aquellas que se esperarían asumir después del cierre e identificar cualquier incumplimiento de tales obligaciones que afectarían post-cierre de la transacción.

III. ¿POR QUÉ FRACASAN M&A?, MÁS ALLÁ DE LA TEORÍA FINANCIERA

Este tercer capítulo abordará las razones que han llevado al fracaso la implementación de los acuerdos de M&A, desde una perspectiva más allá del ámbito financiero, ya que si bien es cierto que en los dos capítulos precedentes se abordaron ya algunas causas de estos fracasos, en su mayoría fueron tratados desde la perspectiva financiera, entre las que se explicaron: los altos precios pagados por compañías adquiridas, las sinergias sobrevaloradas y nada alcanzables, los conflictos culturales no superados, procesos de *due diligence* extremadamente cortos con escaso análisis y un uso creciente de agresivas técnicas de contabilidad, entre otros. Sin embargo, las explicaciones económicas son necesarias pero insuficientes debido al escaso poder explicativo para identificar los factores de fracaso cuando las M&A fallan, puesto que la integración exitosa de compañías fusionadas y adquiridas involucra factores no económicos.

A lo largo del tiempo, la confianza en el fundamento económico ha limitado la capacidad de encontrar un marco útil para integrar factores no económicos en un enfoque holístico del destino de las M&A. Sin embargo, para tratar de buscar respuesta a la naturaleza de este fenómeno, una metáfora valiosa es ver a las compañías fusionadas como familias adoptivas, dado el notable parecido que guardan entre sí. Por tanto, en vista que la metáfora de “corporaciones como familias adoptivas” provee de un enfoque holístico a los resultados de las M&A, a continuación se describirá brevemente en qué consiste.

1. Corporaciones como familias adoptivas^{xxxvii}

Iniciaremos este planteamiento haciendo uso de la literatura de familias adoptivas en sociología para ayudar a explicar el destino de las M&A en un intento de tratar estos desafíos, ya que las corporaciones guardan un notable parecido a las familias adoptivas humanas. Por consiguiente, el poder de la metáfora de familia adoptiva se encuentra en su capacidad no sólo de complementar las explicaciones económicas, sino también en proporcionar un marco para entender los problemas no económicos encontrados en integrar organizaciones recién combinadas.

Partimos del hecho que las fusiones y las desinversiones en el mundo corporativo se representan a menudo como matrimonios y divorcios. El parecido entre M&A corporativas, desinversiones y familias adoptivas es intrigante. Tanto así que ya sea las M&A como las familias adoptivas experimentan tasas de fracasos cercanas al 50 por ciento^{xxxviii}. De igual forma, el 60 por ciento de las personas que vuelven a casarse absorben la custodia de un niño, creando una familia adoptiva. Por otra parte, las tasas de divorcio son 50 por ciento más altas en familias adoptivas con relación a las relaciones que contraen matrimonio sin hijos adoptivos^{xxxix} y se estima que un tercio de la población sólo en Estados Unidos está en una relación de familia adoptiva.

Las corporaciones se refieren a menudo como familias para resumir las relaciones entre su casa matriz y sus divisiones o subsidiarias (hijos) y están vistas como un grupo de individuos con interrelaciones jerárquicas y recíprocas – en otras palabras, como una familia. En las familias

humanas, la creación de una relación de padre e hijo puede venir a través de diferentes mecanismos: creación o adquisición. En consecuencia, las familias adoptivas pueden adquirir una variedad de arreglos estructurales, con o sin niños de uniones anteriores y con o sin acuerdos mutuos de custodia y de bienes. En esencia, estas estructuras familiares, no difieren mucho de las estructuras de las corporaciones.

En este punto se debe destacar que existen diferentes tipos de fusiones y diferentes motivos para perseguirlas (véase Anexo No. 1); no obstante, este enfoque considera únicamente aquellas en las cuales existe una expectativa de interacción, sinergia y aprendizaje mutuo. En estos casos, generalmente hay un deseo de conservar la compañía objetivo así como su gerencia y subsidiarias. Por tanto, este enfoque asume que se tiene la intención de mantener ambas organizaciones en la fusión relativamente intactas.

En una situación de M&A, las compañías objetivo y compradora adquieren generalmente el rol de padres, en el cual la compañía compradora adquiere típicamente el rol dominante del padre y la compañía adquirida asume el rol subordinado donde sus filiales y empleados actúan en el papel de los hijos adoptivos^{xi}. Incluso cuando la combinación se presenta como “fusión entre iguales” como sucedió con la fusión de *Daimler* y de *Chrysler*, un padre dominante emerge generalmente. En este ejemplo, *Daimler* se movió rápidamente para afirmar su posición dominante después de la fusión, que resultó en una demanda legal por parte de los accionistas de *Chrysler* para defender sus intereses que estaban siendo perjudicados (véase Anexo No. 2).

Debido a las similitudes entre las familias adoptivas y las corporaciones, principalmente por el hecho que comparten muchas características relacionadas y tratan con temas similares. Por ejemplo, los individuos en familias adoptivas y las corporaciones en M&A experimentan altos niveles de tensión, shock de cultura, rol de ambigüedad, limitada historia compartida, y estructuras complejas. Para resolver los problemas creados por estas diferencias, es necesario que ambos formen nuevas tradiciones, creen nuevas coaliciones y establezcan nuevas relaciones. Para alcanzar esto, las familias adoptivas y las corporaciones efectivamente deben ocuparse de problemas tales como altas tasas de fracaso, temas de poder, problemas de límites, creencias no realistas, asimetrías de información y conflictos de lealtad, entre otros.

Las diferencias en recursos humanos, estilo gerencial, cultura y estructura organizacional, entre otras, crean problemas de ajuste operacional en la integración de las compañías, y así las “explicaciones no económicas” plantean un criterio más amplio para comprender el hecho de que las sinergias de las compañías combinadas se espera que fracasen al materializarse^{xli}. Sin embargo, estas explicaciones no económicas carecen de un modelo teórico integrado que vaya más allá de una conclusión general. La terminación exitosa de muchas de estas tareas requiere enlaces o relaciones. Crear esos vínculos con padres adoptivos es a menudo difícil para los hijos adoptivos, e igual aplica para las corporaciones adoptivas. Tal como los hijos adoptivos no tienen un vínculo biológico a ambos padres en las familias adoptivas, las filiales y los empleados de las compañías adquiridas carecen de claros vínculos a la empresa adquiriente.

De igual forma, si consideramos la meta del ajuste estratégico, vemos otra similitud entre la M&A corporativa y la formación de la familia adoptiva. Ambas son conducidas a menudo por motivos estratégicos y económicos. Volver a casarse tiende a centrarse en las necesidades de los socios, sin tomar en consideración las necesidades de los niños traídos a la relación. Esto puede convertirse en un importante tema, ya que los niños son la fuerza de desestabilización primaria en las familias adoptivas. Entender los desafíos y la dinámica encontrada en las familias adoptivas puede aclarar el comportamiento y los resultados de las corporaciones que toman parte en actividades de M&A. Esto es importante, puesto que puede ayudar a compensar las deficiencias inexplicables de las explicaciones económicas con respecto a los resultados que generan las M&A en la creación o destrucción de valor para los accionistas. Y si consideramos el porqué tantas M&A tienen dificultades, rara vez es la integración de los aspectos mecánicos los que causan tal obstáculo. No obstante, es la cultura organizacional, la dinámica interpersonal y los temas de posición personal, los que bloquean una integración exitosa.

El destino de la fusión está en función de la integración exitosa, la toma de decisión eficaz, y una buena coordinación a través de las nuevas fronteras. Considérese como ejemplo que una de las causas del fracaso de las fusiones en la industria tecnológica era la falta de detallados programas de pre- o post-cierre de la integración. Problemas en conducir la integración exitosa de *Hewlett-Packard (HP)* y *Compaq* que eventualmente condujeron al despido de Carly Fiorina como *CEO* de *HP*, señalan lo verdaderamente desafiadora que es esta tarea, dado que las familias adoptivas manejan mayor estrés y son más susceptibles al rompimiento o al fracaso, en vista que el destino de la relación es influenciado por muchos factores. Por tanto, para ampliar la metáfora de la familia adoptiva, se presentan tres conceptos que surgen de las condiciones iniciales que tanto los padres como sus hijos traen a la nueva unión de familia adoptiva y que contribuyen a la estabilidad o al rompimiento de la familia adoptiva^{xlii}.

El primero “la desemejanza”, puesto que la disparidad entre los miembros del matrimonio puede ser una fuente de conflicto, de discordia y desequilibrio de poder, que puede inducir inestabilidad en una familia adoptiva. Así las diferencias en edad, educación, religión, raza, etc., pueden dar lugar a conflictos de valor, generar desequilibrios de poder, e impedir la definición del rol dentro de la recién familia fusionada. Estas diferencias pueden intensificar la inestabilidad de la relación e incrementar la tasa de rompimiento. Similar a las familias adoptivas, las características de la compañía adquirente y objetivo juegan un rol importante que influyen la relación y el destino de la unión, ya que las M&A cambian fundamentalmente la estructura, la organización y la cultura de la nueva entidad. Diferencias en políticas de recursos humanos, cultura, estilo gerencial, estrategia y estructura organizacional, pueden desempeñar un rol importante en los resultados de las M&A. Una de estas diferencias, por ejemplo el tamaño, se considera que crea problemas potenciales. Si bien es posible que se espere que la fusión de organizaciones de similares tamaños conduzca a las más altas tasas de rompimiento debido a factores tales como batallas de poder y guerras de territorio, lo contrario resulta verdad^{xliii}. La igualdad en tamaño puede aumentar la cooperación y el compromiso sobre las decisiones que dan forma a la entidad

final y es menos probable que un socio tome el rol más dominante. A medida que aumenta la diferencia en tamaño, también aumenta la probabilidad que ocurra un eventual fracaso. En estos casos, emerge un padre dominante y uno subordinado, aumentando el potencial para el desequilibrio de poder y la discriminación biológica^{xliv}, resultando un aumento en la inseguridad e incertidumbre en la compañía objetivo. Un tamaño más pequeño de la compañía objetivo puede también hacerla más fácil, emocional y financieramente, para ser desinvertida, especialmente si los objetivos estratégicos de la compañía que adquiere no están siendo conocidos.

De igual forma, si las compañías combinadas están compitiendo en industrias no relacionadas es otro factor que resulta en desemejanza e influencia al rompimiento. Las fusiones de diversificación, no consolidación, han fracasado, mientras que las fusiones que traen como negocios afines para crear liderazgo de mercado han tenido éxito. Los socios de la fusión que compitieron en industrias relacionadas comparten puntos de vista similares sobre productos, mercados, estrategias, clientes, etc. Tal similitud puede ayudar al desarrollo del ajuste estratégico, aumentar el poder de mercado, y economías de escala o alcance^{xlv}. Además, estas similitudes pueden conducir a una comprensión anticipada y compartida del potencial de la fusión para buscar cómo explotarlo. También, la cultura organizacional es más estable y similar en la misma industria que en industrias relacionadas^{xlvi}, influyendo a que los conflictos disminuyan y la probabilidad de supervivencia aumente. Las compañías combinadas de industrias no relacionadas presentan una serie de desafíos que aumentan las posibilidades que la compañía adquirida, o piezas de ésta, sean desinvertidas; no obstante, puede haber excepciones a esta regla. Considérese como excepción, la fusión de *Oracle* y *PeopleSoft* en el 2005, que se benefició de su carencia de no presentar similitudes, a pesar que Oracle terminó pagando arriba del 47% del valor con respecto a su oferta inicial y fue una de las más prolongadas y duras batallas en Estados Unidos^{xlvii}.

El segundo concepto a tener en cuenta es el “problema de niños”. Igual que con los desafíos de la desemejanza, los potenciales problemas de conducta pueden ser traídos al interior de la relación de la familia adoptiva e influenciar su destino. Los hijos adoptivos tienen generalmente experiencias que los niños en familias tradicionales no las tienen, tales como ser atrapados en medio de un doloroso divorcio, vivir con un padre soltero, y experimentar una transición a un entorno familiar nuevo. No es de extrañar que los hijos adoptivos pueden tener problemas, algunos claramente evidentes, y otros más sutiles, pero potencialmente más perjudiciales^{xlviii}. Las tensiones sobre los hijos adoptivos son un principio del elemento desestabilizador de volver a contraer matrimonio, ya que casi siempre tienen efectos perjudiciales.

Integrar compañías y filiales disfuncionales es difícil e incrementa la probabilidad de fracaso, dado que los problemas no solamente conducen a incrementar la tensión en la relación, sino que también se podría transferir el problema de niños directamente al padre adquiriente. Por ejemplo, las corporaciones asumen típicamente las responsabilidades y obligaciones legales por las acciones pasadas de las compañías adquiridas. Incluso si pueden protegerse a sí mismas del

litigio, el contragolpe público de fechorías pasadas de una compañía adquirida puede ser difícil de superar. Mientras se espera que la *due diligence* del adquirente haya descubierto los problemas potenciales, éste no es siempre el caso. Tales problemas son a menudo difíciles de detectar y podrían estar presentados en diferentes niveles de la organización. Dada la dificultad de alcanzar la integración, tanto los empleados de la compañía adquirente como los empleados de la compañía objetivo, quienes están insatisfechos, tienen baja participación en el trabajo y carecen de compromiso organizacional, tienen menos probabilidad de poner un esfuerzo extra para resolver los problemas de integración y pueden considerar poco beneficioso el trabajar con los empleados de la otra compañía. De hecho, tal ayuda puede ser considerada como colaborar con el enemigo o peor, ayudar a destruir algo que ellos han trabajado tan duro para ayudar a crear, incluyendo sus propios trabajos y carreras. Esto podría reflejarse en absentismo, sabotaje y proporcionar informaciones erróneas, entre otras. Tales acciones pueden influenciar el desempeño y afectar el destino de la unión. Para las M&A motivadas por el deseo de adquirir el capital humano y capacidad de aprendizaje, la adquisición de las organizaciones llenas de empleados descontentos o resentidos interfiere con el potencial de las M&A desde el principio.

Otros problemas de conducta de la compañía objetivo pueden ser operacionales o financieros. Dado que los problemas económicos aumentan la probabilidad de rompimiento de la familia humana, igual se puede esperar para las familias adoptivas corporativas. Aunque una apropiada *due diligence* puede identificar el potencial problema de niños, la presencia de problemas financieros puede ser un motivo para la adquisición, especialmente si la compañía objetivo se considera como un candidato muy rentable. Pero en estos casos, la probabilidad de fracaso sigue siendo alta. Mientras que la compañía adquirente puede ser capaz de sacar de apuros y asistir financieramente a la empresa objetivo en apuros, los conceptos de familia adoptiva indican que tal apoyo puede emerger lentamente y las filiales propias del padre dominante serían favorecidas si los recursos llegan a ser escasos. Además, los apuros financieros pueden ser un signo incluso de problemas más grandes que la compañía adquirente no puede ser capaz de detectar o no puede corregir. Los gerentes tienden a ser excesivamente optimistas en sus creencias que pueden extraer valor donde otros no pueden^{xlix}. El criterio para la integración sin problemas implícitamente reconoce que los problemas de motivación y de actitud ocultos entre los gerentes de la unidad adoptiva pueden dar lugar a la incapacidad de capturar sinergias.

Por otra parte, el tercer aspecto a tener en cuenta es “el compromiso” y aunque parezca sorprendente pero los resultados de varias investigaciones reflejan que las relaciones matrimoniales podrían no ser permanentes, dado que los matrimonios son vulnerables cuando las dificultades surgen o las metas personales cambian. Esto es especialmente cierto para las familias adoptivas¹. El uso creciente de acuerdos prenupciales proporciona esclarecedora evidencia. Cuando una o ambas partes, generalmente el socio dominante, siente la necesidad de proteger sus intereses (generalmente financieros), este documento legal presenta las disposiciones de terminación. Para un acontecimiento tan feliz, los socios han convenido ya las condiciones de un posible divorcio, ya que este tipo de uniones son frágiles.

El grado de compromiso a la relación puede ser visto en tres niveles: personal, moral y estructural^{li}. El compromiso personal se deriva del deseo para que la relación tenga éxito. Esto proviene de la atracción al socio y la identificación con la relación. El compromiso moral es construido sobre la base de la sensación de que la relación debe continuar por obligación moral, por la necesidad de consistencia y por las obligaciones de la relación de la persona específica. El compromiso estructural es fundado en factores restrictivos sobre el destino de la relación, incluyendo la falta de alternativas atractivas, reacción social, inversiones irrecuperables y procedimientos para terminación. Una vez que un curso de acción es iniciado, las presiones psicológicas, sociales y económicas empleadas hacen que sea difícil o costoso poner fin a tal curso de acción, sin importar si la continuidad de la relación es deseada o no^{lii}.

Similar al compromiso observado en la creación de familias adoptivas, las M&A pueden ser completadas con niveles variables de compromiso hacia el éxito de la integración y de la retención. El compromiso es importante porque promueve las oportunidades para la cooperación y una confianza profunda, sin las cuales las relaciones sociales estables no son posibles^{liii}. La comunicación efectiva ayuda a combatir la incertidumbre en el proceso de M&A y conducen a negociar estructuras de confianza, resultando en un nuevo punto de vista común entre las dos compañías que están siendo combinadas llevando a reducir los problemas típicos asociados con una institucionalización incompleta^{liv}. Incluso aunque el compromiso por las M&A podría ser evidente en los niveles personales o morales, las corporaciones principalmente se ocupan de las implicaciones estratégicas y financieras del compromiso estructural. Los costos asociados con una adquisición y posterior terminación pueden desalentar la desinversión^{lv}. Por tanto, el compromiso y la relación de la compañía adquiriente hacia la compañía objetivo, son importantes vaticinadores del éxito. Es decir, cuanto mayor es el compromiso financiero que la compañía adquiriente hace, en términos de los subsiguientes recursos destinados para la integración y el futuro crecimiento, más alta es la probabilidad del éxito.

Como se ha demostrado, el rompimiento de la familia adoptiva es afectado por temas de desemejanzas, problema de niños, y grado de compromiso. El fracaso o el éxito en materia de M&A es influenciado por temas similares. Por estas razones, la etapa de “pre-fusión o adquisición” debería centrarse en los factores que conducen al fracaso, aunque pueda parecer pesimista, pero entendiendo las realidades negativas permitirá a los gerentes cambiar la atención a los factores que conducen a mayor éxito durante la fase de *due diligence* y eventualmente al éxito y sobrevivencia de la M&A. Por consiguiente, las lecciones aquí son: a) las compañías deberían buscar y explotar la similitud en tamaño, en estructura, en la comprensión del ajuste potencial, en visión gerencial y en tasas realistas del costo de extracción de sinergias. Como las compañías combinadas a menudo enfrentan problemas relativos a diferencias de poder, asimetrías de información, condiciones de límite, cambios, pérdidas y expectativas no realistas, percibir similitudes debería aumentar más bien que reducir la necesidad de poner activa atención a temas de integración; b) las compañías deberían conducir una minuciosa *due diligence* para determinar qué tipo de problemas y disfunciones debe tener una compañía objetivo y sus filiales.

Para que esta *due diligence* se convierta en uno de los recursos más valiosos para el análisis de la compañía objetivo deberá extenderse más allá de una simple verificación por preocupaciones financieras y legales, y debería abarcar problemas potenciales sobre la conducta de la gerencia, empleados, cultura, y criterios éticos. Importantes fuentes internas de esta información serían las encuestas de los empleados, tasas de absentismo, rotación de personal y registros de control de calidad. Asimismo, entre las fuentes externas que pueden proveer valiosa información figuran los artículos del periódico, de revistas empresariales o de asociaciones de comercio; y, c) un alto nivel de compromiso deber ser adoptado y transmitido a la compañía objetivo y a sus empleados. Tal compromiso tiene tanto implicaciones reales como simbólicas y promueve la confianza entre los empleados de las compañías adquiriente y objetivo.

Por el contrario, entre las lecciones a señalar en la etapa de “post-fusión o adquisición” se encuentran: a) Reconocer la fuente de incompatibilidad para unir compañías incompatibles. La incompatibilidad en tamaño o en calidad de miembro de la industria tiene implicaciones absolutamente diferentes. Otras diferencias también pueden causar problemas tales como diferencias en estilo gerencial o políticas de recursos humanos. Los propósitos deberían ser comunicados y entendidos por todas las partes involucradas. Si la compañía adquiriente no intenta mantener intacta la compañía objetivo o en su forma actual, es mejor dar a conocer esto anticipadamente, ya que este enfoque debería permitir una transacción más fluida y eliminar la futura desconfianza y rencor que resultaría de sentimientos que son traicionados. Si la compañía objetivo se convierte en una parte fundamental de la nueva organización, el compromiso puede ayudar a la nueva compañía combinada a superar la incompatibilidad entre compañías facilitando una transición fluida y estableciendo las bases para crear una relación a largo plazo. De hecho, los tres niveles de compromiso anteriormente discutidos (personales, morales y estructurales) generalmente son evidentes después de que la fusión toma lugar. b) Las compañías objetivo pueden traer problemas en diferentes niveles. Mientras estos problemas deberían ser descubiertos durante una minuciosa *due diligence*, desafortunadamente la fusión puede aún proceder por razones estratégicas u otras, y algunos problemas únicamente se vuelven evidentes después. De cualquier manera, la compañía adquiriente debe impedir que estos problemas ingresen a la organización combinada por lo que debe encontrar maneras de resolverlos, minimizarlos o eliminarlos. c) La teoría de la familia adoptiva sugiere que los empleados en la compañía objetivo (por ejemplo, los niños) probablemente son la fuerza de desestabilización primaria en las M&A, entender y saber cómo tratar con ellos es crítico para el éxito en este tipo de estrategias corporativas. Y, d) Gran parte del éxito en integrar compañías recién fusionadas reside en la adquisición y diseminación del aprendizaje. Las compañías pueden facilitar el compartir el conocimiento tanto explícito como implícito y la adopción de ideas recién aprendidas por la movilización del personal clave a través de la compañía y los límites del negocio.

Por tanto, como se ha expuesto anteriormente la metáfora de la familia adoptiva proporciona una explicación integral más rica de los desafíos no económicos que enfrentan los gerentes cuando intentan unir dos compañías, mientras que complementan las explicaciones económicas. Sin

importar los motivos iniciales, integrar compañías está cargado de riesgos. Estos riesgos podrían ser anticipados o llegar a ser manifestados solamente después de una fusión o adquisición. Si son anticipados, la compañía adquiriente puede evitar la transacción o promulgar mecanismos para superar desafíos esperados. Si no son anticipados, diferentes medios deben ser implementados para facilitar una transacción fluida y una unión exitosa.

Por tanto, desde que surgieron las M&A en el mundo empresarial, la investigación sobre ellas se ha basado principalmente en los fundamentos de la lógica económica, centrando su atención en las metas organizacionales, de alcance, de estrategia competitiva, y de desempeño. La metáfora de la familia adoptiva no debería ser vista como compitiendo contra esto, sino bastante complementaria a este enfoque, ya que los ejecutivos están cada vez más conscientes que la habilidad de integrar compañías recién adquiridas requiere un entendimiento más allá de las tradicionales consideraciones económicas y enfocar el proceso desde una perspectiva de familia adoptiva les ayudará a anticipar los problemas potenciales, y los preparará con un nuevo conjunto de herramientas conceptuales con las cuales iniciar la tarea de una integración exitosa. De igual forma, a continuación se presentan algunas lecciones duramente aprendidas por las compañías que han estado involucradas en los procesos de M&A para que los *CEOs* cuenten con estas poderosas experiencias previo a pensar en utilizar este tipo de estrategias corporativas como opciones de crecimiento y peor aún, de diversificación.

2. Lecciones duramente aprendidas

- ✓ Cuidese de pagar demasiado por activos que bajan en ascensor y salen por el estacionamiento al final de cada jornada laboral. Éstos pueden conducir hacia la puesta del sol y no volver jamás... El valor de la mayoría de los negocios depende de los activos humanos: directivos, trabajadores especializados, científicos e ingenieros, entre otros. Si éstos no están contentos con sus nuevos roles en la empresa adquiriente, los mejores se irán. Este fue el caso del banco portugués *BCP* quien aprendió esta lección duramente cuando compró una sociedad de gestión de inversiones contra los deseos de los empleados de la empresa. Todo el personal se fue inmediatamente y estableció una sociedad de gestión de inversiones rival con un nombre similar.
- ✓ Los compradores necesitan tener especial cuidado con las responsabilidades medioambientales. Si las operaciones del vendedor producen contaminación o residuos tóxicos en su propiedad, los costos de limpieza probablemente recaerán en el comprador... Hay ocasiones en que la fusión logra ganancias, pero el comprador, sin embargo, pierde porque paga demasiado. Por ejemplo, el comprador puede sobreestimar el valor del inventario viejo o subestimar los costos de renovación de viejas plantas y equipamiento, o puede pasar por alto las garantías de un producto defectuoso.
- ✓ Los directores financieros optimistas pueden ver potenciales economías de escala en casi cualquier sector. Pero es más fácil realizar la compra de otro negocio que realizar la posterior

integración con el negocio propio... Algunas empresas que se han unido en la búsqueda de economías de escala todavía funcionan como un conjunto de operaciones separadas, y a veces compitiendo entre sí con diferentes capacidades de producción, esfuerzos de investigación y fuerzas de marketing.

✓ No suponga que cuanta más integración vertical mejor, puesto que llevado a los extremos es absolutamente ineficiente... Las empresas encuentran más eficiente subcontratar el suministro de muchos servicios y varios tipos de producción. Por ejemplo, en los 50's y 60's se consideraba que *General Motors (GM)* tenía una ventaja en costos sobre sus principales competidores, Ford y Chrysler, ya que la mayoría de las piezas de los automóviles de *GM* se producían dentro de la empresa. Por el contrario, en los 90's, *Ford* y *Chrysler* tuvieron la ventaja; podían comprar piezas más baratas a proveedores externos. Esto se debía en parte a que los proveedores externos solían usar mano de obra no sindicada con sueldos más bajos. Pero, además, parece que los productores tienen más poder de negociación frente a proveedores independientes que frente a los proveedores que pertenecen a su misma familia empresarial. En 1998, *GM* decidió escindir (*spin off*) *Delphi*, su división de piezas de automóviles, como una empresa separada. Después del *spin off*, *GM* puede continuar comprando piezas a *Delphi* en grandes volúmenes, pero negocia las compras manteniendo las distancias. En el año 2000, Ford siguió a *GM* y anunció sus planes para escindir su negocio de piezas de automóviles, *Visteon Corporation* (Para mayores detalles de los métodos de reestructuración corporativa, véase Anexo No. 3).

✓ “Es obvio que la diversificación reduce el riesgo”. El problema con este argumento es que la diversificación es más fácil y más barata para el accionista que para la empresa. La razón es que la fusión reduce las oportunidades de los inversores de construir sus carteras a la medida de sus propias necesidades y preferencias... En general, la diversificación de la empresa no incrementa el valor en mercados perfectos, siempre y cuando, las oportunidades de diversificación para los inversores no estén restringidas. Una fusión conglomerado pura no tiene efecto en las operaciones o en la rentabilidad de ninguna de las empresas, puesto que al sumar los valores actuales, no dejaría a los accionistas ni mejor ni peor, dado que la condición para la aditividad del valor es que el conjunto de oportunidades de los inversores sea independiente de la cartera particular de los activos reales mantenidos por la empresa. La diversificación por sí misma nunca puede expandir el conjunto de oportunidades dados los mercados perfectos. La diversificación empresarial puede reducir el conjunto de oportunidades de inversión, pero sólo si los activos reales de las empresas no tienen sustitutos entre los títulos o carteras negociados. En algunos casos, la empresa puede ser capaz de expandir el conjunto de oportunidades. Puede hacerlo si encuentra una oportunidad de inversión que es única, un activo real con características de riesgo compartidas por muy pocos o ningún otro activo financiero. Sin embargo, en este golpe de suerte, la empresa no debería diversificar, sino establecer el activo único como una empresa independiente para expandir al máximo el conjunto de oportunidades de los inversores.

CONCLUSIONES

Históricamente, las estrategias de crecimiento corporativo usadas por las empresas en su afán de crecer rápido han demostrado no ser una vía al éxito seguro, sino más bien a la incertidumbre o al fracaso, lo cual impacta negativamente en la creación de valor para los accionistas de las compañías que llevan a cabo tanto M&A como alianzas estratégicas. Aunque con estas últimas se tiene la flexibilidad de hacer uso de opciones reales, a fin de minimizar la exposición de la empresa “compradora” a los potenciales riesgos de realizar una adquisición, no significa que si el acuerdo de adquisición ocurre se terminará pagando una cantidad menor o justa por adquirir al socio potencial, ya que la evidencia empírica demuestra lo contrario.

Tenga en cuenta que el deseo de los líderes de crecer y diversificarse tiene quizás el efecto más perjudicial sobre las M&A, ya que los gerentes en su afán de crecer en participación de mercado no se detienen a pensar cómo esta lucha feroz en la mayoría de las ocasiones termina destruyendo valor para los accionistas de la compañía “ganadora”, ya que la competencia que emerge entre los compradores potenciales es más parecida a una lucha de clases donde sólo el más fuerte sobrevive, pero no necesariamente habiendo sido beneficiado, sino al contrario. Muchas veces, el grande termina pagando un precio mayor que el valor de las sinergias que puede obtener de combinar las dos compañías y por ende, los únicos beneficiados terminan siendo los vendedores que usualmente ganan más que los compradores en el mundo de las M&A.

A pesar de una tasa de fracaso históricamente alta, la actividad de M&A continúa teniendo mucha relevancia en el mundo financiero y empresarial. Pero cuando estas estrategias de crecimiento fallan, generalmente las explicaciones económicas tienen escaso poder analítico ya que no capturan los matices y desafíos que enfrentan los *CEOs* en la compleja tarea de unir dos compañías, siendo lo más fácil atribuir tal fracaso a las pobres sinergias anticipadas y los ahorros en costos no alcanzados, lo que se convierte en el pretexto perfecto para desmembrar las compañías bajo el calificativo de “unidades de bajo desempeño” mediante el uso de algún método de reestructuración corporativa, pero pocos se detienen a pensar en encontrar la verdadera raíz del problema que usualmente termina destruyendo el valor a los accionistas de las compañías “ganadoras”.

Es necesario evitar el uso de incentivos de planes de compensación que en el fondo premien a los agentes involucrados sobre la base de cantidad y no calidad de los acuerdos que se cierran, así como evitar cortos y acelerados procesos de *due diligence* que llevan a tener una noción solo superficial de la compañía sujeta a adquisición. Por el contrario, se debe poner énfasis en el conflicto de interés que tienen los especialistas, quienes ganan un porcentaje sobre el valor pactado por la transacción, al momento de valorar los candidatos con los cuales fusionarse o adquirir, destacándose la importancia de negociar ajustados acuerdos de compra que aseguren indemnizaciones del vendedor respecto de aquellas obligaciones que podrían ser desconocidas por el comprador al momento de cerrar la transacción. El objetivo claro es no entrar en fusiones que más tarde se lleguen a lamentar como resultado de errores clásicos como una falta de

planificación adecuada, una agenda demasiado agresiva para el cierre de la transacción, un fracaso al buscar posibles problemas de integración post-cierre o peor aún, las sinergias buscadas después del cierre de la operación que son poco realistas y nada alcanzables.

Así como se puede criticar cualquier modelo, los modelos de valoración en M&A, no son la excepción, ya que se quedan cortos a la hora de valorar sinergias y activos intangibles en el valor de las empresas objeto de M&A y peor aún, cuando se requiere por adelantado el pago de una prima de adquisición para llevar a cabo la transacción, resultando en que muchas veces el adquirente (el postor) paga una prima equivalente, si es que no mayor, al valor de las sinergias a generar mediante la fusión o la adquisición. Esto termina destruyendo la creación de valor para los accionistas de la compañía adquirente. No obstante, en términos de valoración, no se debe olvidar que si bien la utilización de más de un método ayuda a validar el análisis, esto no puede compensar el impacto de los supuestos erróneos basados en una inadecuada comprensión de las capacidades de una organización y el contexto externo en que opera.

Para evitar la trampa de las sinergias es necesario tener presente que cuanto mayor es la prima pagada por la compañía objetivo, más grande será la combinación de sinergias de ingresos y sinergias de costos, necesarias para justificar el pago de una prima de adquisición. Sin embargo, en la práctica el mundo no es tan lineal como una simple optimización de productos, puesto que no es tan fácil concretizar la obtención de recursos provenientes de las sinergias. Por tanto, para establecer un precio de adquisición debe asegurarse primero que los cálculos de las sinergias sean rigurosos y trabajen con supuestos realistas, a fin de asegurar que el comprador no pague más de lo necesario; de lo contrario, el valor de las sinergias se trasladará a los accionistas de la compañía objetivo materializado en el pago de la prima y, nuevamente, la fusión o adquisición terminará destruyendo valor a los accionistas de la compañía adquirente.

Para que una *due diligence* se convierta en uno de los recursos más valiosos para el análisis de la compañía objetivo deberá extenderse más allá de una simple verificación de las preocupaciones financieras y legales. En este sentido, debería abarcar problemas potenciales sobre la conducta de la gerencia, empleados, cultura, y criterios éticos, a fin de proporcionar una explicación integral más rica de los desafíos no económicos que enfrentan los gerentes cuando intentan unir dos compañías, mientras que también complementan las explicaciones económicas.

La metáfora de la familia adoptiva no debería ser vista como conflicto con las explicaciones económicas en torno al destino de las M&A, sino como complementaria a este enfoque, ya que los ejecutivos están cada vez más conscientes que la habilidad de integrar compañías recién adquiridas requiere un entendimiento más holístico que les ayude a anticipar los problemas potenciales antes, durante y después de iniciar la tarea de integración.

Y, finalmente, queda a opción del lector, el evaluar qué tan “ganadora” puede ser la empresa adquirente bajo un contexto de M&A...

REFERENCIAS

Bibliografía

1. Libros

“Mastering the Merger. Four critical decisions that make or break the deal”

Harding, David & Rovit, Sam. Harvard Business School Press, USA, 2004

“Principios de Finanzas Corporativas”

Brealey, Richard A. & Stewart C. Myers. Séptima Edición, McGraw-Hill/Interamericana de España, S.A.U. España, 2003

“Valoración. Medición y gestión del valor”

Copeland, Tom; Koller, Tim & Murrin, Jack. Ediciones Deusto. España, 2004

“Fast-Track Business Growth”

Sherman, Andrew J. Chapter 15. 2003

2. Artículos

“A Note on Mergers and Acquisitions and Valuation”

Fortier, Dominique & Foerster, Steve. Richard Ivey School of Business. The University of Western Ontario. 1995

“Are you paying too much for that acquisition?”

Eccles, Robert J.; Lanes, Kersten L. & Wilson, Thomas C. Harvard Business Review on mergers and acquisitions, 1999

“Avoiding the “Synergy Trap”: Practical guidance on M&A decisions for CEOs and Boards”.

Sirower & Sahni. Journal of Applied Corporate Finance, 18, 2006.

“Creating Value with Mergers and Acquisitions”

Hazelkorn, Todd; Zenner, Marc & Shivdasani, Anil. “Creating Value with Mergers and Acquisitions” Journal of Applied Corporate Finance, Volume 16 Numbers 2-3 Pages 81-90. Spring/Summer 2004

“Corporations as stepfamilies: A new metaphor for explaining the fate of merged and acquired companies”

Allred, Brent B.; Boal, Kimberly B. & Holstein, William K. Academy of Management Executive Vol. 19 No. 3 August 2005

“¿Cuándo aliarse y cuándo adquirir?”

Dyer, Jeffrey.; Kale, Prashant and Singh, Harbir. Harvard Business Review Vol. 82 No.7 Julio 2004

“Desperately Seeking Synergy”

Goold, Michael & Campbell, Andrew. Harvard Business Review. September-October 1998

“Divorced? Don’t even think of remarrying until you read this”

Marano, Hara E. Psychology Today March – April 2000

“Extended review: human resource management implications of mergers and acquisitions”

Empson, Laura. International Journal of Human Resource Management Vol. 5, Issue 3, Sep 1994

“Fools Gold”

Frieswick, K. CFO. February 2005

“From competitive advantage to corporate strategy”

Porter, Michael E. Harvard Business Review May – June 1987

“Fundamental Issues Surrounding Failed Acquisitions”

Stefanowski, Robert and Ray, Anshuman. April 2002

“Keeping the Right People: Retaining top executives can improve the performance of acquired companies – as long as they’re the right executives”

Gwynne, Peter. MIT Sloan Management Review. Winter 2002

“Methods of Valuation for Mergers and Acquisitions”

Chaplinsky, Susan, Schill, Michael J. & Doherty, Paul. Darden Business School. The University of Virginia. 2000

“Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal”

Haspeslagh, Philippe C. & Jemison, David B. New York: The Free Press. Academy of Management Review, April 1995

“M&A: How to Put Money in the Bank”

Sweeney, Paul. Financial Executive. June 2005

“Mergers that Last: A predictable Pattern?”

Montgomery, Cynthia & Wilson, Vicki. Strategic Management Journal, Vol. 7, Issue 1, 1986

“Predicting divestiture of unrelated acquisitions: An integrative model of ex ante conditions”

Bergh, Donald. Strategic Management Journal, Vol. 18, Issue 9, Pages. 715-731

“Reducing the Risk of Acquisition: Identifying and addressing the environmental factors that can affect success”

Jacobs, Peter. MIT Sloan Management Review. Summer 2002

“Reglas para Adquirir”

Nolop, Bruce. Harvard Business Review. September 2007

“Software Firms Fights to Remake Business after Ill-Fated Mergers”

Clark, D. The Wall Street Journal, 12 de enero de 1996.

“The Biggest Risk of All”

Kell, Thomas & Landsberg, Max. Business Strategy Review. Spring 2005

“The Human Side of Mergers and Acquisitions: Managing Collisions between People, Cultures and Organizations”

Buono, Anthony F. & Bowditch, James L. San Francisco, Jossey-Bass. 1989

“The Era of Cross-Border M&A: How Current Markets Dynamics are Changing the M&A Landscape”

Zenner, Marc; Matthews, Matt; Marks, Jeff & Nishant, Mago. Journal of Applied Corporate Finance, Volume 20 Number 2 Spring 2008

“Valuing the AOL Time Warner Merger”

Applegate, Lynda M. Harvard Business School. February 2002

“What is Strategy?”

Porter, Michael E. Harvard Business Review Nov - Dec. 1996.

3. Noticias

“Adiós DaimlerChrysler. Hola Daimler AG”

Deutsche Welle. Economía. 04 de octubre de 2007.
<http://www.dw-world.de/dw/article/0,,2808778,00.html>.

“Daimler/Chrysler: ¿Divorcio programado?”

Deutsche Welle. Economía. 14 de febrero de 2007.
<http://www.dw-world.de/dw/article/0,,2351291,00.html>.

“DaimlerChrysler: El fin de una era”

Deutsche Welle. Economía. 28 de julio de 2005.
<http://www.dw-world.de/dw/article/0,,1661778,00.html>.

“DaimlerChrysler: La rebelión de los accionistas”

Deutsche Welle. Economía. 06 de abril de 2005.
<http://www.dw-world.de/dw/article/0,,1544126,00.html>.

“Daimler vende a Chrysler por 5.500 millones de euros”

Deutsche Welle. Economía. 14 de mayo de 2007.
<http://www.dw-world.de/dw/article/0,,2513789,00.html>.

“Daimler y Chrysler se separarán tras nueve años de una fusión muy costosa”

PortalAutomotriz.com. Corporativo e Industria. 14 de mayo de 2007.
http://www.portalautomotriz.com/content/site/module/news/op/displaystory/story_id/1746/forma t/html/.

“Daimler - Chrysler pone fin a fusión de nueve años”

El siglo del Torreón. Finanzas. 15 de mayo de 2007.
<http://www.elsiglodetorreon.com.mx/noticia/275362.html>.

“La megafusión de Daimler-Benz y Chrysler”

Deutsche Welle. Economía. 07 de mayo de 2003.
<http://www.dw-world.de/dw/article/0,,860680,00.html>.

“Mercedes: Divorcio de Chrysler”

Deutsche Welle. Economía. 04 de abril de 2007.
<http://www.dw-world.de/dw/article/0,,2433162,00.html>.

Notas

ⁱ Fortier & Foerster (1995).

ⁱⁱ Véase, Sherman, Andrew J. (2003) “Growth through Mergers and Acquisitions” Fast-Track Business Growth. Pages 277-300

ⁱⁱⁱ Véase Bergh, Donald (1997). Predicting divestiture of unrelated acquisitions: An integrative model of ex ante conditions. *Strategic Management Journal*, Vol. 18, Issue 9, Pages. 715-731; y, Montgomery, Cynthia & Wilson, Vicki (1986). Mergers that Last: A predictable Pattern? *Strategic Management Journal*, Vol. 7, Issue 1, Pages. 91-96.

^{iv} Brent, Allred, Boal & Holstein (2005).

^v Véase Jacobs (2002). Los premios de adquisición son la diferencia entre el precio de compra y el valor en libros de los activos que están siendo adquiridos.

^{vi} Frieswick (2005).

^{vii} Las economías de escala se obtienen cuando el coste unitario medio de producción baja al aumentar la producción. Una forma de conseguir economías de escala es distribuir los costes fijos sobre un volumen mayor de producción.

^{viii} Andrade, Mitchell & Stafford (2001).

^{ix} Un adquiriente potencial amistoso buscado por una empresa objetivo amenazada por un pretendiente hostil.

^x Para mayor detalle sobre estos contraataques puede consultarse Brealey & Meyer (2002). Séptima edición. Págs. 658-659. Considérese como ejemplos: Defense pacman, pago greenmail, white knight, oferta de doble nivel (two-tier offer), píldoras venenosas (poison pills), y repelente de tiburones (shark-repellent), entre otros.

^{xi} Hazelkorn, Zenner & Shivdasani (2004). Creating value with mergers and acquisitions. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16: 81-90.

^{xii} Dyer, Kale & Singh (2004). Cuándo aliarse y cuándo adquirir. *Harvard Business Review*, 82: 60-67.

^{xiii} Dyer, Kale & Singh (2004). Op. Cit. Págs. 65-66.

^{xiv} Brealey, Richard & Myers, Stewart (2002). “Fusiones”. Principios de Finanzas Corporativas. Séptima Edición. Pág. 646

^{xv} Keller (1995). Disconnected Line: Why AT&A Takeover of NCR hasn't been a real bell ringer. *The Wall Street Journal*, page A1.

-
- ^{xvi} Maremount (1995). How Converse got its laces all tangled. *Business Week*, page 37.
- ^{xvii} Buffett, Warren (1997). Berkshire Hathaway Annual Report
- ^{xviii} Empson, Laura. (1994). "Extended review: human resource management implications of mergers and acquisitions". *International Journal of Human Resource Management*. Vol. 5 Issue 3. Sep 1994. Page 779
- ^{xix} Según Michael Porter, la Eficiencia Operativa (EO) significa ejecutar actividades similares "mejor" que los rivales. Incluye la eficiencia, pero no se limita a ella. Se refiere a cualquier número de prácticas que permitan a una compañía utilizar mejor sus insumos.
- ^{xx} Henry, D. (2003) M&A deals: Show me. *Business Week*, November 10, 2003, 40
- ^{xxi} Clark, D. (1996) "Software Firms Fight to Remake Business after Ill-Fated Mergers". *The Wall Street Journal*, 12 de enero de 1996. Pág. A1
- ^{xxii} Bouno, Anthony F. and Bowditch, James L. (1989). "The Human Side of Mergers and Acquisitions: Managing Collisions Between People, Cultures and Organizations". *San Francisco, Jossey-Bass*.
- ^{xxiii} Gwynne, Peter (2002). "Keeping the Right People: Retaining top executives can improve the performance of acquired companies – as long as they're the right executives" *MIT Sloan Management Review*. Winter 2002.
- ^{xxiv} Donald D. Bergh is an associate professor at Pennsylvania State University's Smeal College of Business Administration
- ^{xxv} Stefanowski & Ray (2002). "Fundamental Issues Surrounding Failed Acquisitions" April 2002.
- ^{xxvi} Haspeslagh, Phillippe C. & Jemison, David B. (1991) "Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal". New York, The Free Press.
- ^{xxvii} Sherman, Andrew J. (2003) "Growth through Mergers and Acquisitions" *Fast-Track Business Growth* Pages 277 – 278.
- ^{xxviii} Dyer, Kale & Singh (2004). "Cuándo aliarse, cuándo adquirir" *Harvard Business Review*, Page 63
- ^{xxix} La prima por absorción puede definirse como la diferencia entre el precio pagado por adquirir la compañía B menos el valor de la compañía B antes de la adquisición.
- ^{xxx} Véase, Eccles, Lanes & Wilson (1999). Are you paying too much for that acquisition? *Harvard Business Review*, pages 45-71
- ^{xxxi} Chaplinsky & Schill (2000). La prima pagada se mide generalmente de la siguiente manera: El precio de oferta por cada acción menos el precio de mercado de las acciones de la compañía objetivo antes de la fusión o adquisición, dividido entre el precio de mercado de las acciones de la compañía objetivo antes de la fusión o adquisición.

^{xxxii} Sirower & Sahni (2006). Avoiding the “Synergy Trap”: Practical guidance on M&A decisions for CEOs and Boards. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18: 83-95

^{xxxiii} Existen supuestos de ingresos, costos y gastos sobre los cuales se proyecta el flujo de caja libre durante un determinado período de tiempo (la mayoría de los analistas eligen 5 años). Un valor terminal es calculado y es descontado a valor presente mediante el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC, por sus siglas en inglés). El proceso de descuento da el valor actual de la empresa. Teniendo en cuenta que, el Valor de la Empresa es igual a la Deuda más Capital, el valor del accionista se puede calcular restando la deuda del valor presente de la compañía. Por tanto, el valor de la compañía por acción es calculado dividiendo el valor actual por el número de acciones en circulación.

^{xxxiv} Este último elemento se encuentra en concordancia con el enfoque presentado por Zenner, Matthews, Marks & Mago (2008), quienes evaluaron las consideraciones de las agencias calificadoras del riesgo crediticio sobre el impacto que las decisiones de financiación pueden tener en las estructuras de capital de las compañías adquirientes y, en particular, sobre sus calificaciones crediticias, principalmente en aquellas empresas que realizan transacciones de M&A transfronterizas. En primer lugar, las transacciones transfronterizas son más propensas a la diversificación geográfica de la empresa, que es probable que fortalezca su calificación crediticia, dada la reducción de la dependencia en su mercado de origen y si la empresa que realiza estas transacciones transfronterizas se encuentra domiciliada en mercados emergentes, podrá mejorar su calificación en términos de traspasar el “techo soberano”. En segundo lugar, para las empresas de mercados desarrollados, la adquisición de activos de mercados emergentes también puede permitirles seguir creciendo y generar un impulso en el flujo de caja positivo cuando más crecimiento en el mercado interno es limitado. Esto también sería una consideración positiva para las agencias de calificación de riesgo. Por otra parte, las transacciones transfronterizas pueden plantear riesgos de ejecución, incluidos los riesgos políticos y culturales. Por ejemplo, una transacción que crea exposición concentrada a un mercado emergente con un riesgo político importante puede ser desfavorable para la calificación crediticia de la empresa adquirente. Este efecto podría ser más pronunciado para las empresas de mercados desarrollados tomando importantes posiciones concentradas en los mercados emergentes de menor calificación.

^{xxxv} El principal reto con la metodología de múltiplos se refiere a la comparación de los ingresos, EBITDA y flujos de efectivo a través de diferentes sistemas de contabilidad y regímenes fiscales. Además, tanto las operaciones precedentes como los métodos de múltiplos no pueden incorporar fácilmente la única característica de las transacciones de M&A transfronterizas, como las sinergias, aspectos fiscales, y los atributos únicos de riesgo. El gran tema con los múltiplos y los métodos de operaciones precedentes es que en muchos países existe una escasez de empresas comparables u operaciones por país e industria. Por su parte, el método de DCF es más flexible y puede tomar los impuestos y las diferencias contables en cuenta. El principal problema con el método DCF es la dificultad de estimar los flujos futuros de efectivo y tasas de descuento en las transacciones transfronterizas. Hay dos métodos generalmente aceptados para valorar un activo extranjero mediante la aplicación del DCF. Y aunque cualquiera de ellos debería dar lugar a valores similares, se recomienda que los adquirentes utilicen ambos métodos para comprobar los supuestos. Ambos métodos requieren el uso de una tasa de descuento apropiada ajustada al riesgo. Preguntas sobre la tasa de descuento clave incluyen si existe una prima de riesgo de las acciones de cada país y si (y cómo) hacer un ajuste por riesgo soberano. Para mayor detalle sobre estos métodos, véase,

Zenner, Matthews, Marks & Mago (2008). The era of cross-border M&A: How current market dynamics are changing the M&A landscape. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20: 90-91.

^{xxxvi} Las capacidades de una organización son aquellas construidas dentro de una empresa y aquellas que están a disposición de una empresa a través de su extensa red de socios, distribuidores y proveedores. Véase, Applegate, Lynda M. (2002) “Valuing the AOL Time Warner Merger”. Harvard Business School. February 2002. Pag. 30

^{xxxvii} Tomado de Brent, Allred, Boal & Holstein (2005). Corporations as stepfamilies: A new metaphor for explaining the fate of merged and acquired companies. *Academy of Management Executive*, 19: 23-35

^{xxxviii} Marano, Hara E. (2000) “Divorced? Don’t even think of remarrying until you read this”. *Psychology Today* March – April 2000 Pages 56 - 62

^{xxxix} Hetherington, E. M. & Stanley-Hagen, M. 2000. Diversity among stepfamilies. In D. H. Demo, K. R. Allen, & M. A. Fine (Eds.), *Handbook of family diversity*. Oxford: Oxford University Press: 177–196

^{xl} Allred, Boal & Holstein (2005) Op. Cit. Page 26. Según la opinión de estos autores, aunque técnicamente, las filiales y los empleados tanto de la compañía adquiriente como de la compañía adquirida son hijos adoptivos a la otra empresa, los empleados de la compañía adquiriente son vistos como los hijos naturales, con una posición privilegiada en cuanto a recursos y oportunidades debido a su vínculo biológico al padre dominante.

^{xli} Para una investigación sobre explicaciones desde un punto de vista no económico para el destino de las M&A, véase: Bueno, A. F. & Bowditch, J. L. 1989. The human side of mergers and acquisitions: Managing collisions between people, cultures, and organizations. *San Francisco, CA: Jossey-Bass*; Datta, D. 1991. Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration. *Strategic Management Journal*, 12: 281-297. Haspeslagh, P. C. & Jemison, D. B. 1991. Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal. *New York: The Free Press*.

^{xlii} Allred, Brent B. Boal, Kimberly B. & Holstein, William K. Op. Cit. Pages 29 - 32

^{xliii} Un estudio empírico por los autores encontró que cuánto mayor sea el tamaño entre la compañía adquiriente y la compañía objetivo, mayor será la probabilidad que la unión falle. Esto concuerda con los hallazgos de Bergh, D. D. 1995. Size and relatedness of units sold: An agency theory and resource-based perspective. *Strategic Management Journal*, 16: 221-239

^{xliv} La literatura de la familia adoptiva sugiere que el componente emocional y motivacional de un padre está ausente entre el padre adoptivo y el hijo adoptivo, dando lugar a menos interacción positiva entre el padre adoptivo y el hijo adoptivo, aumentando la probabilidad de descuido y abuso del hijo adoptivo. Los padres biológicos invierten más recursos en sus hijos que en los hijos adoptivos, para cosas tales como educación y para necesidades tanto actuales como futuras. Los hijos adoptivos tienen menos influencia en la toma de decisión en la familia que los hijos biológicos del padre dominante, los cuales son también más leales a sus padres biológicos.

^{xlv} Véase, Seth, A. 1990. Value creation in acquisitions: A reexamination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11: 99-115

^{xlvi} Chatman, J. A., & Jehn, K. A. 1994. Assessing the relationship between industry characteristics and organizational culture: How different can you be? *Academy of Management Journal*, 37 (3): 522-553

^{xlvii} A partir de 2003, *Oracle* comenzó a maniobrar para obtener el control de *PeopleSoft, Inc.* En junio de 2003, *Oracle* hizo una oferta de US\$7.0 mil millones en un intento de adquisición hostil corporativa. En febrero de 2004, *Oracle* aumentó su oferta a aproximadamente US\$9.4 mil millones, un incremento del 33%; esta oferta también fue rechazada inmediatamente por la Junta Directiva de *PeopleSoft*. Ese mismo mes, el Departamento de Justicia de EE.UU. presentó una demanda para bloquear *Oracle*, por considerar que la adquisición violaría las leyes antimonopolio. En septiembre de 2004, la demanda fue rechazada por un juez Federal de EE.UU., quien falló en favor de *Oracle* al declarar que el Departamento de Justicia de EE. UU. no logró probar su caso antimonopolio. En octubre de ese mismo año, la misma decisión fue dictada por la Comisión Europea. Aunque *Oracle* había reducido su oferta a US\$7.7 mil millones en mayo 2004, volvió a plantear su oferta en noviembre del mismo año a US\$9.4 mil millones. Y no fue sino hasta finales de diciembre 2004 que *Oracle* anunció la firma del acuerdo de fusión definitivo para la adquisición de *PeopleSoft* por aproximadamente US\$10.3 mil millones. En enero 2005, *Oracle* anunció planes para recortar aproximadamente el 9% de los 55.000 profesionales de las compañías combinadas, manteniendo al menos más del 90% del desarrollo de productos de *PeopleSoft* y el personal de soporte de productos.

^{xlviii} La literatura de familias adoptivas indica que los hijos adoptivos pueden ser deficientes cuando son comparados a los niños en familias tradicionales. Esta deficiencia puede ser emocional o física y es evidente en baja autoestima y problemas de comportamiento. A los hijos adoptivos puede que sean negados ciertos recursos o beneficios de los padres adoptivos, dejándolos deficientes en comparación a los niños en familias tradicionales. Aunque las deficiencias que son físicas por naturaleza son a menudo más fáciles de identificar, las deficiencias emocionales pueden ser más perjudiciales y pueden tener efectos más duraderos. En estos casos, al hijo adoptivo le es negado el apoyo emocional o es abusado emocionalmente. Cuando ocurre esto, la lesión va mucho más profunda y puede ser más difícil de reconocer y de resolver. Para las familias adoptivas, una verdadera deficiencia no necesita existir para que los hijos adoptivos tomen parte en una comparación con las familias tradicionales. El hijo adoptivo tiene que creer solamente que hay algo que falta para que los problemas potenciales comiencen a aparecer.

^{xlix} Trautwein, F. 1990. Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11: 283-395

¹ Considérese los estudios realizados por: Hetherington, E. M., & Jodl, K. M. 1994. Stepfamilies as settings for child development. In A. Booth & J. Dunn (Eds.), *Stepfamilies: Who benefits? Who does not?* Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, 55-79; y, Marano, H. E. 2000. Divorced? Don't even think of remarrying until you read this. *Psychology Today*, 33: 56-62.

^{li} Johnson, M. P. 1973. Commitment: A conceptual and empirical application. *The Sociology Quarterly*, 14: 395-496.

^{lii} Desde el punto de vista psicológico, véase: Becker, H. S. 1960. Notes on the concept of commitment. *American Journal of Sociology*, 66: 32-40. Desde el punto de vista gerencial, véase: Staw, B. M. 1980. The escalation of commitment to a course of action. *Academy of Management Review*, 6: 577-587.

^{liii} Hosmer, L. T. 1995. Trust: The connecting link between organizational theory and philosophical ethics. *Academy of Management Review*, 20: 379-403.

^{liv} Las familias adoptivas se enfrentan a mayor stress que las familias tradicionales debido a que los padres y los niños carecen de normas claras para la definición del rol, de la conducta adecuada y de los procedimientos para ocuparse de los problemas. En este caso, uno de los mayores problemas que enfrentan las familias adoptivas está en desarrollar un sólido punto de vista común entre las partes involucradas, con el cual las nuevas normas son establecidas. De estas normas, las nuevas reglas son creadas para gobernar la entidad nueva. Tres diferencias hacen darse cuenta de lo difícil que es crear este punto de vista común: Diferencias entre ser un insider versus un outsider, diferencias en cultura, y diferencias en la unión. En una familia adoptiva, un individuo puede experimentar un acontecimiento familiar como un insider, mientras que otro como un outsider, donde las relaciones dominantes de padres-hijos biológicos generalmente disfrutaban el rol de insider en una familia adoptiva. Diferencias en cultura basada en edad, raza, religión, experiencia, etc., conducen a aumentar el malentendido y el conflicto, incluso la manera en la cual el entendimiento es logrado y el conflicto es resuelto puede ser la base para tales diferencias. Las diferencias en la unión se manifiestan en la capacidad de competir por tiempo, atención, y recursos. Por tanto, sin un fundamento común, el negocio incompleto llevado en la relación puede actuar como barrera invisible a la integración, impidiendo a las familias adoptivas reconocer y tratar sus preocupaciones.

^{lv} Harrigan, K. R. 1981. Deterrents to divestiture. *Academy of Management Journal*, 24 (2): 306-323.

Anexos

Anexo No. 1

CLASIFICACIÓN DE LAS FUSIONES COMO ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO

✓ **Fusiones Horizontales.**

Son las que tienen lugar entre dos empresas del mismo sector y con una línea de productos relativamente similar, con el objeto de mejorar la eficiencia (economías de escala) y aumentar el poder de mercado. Considérese como ejemplos las fusiones en el sector bancario, tales como la fusión de *Chemical Bank* con el *Chase* y la compra del *Bankamerica* por parte del *NationsBank*. Otras fusiones horizontales de primera línea incluyen las realizadas entre los gigantes de petróleo *Exxon* y *Mobil*, y entre *British Petroleum* y *Amoco*. No obstante, las dificultades que se presentan en este tipo de combinación se relacionan con la gestión del proceso de integración y la actitud del gobierno ante una mayor concentración del sector (poder de monopolio).

✓ **Fusiones Verticales.**

Son las que tienen lugar entre dos empresas que operan en diferentes niveles de la cadena de producción de un determinado sector. El comprador se expande hacia atrás buscando la fuente de materias primas, o hacia adelante en dirección al último consumidor. Los objetivos perseguidos tienen que ver con la seguridad de los suministros, el acceso a los canales de distribución, con el uso de una determinada imagen de marca y con los costos, principalmente. Un ejemplo es la adquisición por parte de *Walt Disney* de la cadena de televisión *ABC*. Este tipo de combinación es menos problemática que la horizontal debido al propio proceso de integración y a la menor oposición por parte de las autoridades.

✓ **Fusiones Conglomerado.**

Son las que tienen lugar entre empresas que operan en sectores claramente diferenciados, producto de una decisión de diversificación por parte de las empresas. De hecho las razones que justifican la diversificación son muy diversas: aplicación de recursos excedentes, mercado actual maduro, consecución de sinergias, reducción de riesgos y evitar a la competencia, entre otros. Las ventajas de la diversificación residen básicamente en la posibilidad de aplicar el *know-how* de un negocio a otro.

Anexo No. 2

FUSIÓN ENTRE IGUALES: LA EXPERIENCIA DE DAIMLER-CHRYSLER (CHOQUE DE CULTURAS)

El grupo automovilístico germano-estadounidense DaimlerChrysler nació en mayo de 1998 con el anuncio de la fusión más grande de la historia en la industria automovilística entre la alemana Daimler-Benz, propietaria de Mercedes, y la compañía estadounidense Chrysler Corporation, siendo presentada como “*Merger of Equals*” o “Fusión entre Iguales”, por la cual Daimler pagó 26.7 mil millones de euros (36.0 mil millones de dólares) que permitiría operar a las dos compañías de forma “semiautónoma” y cuyo proceso de integración de ambas compañías tardaría entre 2 a 3 años. Sin embargo, en la práctica se convirtió en una absorción de Chrysler por parte de la compañía alemana, en la cual los ejecutivos de Daimler fueron posicionándose en el nuevo directorio.

Los riesgos de la fusión eran inminentes: La unión de dos empresas arraigadas en dos culturas empresariales muy distintas, las inmensas pérdidas que presentaba Chrysler y la salida de Robert Eaton, presidente de Chrysler, casi dos años después del anuncio de la fusión, que llevó al alemán Jürgen Schrempp, presidente de Daimler-Benz, a convertirse en el único presidente del consorcio DaimlerChrysler, provocó que los grandes problemas estructurales y financieros salieran a flote. Por ello, en noviembre de 2000 es nombrado presidente de Chrysler al alemán Dieter Zetsche, quien cumplió la tarea de recortar 26,000 puestos de trabajo y cerrar 6 fábricas para sanear a esta filial. No obstante, los resultados no fueron los que se esperaban y el arquitecto de la fusión, el alemán Jürgen Schrempp, dejó la presidencia de DaimlerChrysler en julio de 2005, siendo sustituido por Dieter Zetsche.

La fusión intercontinental entre Daimler y Chrysler prometía alcanzar importantes objetivos estratégicos para ambas compañías. Sin embargo, el fracaso de esta fusión fue debido a un choque en las culturas corporativas y nacionales, dado que los gerentes y empleados de Daimler y Chrysler carecían de un proceso de integración que anticipara los grandes obstáculos que les causarían sus respectivas culturas. Nadie anticipó que los agentes de venta de Daimler no venderían los autos de Chrysler, ni que sus ingenieros compartirían el chasis con Chrysler. Los signos del choque cultural se hicieron evidentes desde el inicio. El éxito de Chrysler estaba basado en la cultura del “cowboy” que les permitía a los empleados lograr cosas rápidamente de una forma libre y espontánea. A los managers se les otorgaba la autoridad para tomar decisiones, se sentían cómodos con el riesgo y tenían que operar en un ambiente relativamente plano. No obstante, en el contexto de Daimler, la precisión era un valor compartido a lo largo de la organización, y esos dos valores entraban en conflicto directo. ¿Cómo podría alguien actuar con velocidad cuando esto mismo podría poner en riesgo la precisión? En ese momento, los ejecutivos más experimentados, encerrados en sus planificaciones financieras y estructurales de la fusión, fallaron en definir la necesidad de un plan de integración cultural en términos comerciales, de mercado, de producto y principalmente del elemento humano. Los empleados de

Daimler nunca se entusiasmaron con Chrysler y resultó imposible poner en marcha proyectos para relacionar el desarrollo de productos entre ambas compañías. De ambos lados, todos los intentos enfrentaron resistencias internas. Por supuesto, no se trataba de ausencia de tecnología alemana lo que hundió el acuerdo Daimler-Chrysler, sino más bien el conflicto cultural con el cual tuvieron que lidiar.

Finalmente, en mayo de 2007 el fabricante automovilístico DaimlerChrysler vendió el 80.1 por ciento de Chrysler a la compañía de capital de riesgo privado Cerberus Capital Management por 5.5 mil millones de euros (7.4 mil millones de dólares), con lo que puso fin a una costosa fusión germano-estadounidense de tan sólo nueve años de vida.

Anexo No. 3

MÉTODOS DE REESTRUCTURACIÓN CORPORATIVA

Desde el punto de vista del control empresarial, los **Sell-Offs (Fisiones)** son considerados lo contrario de las M&A, ya que indican la separación de activos y operaciones de las empresas, los cuales pueden ser llevados a cabo mediante cualquiera de los siguientes métodos de reestructuración:

✓ **Spin-offs (Escisión)**

Es una empresa nueva e independiente creada separando parte de los activos y de las operaciones de una empresa matriz. Las acciones de la nueva empresa son distribuidas entre los accionistas de la empresa matriz. Los spin-offs no son gravados fiscalmente siempre que se distribuya entre los accionistas de la matriz al menos el 80 por ciento de las acciones de la nueva empresa¹ y además amplían las posibilidades de elección de los inversores permitiéndoles invertir sólo en una parte del negocio. Más importante aún es que los spin-offs pueden mejorar los incentivos para los directivos. Las empresas a veces se refieren a divisiones o líneas de negocio como “de bajo desempeño”. Mediante la escisión de estos negocios, los directivos de la empresa matriz pueden concentrarse en su actividad principal. Si los negocios son independientes, es más fácil ver el valor y los resultados de cada uno y recompensar a los directivos adecuadamente. Además, los spin-offs evitan a los inversores la preocupación de que los fondos generados por un negocio vayan a ser retirados para apoyar inversiones de capital poco rentables en otros negocios, por lo que un anuncio de un spin-off son generalmente tomados como una buena noticia para los inversores².

✓ **Carve-outs (Segregaciones)**

Son similares a los spin-offs excepto en que las acciones de la nueva empresa no se dan a los accionistas existentes, sino que son vendidas en una oferta pública. Ejemplos de Carve-outs han sido la venta por parte de *Pharmacia* de una parte de su filial *Monsanto* y la venta hecha por *Philip Morris* de parte de su filial *Kraft Foods*. La mayoría de los Carve-outs dejan a la empresa

¹ Si se distribuye menos del 80 por ciento de las acciones, el valor de la distribución tributa como un dividendo para el inversor. Véase Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. (2002). “Fusiones”. Principios de Finanzas Corporativas. Séptima Edición. Pág. 674

² La investigación sobre spin-offs incluye: K. Schipper y A. Smith. “Effects of Recontracting on Shareholder Wealth: The Case of Voluntary Spin-offs”. *Journal of Financial Economics*, 12: 409 – 436 (December, 1983); G. Hite y J. Owers. Security Price Reactions around Corporate Spin-off Announcement”. *Journal of Financial Economics*, 12: 437 – 467 (December, 1983); y, J. Miles y J. Rosenfeld. “An Empirical Analysis of the Effects of Spin-offs Announcements on Shareholder Value”. *Journal of Finance*, 38: 1597 – 1615 (December, 1983). P. Cusatis, J. Miles y J. R. Woolridge informan de mejoras en los resultados operativos de empresas fruto de un spin-off. Véase “Some New Evidence that Spin-offs Create Value”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7: 100 – 107 (summer, 1994)

matriz con el control mayoritario de la filial, generalmente cerca de un 80 por ciento de la propiedad³.

✓ **Divestitures (desinversiones)**

Son también conocidos como venta de activos, se refiere a la venta o adquisición de una porción de una empresa por otra. La venta de activos récord es la adquisición por parte de *Comcast* de *AT&T Broadband*, la división de televisión por cable de *AT&T*, por US\$42.0 mil millones en 2001. Además, las ventas de activos son habituales en el negocio de tarjetas de crédito. Los mayores emisores de tarjetas de crédito, incluyendo *Citibank*, *MBNA* y *First USA*, crecieron durante los 80's y 90's mediante la adquisición de las operaciones de tarjeta de crédito de centenares de bancos más pequeños. Los anuncios de ventas de activos son buenas noticias para los inversores de la compañía que vende, y la productividad de los activos vendidos aumenta, en promedio, después de la venta⁴, dado que al parecer las ventas de activos transfieren unidades de negocio a empresas que pueden gestionarlas más eficientemente.

³ La empresa matriz debe retener el 80 por ciento para consolidar a la filial con las cuentas fiscales de la matriz. De no ser así, la filial sería tasada como una empresa independiente. Véase Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. (2002). Op. Cit. Page 675

⁴ V. Maksimovic y G. Phillips. "The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains". *Journal of Finance*, 56: 2030 (December, 2001)