



TESI DOCTORAL

Títol	FACTORES DE ÉXITO O FRACASO EN OPERACIONES DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN
Realitzada per	Ana López Ranz
en el Centre	ESADE
i en el Departament	Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad y Ciencias Sociales
Dirigida per	Dr. Santiago Simón del Burgo

Dedicada a mi hija Petra y su:
*“Mami, ¿cuándo vas a terminar esa
cosita que estás haciendo?...”*

Contenido

1	Introducción	1
1.1	Motivación.....	1
1.2	Agradecimientos	2
1.3	Propósito	3
1.4	Relevancia y actualidad del tema.....	4
1.4.1	Volumen de operaciones.....	4
1.4.2	Ratio de fracasos	6
1.5	Estructura de la tesis	12
1.6	Metodología	14
1.6.1	Terminología.....	15
1.7	Planteamiento y Cuestión de Investigación.....	17
	Parte I: Revisión de la literatura sobre la problemática de los procesos de F&A	21
2	Las F&A como una vía para el crecimiento	23
2.1	Las F&A como una alternativa a la I+D+i.....	25
3	Motivación para las operaciones.....	31
3.1	Las operaciones Cross-Border.....	44
3.2	Incentivos a la adquisición	46
4	Factores determinantes de éxito o fracaso en las F&A.....	49
4.1	Factores Hard	56
4.1.1	Elección de la empresa target	57
4.1.1.1	La valoración de la target	60
4.1.2	El tamaño importa	62
4.1.2.1	El tamaño de la operación	62
4.1.2.2	El tamaño de empresa	62
4.1.2.3	El tamaño relativo de target y adquirente.....	64

Contenido

4.1.3	Las sinergias	67
4.1.3.1	Fuentes de sinergias	70
4.1.4	El factor Tiempo.....	75
4.1.5	Apalancamiento y liquidez.....	79
4.1.6	La forma de pago	80
4.1.6.1	La preferencia por uno u otro método	81
4.1.6.2	La relacion entre el método de pago y los resultados de la operación ...	83
4.1.6.3	El efecto dilución	84
4.1.6.4	El efecto en la forma de pago de las asimetrías de información	85
4.1.6.5	Una forma de compartir el riesgo	86
4.1.6.6	Otras implicaciones de la forma de pago.....	87
4.1.7	La prima	89
4.1.8	Asimetrías de información.....	93
4.2	Factores Soft.....	96
4.2.1.1	La transición en si misma	98
4.2.1.2	El capital social y las capacidades.....	100
4.2.1.3	La creación de sentido.....	104
4.2.1.4	La identificación organizacional	106
4.2.1.5	La sede.....	107
4.2.2	Confianza	107
4.2.3	Network	109
4.2.4	Cambios en el Contrato Psicológico	111
4.2.5	Comunicación	112
4.2.6	Ética y Responsabilidad Social Corporativa	119
4.2.7	Cultura: diferencias y cambio	120
4.2.7.1	Encaje cultural	124

4.2.7.2	Heterogeneidad y compatibilidad de culturas.....	126
4.2.7.3	Identidades Corporativas	130
4.2.8	Cambio y estrés	131
4.2.9	Transferencia de conocimiento.....	131
4.2.10	La disponibilidad a cooperar.....	136
4.2.10.1	El rol de RRHH.....	137
4.2.11	El papel del Management	140
4.2.11.1	El Top Management Team	141
4.2.11.2	Los mandos intermedios	143
4.2.11.3	El liderazgo	143
4.2.12	Teoría de Agencia	145
4.2.12.1	La Carrera del CEO.....	148
4.2.12.2	El Mercado de Consejeros y las ATPs.....	149
4.2.13	Hubris.....	151
4.2.14	Exceso de confianza	153
4.2.15	Rotación de directivos	155
4.2.15.1	Retención de recursos clave.....	164
4.2.15.2	La identificación de los empleados	165
4.2.15.3	Experiencia de target.....	166
4.2.15.4	Quienes son los más adecuados en cada etapa.....	166
4.2.16	Remuneración.....	168
4.2.17	Gobierno corporativo	176
4.2.18	Curva de experiencia y aprendizaje.....	178
4.2.18.1	Aprendizaje de adquisiciones anteriores	182
4.2.18.2	Experiencia como condición necesaria pero no suficiente: requiere aprendizaje.....	186
4.2.18.3	La experiencia que aportan los consejeros.....	188

Contenido

5	Métricas para el análisis de las operaciones	191
5.1	Medida de éxito o fracaso de las operaciones: controversia en la literatura...	191
5.2	Métricas al uso y propuestas metodológicas.....	195
5.2.1	Los métodos habituales.....	195
5.2.2	Los estudios que comparan resultados valorados por distintos métodos....	201
5.2.3	Posibles sesgos	204
5.2.4	Sesgo en el valor de mercado.....	206
5.2.5	Valoraciones comparando pre y post operación	209
5.2.6	Dimensión cultural y factores soft.....	210
5.2.7	Otras métricas.....	211
5.3	Menciones en la literatura a las entrevistas a directivos.....	217
6	Evolución en la historia reciente de los procesos de F&A.....	219
6.1	Olas de operaciones	219
6.2	Teorías sobre las olas de operaciones.....	222
6.3	Las primeras operaciones son las mas rentables (<i>early mover advantage</i>)	227
6.4	Las propias olas	230
6.5	Operaciones sucesivas.....	235
	Parte II: ANÁLISIS DE LAS OPERACIONES.....	239
7	Análisis de las entrevistas	241
7.1	Objeto.....	241
7.2	Metodología	241
7.2.1	muestra.....	246
7.3	Hipótesis.....	249
7.4	Análisis de las entrevistas.....	250
7.4.1	Consideraciones generales	250
7.5	Factores pre-adquisición	250

7.5.1	Factores pre-adquisición Hard	250
7.5.1.1	Motivo de la compra	250
7.5.1.2	Rigurosidad del estudio previo	252
7.5.1.3	Elección de los asesores	254
7.5.1.4	Planificación estratégica.....	256
7.5.1.5	Sinergias mal estimadas durante el proceso de compra	257
7.5.1.6	Velocidad de la negociación vs. problemas de agencia.....	259
7.5.1.7	Porcentaje de participación comprado.....	260
7.5.1.8	Tamaño relativo de las empresas	261
7.5.2	Factores pre-adquisición Soft.....	263
7.6	Factores post adquisición.....	263
7.6.1	Factores post adquisición Hard	263
7.6.1.1	Velocidad de la integración	263
7.6.1.2	Consecución de sinergias durante la integración	265
7.6.1.3	Plan estratégico de la nueva compañía	266
7.6.2	Factores post adquisición Soft.....	267
7.6.2.1	Comunicación.....	268
7.6.2.2	Problemas relacionados con los equipos directivos	272
7.6.2.3	Incertidumbre personal.....	276
7.6.2.4	Ambigüedad	280
7.6.2.5	Mecanismo de selección de las personas que se quedan	281
7.6.2.6	Plan para cada una de las personas de ambas organizaciones	283
7.6.2.7	Prepotencia	283
7.6.2.8	Problemas culturales.....	284
7.6.2.9	Movilidad.....	286
7.6.2.10	Experiencia	288

Contenido

7.6.2.11	Director de integración.....	289
7.6.2.12	Pérdida de foco en el negocio durante la integración	291
7.6.2.13	Ruptura del contrato psicológico	293
7.6.3	Las relaciones entre los distintos factores	294
8	Conclusiones.....	297
8.1	Conclusiones sobre el análisis de las entrevistas.....	297
8.2	Tendencias y coyuntura	298
8.3	Discusión de los resultados	300
8.4	Aprendizaje: ¿un proceso de ida y vuelta?	301
8.5	Conclusiones en relación a la tesis de referencia de este trabajo.....	302
8.6	Aportación de este trabajo y propuesta de líneas para investigación subsiguiente	304
	Referencias Bibliográficas.....	307
	ANEXO I: Relación de citas extraídas por entrevistado.	
	ANEXO II: Transcripción de entrevistas.	

Índice de Ilustraciones y tablas

Ilustración 1 Volumen de operaciones de F&A (The Deloitte M&A Index).....	5
Ilustración 2 Volumen de operaciones de M&A - KPMG International cooperative 2015	6
Ilustración 3 McKinsey operaciones y creación de valor (How Markets view M&A: a McKinsey interpretative tool).....	10
Ilustración 4 Hipótesis cualitativa sobre los factores que inciden en la rotación (Simon, 2000).....	19
Ilustración 5 Tabla de fuentes de creación de valor (Krug, Writght & Kroll, 2015)	43
Ilustración 6 Factores críticos pre y post adquisición (Gomes et al., 2013).....	50
Ilustración 7 Modelo integrador de factores que influyen en el éxito de la implementación (Papadakis, 2005)	51
Ilustración 8 Esquema McKinsey de los 7 aspectos (Venema, 2015).....	55
Ilustración 9 Marco de adaptación a la transición (Marks, 2007).....	100
Ilustración 10 Modelo de creación de sentido (Vaara, 2003)	105
Ilustración 11 Determinantes de confianza y desconfianza (Searle & Ball, 2004).....	108
Ilustración 12 Marco conceptual para reparación de operaciones (Galpin & Whittington, 2010).....	110
Ilustración 13 Tipos de operaciones y actividades de RRHH (Bagdadli et al., 2014)	138
Ilustración 14 Roles de RRHH y etapas de las operaciones (Bagdadli et al., 2014)	139
Ilustración 15 El proceso de fusión (Tikhomirov & Spangler, 2010)	144
Ilustración 16 Roles de Directores ejecutivos y no ejecutivos (Li & Aguilera, 2008)	160
Ilustración 17 Rotación de directivos tras la adquisición (Krug, 2003)	161
Ilustración 18 Tabla de integración de TMT s/ (Krug, Writght & Kroll, 2015).....	163
Ilustración 19 Marco para la identificación de personas clave (Kummer, 2008).....	164
Ilustración 20 Efectividad de los incentivos de retención (Kummer, 2008)	165
Ilustración 21 Características de la compensación del CEO (Bodolica & Spraggon, 2009).	174
Ilustración 22 Comparación de distintos métodos (Bruner, 2002)	203
Ilustración 23 Rentabilidad de las primeras operaciones en las olas (Mauboussin, 2010)	229

Índice

Ilustración 24 Olas de operaciones (Martynova & Renneboog, 2009)	232
Ilustración 25 Sexta ola de F&As (Alexandridis et al. 2012)	234
Ilustración 26 Evolución de las primas (Alexandridis et al. 2012)	235
Ilustración 27 data saturation pattern in qualitative research – White paper Research by Design, 2013	248
Ilustración 28 - recommended sample size to achieve data saturation in qualitative interviews – White paper Research by Design, 2013	249
Ilustración 29 Sinergias mal estimadas	259
Ilustración 30 Velocidad de integración	265
Ilustración 31 No consecución de las sinergias estimadas	266
Ilustración 32 Falta de plan estratégico	267
Ilustración 33 Consecuencias de la mala comunicación	271
Ilustración 34 Problemática con los equipos directivos	275
Ilustración 35 Incertidumbre personal	279
Ilustración 36 Problemas culturales	284
Ilustración 37 Falta de movilidad.....	288
Ilustración 38 Tabla de recomendaciones para managers (Bruner, 2004)	302
Tabla 1 Listado de operaciones	244
Tabla 2 Listado de códigos y número de citas	246

1 INTRODUCCIÓN

1.1 MOTIVACIÓN

Normalmente el doctorado se acomete por motivaciones científicas y el tema se busca una vez la decisión de hacerlo se ha tomado. En este caso el orden fue el contrario: fue tras asistir a la asignatura impartida sobre los procesos de F&A, impartidas por el entonces doctorando D. Santiago Simón, cuando decidí plantearme estudiar con una perspectiva teórica el fenómeno que había vivido desde dentro.

A lo largo de mi vida profesional, y ya en aquel momento, había tomado parte en toda una serie de operaciones de F&A¹ como parte del equipo adquirente y de hecho era la parte más interesante de mi trabajo, que disfrutaba desde el anuncio de cada operación. La corporación de la que era parte (lo fui durante 18 años) había desarrollado rutinas de integración que convertían las operaciones en aventuras interesantes de creación e integración y el equipo se desplegaba cada vez para incorporar nuevos productos y colegas.

Los temas planteados como claves por la exposición de Santiago ponían sobre la mesa temas absolutamente familiares, lo que me provocó el hecho de abordar lo que conocía de primera mano, como miembro de los equipos de integración, de una forma teórica que diese una dimensión diferente a mi experiencia en los procesos. Y fue por eso que, sin medirlo mucho más, me embarqué en el programa de doctorado con la ilusión de participar en una integración más...

Desde entonces mi trayectoria profesional ha seguido vinculada a las operaciones de F&A, normalmente desde los equipos de integración, pero también con la participación en cuadernos de venta, *due diligences*, reuniones con bancos de inversión y potenciales vendedores y compradores. Y no solo compras, sino desinversiones parciales y ventas y, en el momento de escribir estas páginas, desde un grupo inversor dedicado a este tipo de operaciones.

Con la perspectiva del tiempo, he de confesar que lo que más me impactó del discurso de Santiago fue su enfoque en términos de claves de fracaso de las operaciones, cuando mi vivencia me las hacía ver como éxitos y fue mayor mi afán de reconfirmar mi entendimiento, que parecía tan dispar con el recabado de forma académica y con método. Mi experiencia posterior me ha ayudado a poner algunos temas más en perspectiva y definitivamente, el tiempo dedicado a esta tesis, ha sido determinante para completar el entendimiento de las claves de lo que marca el éxito de una operación.

¹ Utilizamos a lo largo de todo este documento F&A como abreviatura de Fusiones y Adquisiciones.

1.2 AGRADECIMIENTOS

He de agradecer al Dr. Santiago Simón su paciencia y sus ánimos a lo largo de todos estos años, desde que empezase los créditos hasta el último borrador de esta tesis. No ha dejado de animarme en ningún momento, confiando siempre en que esta larga singladura llegaría a buen puerto y ayudándome a ponerla en perspectiva.

A Pilar Gallego, que ha estado siempre detrás de mi continuidad en el programa, apoyándome en todos los trámites en remoto y animándome a terminarlo. Ya la debo miles de cafés.....

A ESADE como institución, que me permitió embarcarme en el programa de Doctorado, como el último *part time*, lo que me ha permitido simultanear el proceso del doctorado desde un principio con mi actividad profesional y al profesor D. Eduard Bonet, que siempre, siempre me ha animado a terminar este trayecto.

Y por supuesto a todos cuyo tiempo he fagocitado para encajar el que he dedicado al trabajo que se recoge en estas páginas a lo largo de todo este tiempo.

1.3 PROPÓSITO

El propósito de este trabajo es profundizar en el conocimiento de las claves de las operaciones, tomando como referencia el trabajo realizado por el Dr. Santiago Simón del Burgo, en su tesis defendida en esta casa en el año 2003 sobre factores de éxito o fracaso de las operaciones de F&A, titulada “Operaciones de Fusión y Adquisición en Cataluña: estudio de los factores determinantes del éxito o fracaso de las operaciones de Fusión y Adquisición”.

Esta tesis parte del trabajo del Dr. Santiago Simón, tomándolo como base y referencia. A partir de dicha base, actualizamos la literatura publicada a partir de esa fecha, y desarrollamos un trabajo de campo en los mismos términos que el incluido en ese trabajo, con una nueva muestra de directivos involucrados en operaciones de F&A.

De esta forma pretendemos identificar la actualización de las inquietudes recogidas por los distintos autores sobre los factores de éxito o fracaso de las operaciones y recabar, a través del trabajo de campo realizado con la misma metodología, la experiencia de directivos involucrados en operaciones de F&A, con el objetivo de contrastar en qué medida los factores de éxito o fracaso que se refieren en la literatura están alineados con la experiencia del colectivo entrevistado y si han variado respecto a los identificados en el trabajo que tomamos como referencia.

El objetivo es **determinar si los factores identificados como de éxito o fracaso de las operaciones han evolucionado en la literatura y hasta qué punto los directivos involucrados en F&A en la práctica entienden que los factores determinantes son los mismos u otros que los que identifican los académicos.**

1.4 RELEVANCIA Y ACTUALIDAD DEL TEMA

Las operaciones de F&A y su éxito o fracaso están presentes de forma habitual en nuestro entorno y su relevancia está a la orden del día.

Su objetivo es la creación de valor, y en esos términos lo describen Alexandridis et al. (2012):

“The fundamental aim of M&A is the generation of synergies that can in turn foster corporate growth, increase market power, boost profitability and improve shareholders’ wealth. Accordingly, M&As should constitute positive net present value projects. Nonetheless, the key result emerging from the majority of empirical studies (...) is that acquiring firms’ shareholders experience either normal returns or significant losses around the announcement of acquisitions involving publicly listed targets.” (Alexandridis, Petmezas & Travlos, 2012)

Si bien es cierto que la propia medida de los resultados no está exenta de debate, los resultados empíricos no parecen mostrar impacto positivo, como expresa la propia literatura y reflejamos en los siguientes párrafos.

Sin embargo el volumen de operaciones sigue siendo alto, así como su nivel de fracaso.

Y aunque no exista la fórmula mágica para que las operaciones sean exitosas:

“There is no magic formula to make acquisitions succesful (...) each deal must have its own strategic logic (...)” (McKinsey insights, July 2010)

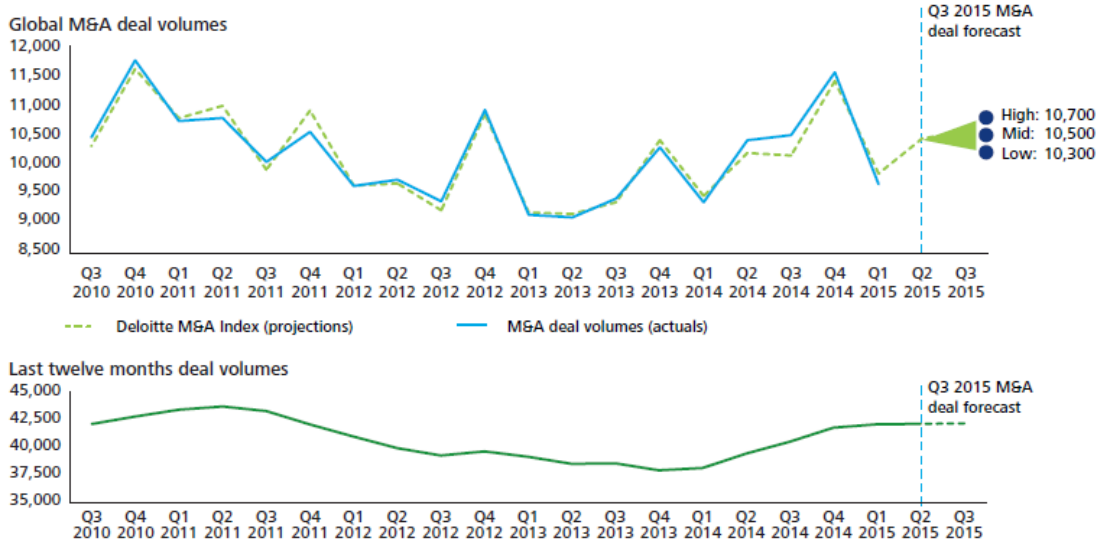
Se suceden toda suerte de operaciones y miles de páginas escritas recogiendo aprendizajes y teorías al respecto, tratando de extraer las claves y los factores determinantes que pueden suponer la diferencia entre el éxito y el fracaso de las operaciones.

1.4.1 VOLUMEN DE OPERACIONES

En cuanto al volumen de operaciones, éste va en aumento y las proyecciones reflejadas en los informes de prospección son halagüeñas.

Deloitte por su parte, en su informe del tercer trimestre 2015, indica que el primer semestre de 2015 se ha convertido en uno de los más potentes en términos de F&A, con operaciones por valor de más de \$1,8 trillones y un aumento del 22% respecto al mismo periodo de 2014.

Figure 1. The Deloitte M&A Index

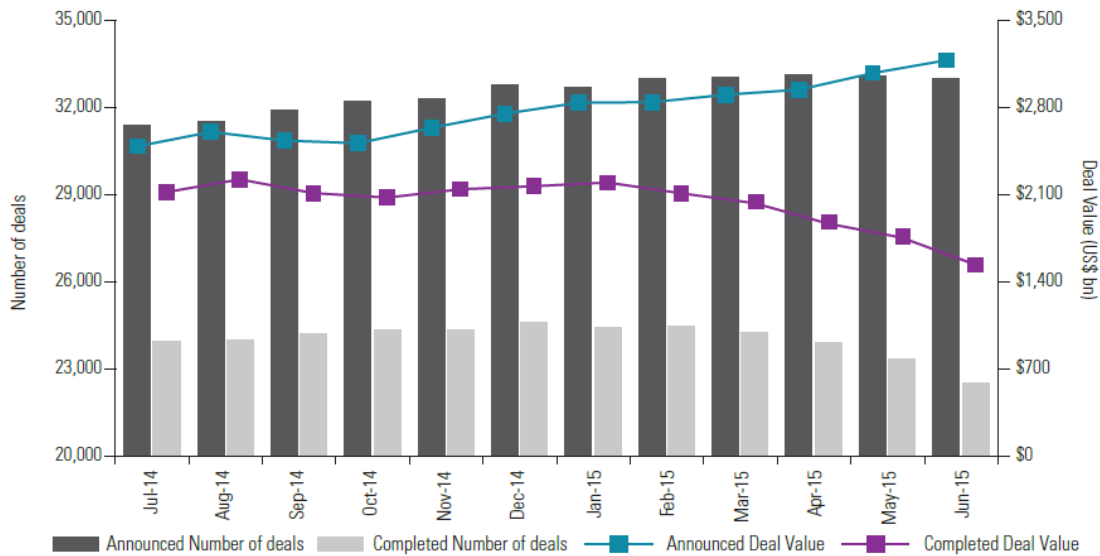


About the Deloitte M&A Index
 The Deloitte M&A Index is a forward-looking indicator that forecasts future global M&A deal volumes and identifies the factors influencing conditions for dealmaking. The Deloitte M&A Index has an accuracy rate of over 90% dating back to Q1 2008.

Ilustración 1 Volumen de operaciones de F&A (The Deloitte M&A Index)

Y según se desprende del estudio de KPMG 2014 en base a una encuesta a más de 735 profesionales de F&A en USA, las expectativas en términos de número de operaciones a nivel mundial son crecientes a partir de 2015, en base a la situación actual de los mercados de crédito, reservas de efectivo y mejora de los ratios de empleo. En España KPMG observa una tendencia ascendente, con un volumen de inversión creciendo un 14% tanto por parte de inversores extranjeros como nacionales. Aunque estas expectativas aún no se ven reflejadas en el periodo enero-junio 2015, según se muestra en su informe de julio 2015, en que se observa una pausa en el mercado en los últimos meses que no atribuyen a un colapso del mercado, sino a la actividad en algunas aéreas como Asia-Pacífico.

Worldwide completed and announced deals: 1 year trailing Jul 14 – Jun 15



Source: Thomson One, accessed on July 1st, 2015

Ilustración 2 Volumen de operaciones de M&A - KPMG International cooperative 2015

Otras firmas como BDO confirman un cambio en las expectativas en base a la confianza de inversores nacionales e internacionales en la economía española y la apertura de los mercados de capitales.

1.4.2 RATIO DE FRACASOS

En cuanto al ratio de fracasos, ya en el año 2000 se recogían, en la tesis de referencia de este trabajo, ratios en torno al 50%, en un rango entre el 33% de (Ivancevich y Stewart, 1989) y el 75% de (Marks & Mirvis, 1992).

La literatura sigue recogiendo índices de fracaso de las operaciones y son muchos los autores que, en la introducción a sus trabajos, justifican su aportación por el elevado índice de fracasos de las F&A para conseguir los resultados inicialmente previstos, sin embargo esta explicación es demasiado general y no especifica qué se entiende por mala gestión (Lodorfos & Boateng, 2006).

(Paulter, 2003) hace una revisión de lo publicado por empresas consultoras (lo que llama *Business Consulting Literature*) a la fecha y recoge los ratios de fracaso e índices de satisfacción de las operaciones valoradas por directivos, evaluando su comparabilidad y metodología y buscando paralelismos con los recogidos en la literatura. Su análisis muestra ratios que van desde un 82% de satisfacción de los directivos hasta un 70% de fracaso en mejorar el valor para el accionista.

Los ratios de éxito y fracaso se encuentran a lo largo de la literatura recogidos en distintos términos:

(Marks & Mirvis, 2001): tres de cada cuatro F&A no consiguen sus objetivos financieros y estratégicos.

Varios sugieren que en la mayoría de los casos las F&A no llegaron a conseguir sus expectativas financieras iniciales (Very and Schweiger, 2001) y (Zollo, 2003).

(Schoenberg, 2006): con independencia del método encuentra ratio de éxito de entre 44-56% en una muestra de UK *cross border*.

Estudios recientes como el de (Craninckx & Huyghebaert, 2011) mantienen que el ratio de F&A fallidas es de 50%, para las operaciones en Europa en el periodo 1997-2006, medido en términos de resultados operativos y resultados a largo plazo de la acción de la firma combinada y no crearon valor para el accionista considerando los dos siguientes años a la finalización del acuerdo. Según estos autores, entre el 30 y el 40% de las operaciones disminuyeron el resultado operativo de la firma combinada al final del segundo año del final del acuerdo, siendo el ratio equivalente para operaciones con targets² cotizadas y no cotizadas.

Y otros como (Venema, 2015) simplemente mencionan que la mayoría de las F&A no cumplen las expectativas de los compradores, o que continúan mostrando elevados ratios de fracaso (Gomes, et al. 2013).

Algunas citas textuales que recogen distintos enfoques serían:

“(...) Indeed, worse than this, mergers and acquisitions are more likely to fail than succeed. Statistics show that more than a staggering 75% fail. Only 15% of mergers and acquisitions in the US achieve their financial objectives, as measured by share value, return on investment, and post combination profitability. In the European arena, a 1995 study of large combinations — deals valued at \$500 million or more — showed one-half destroyed shareholder value, 30% had minimal impact, and only 17% created shareholder returns.” (Schulera & Jacksonb, 2001)

“Despite the enormous body of prescriptive research outlining what to do to succeed in M&As recent empirical research shows that between 50 and 75 percent of M&A fail to meet the anticipated purpose.” (Papadakis, 2005)

“(...) Results from the three measures indicate failure rates from 50% to 60%.” (Papadakis & Thanos, 2010)

“The most recent research shows that 83% of all deals fail to deliver shareholder value and 53% actually destroyed value (cf., Cartwright and McCarthy 2005;

² Target o empresas objetivo, en muchos casos sinónimo de adquirida.

Harding and Rouse 2007).(...) *A longitudinal study of 10,000 U. S. employees representing 4,000 organizations found those from organizations that had been engaged in M&A reported significantly less favorable results than those who had not been involved.” (Marks & Mirvis, 2011)*

“Conclusions drawn by the existing studies indicate that such transactions do not result in a better performance, they erode acquiring firm’s shareholders value, and also produce highly volatile market returns.” (Hassan, Chidlow & Romero-Martinez, 2014)

En otros incluso algunos autores citan a otros o se refieren a estudios que daban índices de fracaso (normalmente de la década anterior):

(Bligh & Carsten, 2005): “It is estimated that 50-60 per cent of all merged organizations fail in their first three years of life, and 35 per cent of failed mergers are a result of poor employee relations and the organization’s inability to successfully communicate the rationale for the change” (Weber, 1996).

(Marks, 2007): “more than three-quarters of corporate combinations fail to achieve anticipated business results (Marks and Mirvis, 1998)”.

(Hopkins, 2008): “...most of these mergers are likely to fail (Tuch & O’Sullivan, 2007; Lubatkin, 1983)”

(Waldman & Javidan, 2009) : “the conventional wisdom is that M&A failure rates run as high as 50% with the success of M&As being assessed as no better than an even bet” (Hunt, 1990).

(Cording, Christmann & King, 2008):“The following are indicative of their overall level in the USA: 40 – 50% of M and A’s are failures (W.T. Grimm and Co., 1985, 1988, Bagchi and Rao, 1992); 34% had lower sales than pre- acquisition, 46% had lower profits, and only 22% met all management’s objectives (Ansoff, et al., 1971). According to Kitching (1967) 35% were failures. And, Vermeulen states that “most executives know that the majority of acquisitions will fail” (Vermeulen, 2008 p 23). Failure rates for European M and A’s appear broadly in line with those of the USA. Citing Kitching’s (1974) study of US-based companies’ acquisitions in Europe, and Bleek, Isono and Ernst’s study (1990) of cross-border acquisitions and acquisitions of UK-based companies on the Continent (1992), Angwin and Savill note that between 43% and 54% of M and A’s are “considered failures or not worth repeating” (Angwin and Savill, 1997 p 427). Moreover, while no time-series of comparable data is available, there are indications that the failure rate has been substantial, at least in the USA, since the very first M and A wave at the turn of the 19th century.”

(Butler, Perryman & Ranft, 2012): *“Yet despite the pervasiveness of the phenomenon, many such corporate combinations do not produce their desired financial benefits (King et al., 2004). In a study performed by Bekier, Bogardus, and Oldham (2001), it was found that up to 80% of acquisition activity failed to return greater yields than the annual cost of capital to finance the acquisition. This same study found that only 23% of the acquisitions were considered successful and 34% were later sold for a loss.”*

Y en otros casos las afirmaciones son más generales:

“Further, studies do not consistently show an upswing in M&A success rates in recent years.” (Renjen & Allen, 2007)

“After 35 years, although we have a better understanding of the causes and consequences of mergers and acquisitions (M&A) activities, it is not clear that mergers create positive wealth effects for the acquiring companies” (Hassan, Patro, Tuckman & Wang, 2007).

“Scholars have been conducting serious research on the human, organizational, and cultural aspects of mergers and acquisitions (M&A) for 30 years. Yet, over this period, there have only been modest improvements in the M&A success rate.” (Marks & Mirvis, 2011)

“On an average, performance literature reveals mergers and acquisitions to be a large failure (King et al. 2004; Cartwright and Schoenberg 2006)” (Mittal & Jain, 2012).

Por último algunos citan el nivel de satisfacción de los managers sobre las operaciones:

“(…) 44% of the managers participating in his research were dissatisfied or highly dissatisfied with their acquisition’s financial performance 3–5 years after the deal closure with respect to their initial expectations.” (Schoenberg, 2006)

“The majority of studies report that 44%–53% of the interviewed managers appear to be dissatisfied with their acquisition’s performance relative to the goals set before the deal closure (Adolph et al., 2001; Hunt et al., 1987; Kitching, 1974; Rostand, 1994; Schoenberg, 2006). For example, in one of the earlier studies which used this methodology, Kitching (1974) reported that 50% of the US and 46% of the European M&As fail to achieve their initial goals, 2–7 years following the acquisition completion. In the same vein, in a sample of 40 UK acquisitions made by public companies, Hunt et al. (1987) suggested that 45% of the managers felt that the expectations that they had before the deal closure were not met 3.6 years after the acquisition completion. A few years later, a study conducted by Booz Allen and Hamilton showed that 53% of the M&As

Introducción

failed to deliver their expected results (Adolph et al., 2001) 2 years after the deal closure.”

Por otra parte se encuentran menciones al ratio de fracasos en todo tipo de informes y artículos realizados por empresas consultoras:

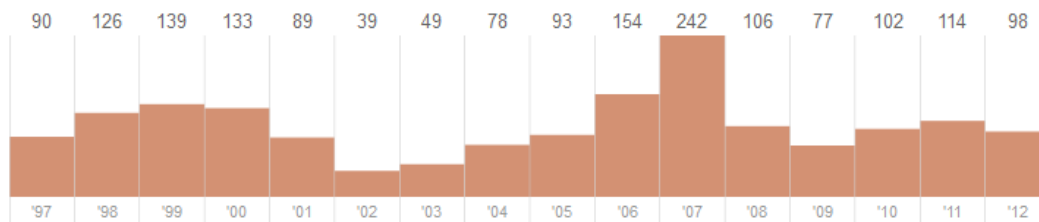
McKinsey (Perspectives on merger integration - June 2010) cita ratios de fracaso de entre un 66 y un 75%. En este sentido la consultora desarrolla su propio índice de creación de valor para los inversores:

How markets view M&A: A McKinsey interpretive tool

Using this interactive tool, readers can explore historic data on how investors reacted to acquisition announcements across sources of funding.

Compare investor perceptions of deal value added¹ (DVA) in public company M&A and the percentage of companies believed to have overpaid for an acquisition² (POP). View all deals valued >\$25 million and compare with those by selected industry, geography, or source of funding.

Number of deals



Do investors think the average deal creates value?

Average annual deal value added (DVA), %

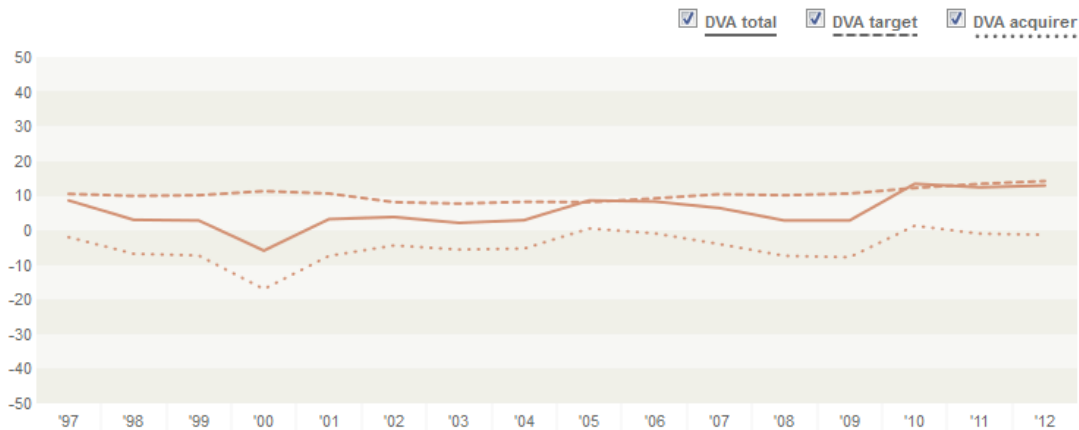


Ilustración 3 McKinsey operaciones y creación de valor (How Markets view M&A: a McKinsey interpretive tool)

Otras referencias a índices de fracaso, son la de HBR (Are you paying too much for that acquisition?), vinculándolo al sobreprecio pagado por la adquisición.

Lo cierto es que se encuentra la referencia de forma sistemática en varios medios en términos de *“Many research studies conducted over the decades clearly show that the rate of failures is at least 50 percent”*

Y en algunos casos se llega a equiparar el índice de éxito al porcentaje de probabilidad de tirar una moneda al aire, tal como lo hemos encontrado descrito en alguna tesis:

“Recent research indicates that merger and acquisition (M&A) activity has an overall success rate of about 50% rate - basically a coin toss.”(Pan, 2015)

O incluso en alguna cita de Forbes:

“Most research indicates that M&A activity has an overall success rate of about 50%—basically a coin toss.”(Forbes, mar19, 2012)

Si no corregida y aumentada en otros medios, en que se puede llegar a encontrar la mención de ratios de fracaso por encima del 80% o entre un 70 y 90% (The Big Idea: the new M&A Playbook – HBR March 2011 issue)

Es por tanto un hecho que el problema persiste y sigue siendo relevante, por lo que consideramos útil el trabajo de recoger lo que dice la literatura por una parte y los directivos por otra al respecto de los factores determinantes de este nivel de éxito o fracaso de las operaciones de F&A.

Aunque como indica Bruner (“M&A lessons that rise above the ashes”2005), no se trata de eliminar el riesgo inherente a las operaciones, sino de gestionarlo mejor:

“All business is risky. Our purpose in studying failure should be to manage risk better, not eliminate it. Yet there is no body of empirical research that documents this low success rate of M&A activity with a consistency and level of care equal to the gravity of the assertion.”

Sirva esta cita, junto con las reflexiones anteriores, para reflejar la razón de ser de este trabajo, en que se abordan las razones determinantes éxito y fracaso, tanto desde el punto de vista de la literatura como de los gestores, así como la controversia acerca de la propia medida del éxito o fracaso de las operaciones.

1.5 ESTRUCTURA DE LA TESIS

A estos efectos el presente trabajo se estructura en torno a dos partes:

Una primera (Parte I) dedicada a la actualización de la literatura desde el punto en que quedó recogida en la tesis que utilizamos como base y referencia. Se trata de recoger los temas abordados en la literatura posterior, identificando nuevos enfoques y tendencias y actualizando las visiones de los académicos, para dar marco a la segunda parte del trabajo (Parte II), que recoge los resultados de entrevistas en profundidad a directivos, que han participado en procesos de F&A, analizándolos con las claves de la revisión de literatura recogida en la primera parte de este trabajo.

A su vez la revisión de la literatura está estructurada en torno a varios ejes, que tratan de recoger los distintos planteamientos de existencia de las operaciones y en este sentido su enfoque en tanto vía de crecimiento (capítulo 2) y la motivación en si para acometer las propias operaciones (capítulo 3) para luego poner el foco en los factores considerados en la literatura como determinantes de éxito o fracaso de las F&A (capítulo 4). Estos factores están clasificados en *hard* y *soft*, siguiendo la estructura marcada en el trabajo de referencia y tal como la literatura los clasifica. Los distintos epígrafes y subepígrafes recogen cada uno de los factores y su problemática en relación con los procesos de F&A y sus resultados.

De esta forma empezamos dibujando el marco de referencia en que se encuadra la existencia de las propias operaciones, definiendo su razón de ser y las motivaciones desde distintos puntos de vista, que llevan a las empresas a acometerlas.

Una vez las operaciones están en marcha se trata de identificar, de forma estructurada, que tipo de factores son los determinantes de sus resultados, factores que por su naturaleza y amplitud requieren necesariamente ser clasificados, y es por eso que su descripción se presenta estructurada en torno a su naturaleza cuantitativa o cualitativa, en función de si son o no susceptibles de ser medidos.

Una vez revisados los factores, pasamos a abordar la literatura en relación con las métricas utilizadas para el análisis de las operaciones y su medida de éxito o fracaso (capítulo 5). En este capítulo recogemos las distintas opciones planteadas por los distintos autores, su evolución y controversia acerca de cuáles son las más adecuadas en cada caso y su capacidad para capturar el éxito o no de las propias operaciones.

Para poner en perspectiva el momento histórico, revisamos la literatura acerca de las operaciones recientes, en términos de olas de operaciones (capítulo 6), las claves de estas olas y las teorías al respecto.

La segunda parte (Parte II) recoge el análisis del trabajo de campo, elaborado en clave de factores *hard* y *soft*, siguiendo la estructura de factores recogidos en la revisión de literatura previa.

A continuación se plantean las conclusiones, tanto de la revisión de la literatura, como del análisis de las entrevistas, concluyendo con la revisión de dichos resultados.

1.6 METODOLOGÍA

Al efecto de la evaluación de los factores de éxito y fracaso de las operaciones, hasta qué punto siguen vigentes y cuál es su peso relativo, recurrimos a un análisis cualitativo que se apoya en el análisis de lo recogido en la literatura y lo completa con lo recogido en el trabajo de campo, a través de entrevistas en profundidad que se analizan en base a la revisión de literatura previa.

La metodología utilizada para este trabajo es distinta en las dos partes en que éste se estructura:

La revisión de literatura que se aborda en la primera parte, responde al objetivo de ofrecer una revisión actualizada de la literatura sobre las F&A desde el punto de vista del impacto en el éxito o fracaso de las operaciones, al objeto de identificar estrategias, métodos e instrumentos de medición del éxito o fracaso de las operaciones, así como la identificación de posibles líneas de investigación relacionadas con el conocimiento de este fenómeno.

Se ha utilizado una búsqueda en fuentes primarias de información de los principales *journals* y tesis disponibles en las bases de datos, manejando un total de más de 700 artículos científicos publicados sobre F&A hasta Septiembre de 2015.

Una revisión posterior de los análisis de literatura sobre F&A existentes confirma que los trabajos consultados son pertinentes, relevantes y la búsqueda exhaustiva.

Respondiendo al hecho de que se toma como base la tesis de Dr. Santiago Simón, publicada hace ahora 12 años, el primer paso ha sido la revisión de las publicaciones posteriores de los autores identificados en aquella revisión de literatura, sin perjuicio de que varios de los trabajos anteriores, citados en su tesis han tenido que ser también consultados para poner en perspectiva alguna de las citas y sus actualizaciones. Por tanto la búsqueda se ha centrado en las **publicaciones posteriores a 1999**, ya que todos los relevantes anteriores fueron ya considerados.

En cuanto a la actualidad de los trabajos consultados, la distribución temporal de los mismos nos muestra que buena parte de ellos han sido publicados después del año 2006.

En todo caso hemos mantenido el foco en las razones de éxito o fracaso de las F&A, lo que nos ha hecho descartar otros artículos no directamente relevantes a este tema.

En la segunda parte de esta tesis abordamos el análisis de **entrevistas en profundidad** a directivos directamente involucrados en operaciones de F&A. A través de estas entrevistas tratamos de recoger los factores identificados por los directivos como determinantes del éxito o fracaso de las operaciones.

Las entrevistas se han elegido como fuente primaria referida a la información recogida en la primera parte de este trabajo. De esta forma se pretende incorporar el entendimiento de las creencias y experiencia de los entrevistados en su participación en operaciones,

buscando a través de las entrevistas sus percepciones, expectativas y conducta, que redundan en un mejor entendimiento del fenómeno.

A estos efectos las entrevistas en profundidad se han realizado siguiendo una pauta semiestructurada como trabajo de campo para obtener el material de análisis. Sobre dichas entrevistas se ha realizado un análisis *top-down*³, que responde al hecho de que las entrevistas se realizaron después del análisis de la literatura, lo que nos permitía disponer de una idea previa en que enmarcar el análisis, además se pretende contrastar cómo encajan las referencias de los entrevistados con los factores identificados en la literatura los cuales nos marcan el punto de partida.

1.6.1 TERMINOLOGÍA

En cuanto a la terminología, a lo largo de este texto manejamos la expresión F&A en forma genérica, acogiéndonos a fórmulas habituales en la literatura. Según refieren (**Öberg, Henneberg & Mouzas, 2007**) los términos Fusiones y Adquisiciones son normalmente utilizados en la literatura indistintamente (cita a Weston, Mitchell & Mulherin, 2004). La distinción entre fusión y adquisición hace referencia a como varias unidades legales se mantienen y combinan. (Öberg et al, 2007) describen, refiriendo a otros autores, ambos términos por separado en base a sus diferentes características: una fusión se refiere a una absorción de una compañía que supone la transferencia completa de activos y pasivos de una compañía a otra, y la empresa anterior deja de existir (cita a Gaughan, 2002) o la unificación o consolidación de dos compañías en una única unidad económica (cita a Weston & Weaver, 2001), mientras que una adquisición se refiere a situaciones donde una compañía se hace con el control de la propiedad de otra (cita a Hagedoorn & Duysters, 2002) o unidad de negocio (cita a Capron, 1999), que pasa a ser subsidiaria de la adquirente.

En ocasiones la palabra adquisición se utiliza para cubrir adquisiciones, fusiones, *joint ventures* y otras formas de combinaciones corporativas, incluso cuando las condiciones y las consecuencias de las distintas formas de acuerdos varían. Algunos autores lo especifican más (Balle, 2008) y utilizan el término adquisición para describir una fusión asimétrica en un negocio privado donde una parte es dominante en relación con la otra en la integración. De hecho algunos autores hablan de FoA (*MorA mergers or acquisitions*) como fusiones o adquisiciones.

En cuanto a los participantes en las operaciones, utilizamos los términos de adquirente, adquirida y *target*, en los términos en que se utiliza de forma generalizada en la literatura,

³ *Top-down* implica que se inicia el análisis con una serie de premisas o motivaciones que se espera encontrar en el texto, dado el conocimiento que se tiene sobre el tema, o el análisis de literatura realizado. El análisis *bottom-up* es el que se desarrolla cuando se desconoce totalmente el tema y el análisis se lleva a cabo sin ningún tipo de hipótesis previa ni prejuicio.

entendiendo por target no necesariamente la ya adquirida, sino también la adquirida objetivo o pretendida.

1.7 PLANTEAMIENTO Y CUESTIÓN DE INVESTIGACIÓN

La cuestión de investigación que nos planteamos objetivo de esta tesis es:

¿Cuáles son los factores determinantes del éxito o fracaso de las operaciones de F&A? y ¿hasta qué punto los que identifican los académicos coinciden con los percibidos por los *practitioners* al frente de las propias operaciones?

Lo que subyace a dicha cuestión es la inquietud por identificar hasta qué punto el hecho de conocer dichos factores puede redundar en una mejor gestión de las operaciones y por ende puede llegar a contribuir a una futura mejora en sus resultados.

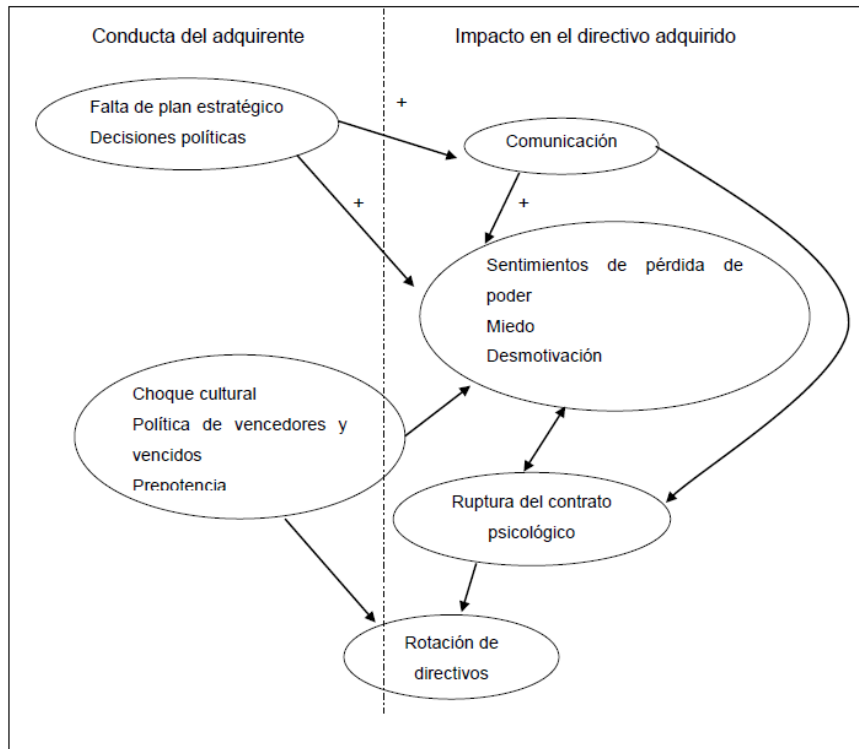
A estos efectos tomamos como referencia la tesis que hemos mencionado, de título “Operaciones de Fusión y Adquisición en Cataluña: Estudio de los Factores determinantes del Éxito o Fracaso de las operaciones de Fusión y Adquisición” que ya planteaba, sobre la base de la literatura en ese momento y el análisis de operaciones de F&A realizadas en el periodo 1986-1996, acerca de la problemática de las operaciones de F&A, los siguientes puntos:

- La clasificación doble de los factores de éxito o fracaso de las operaciones, según su presencia en la fase de pre adquisición o de post adquisición y según se trate de problemas *hard* o *soft*.
- Concluye en base a lo recogido de las entrevistas:
 - Con independencia de su actuación como adquirentes o adquiridos, **las operaciones de F&A se estropean en la fase de post adquisición** e integración, que con independencia de que las fases previas de la operación estén bien ejecutadas, una integración deficiente resulta fatal para el éxito de la operación.
 - **La mala comunicación suele ser el error más letal: “mala comunicación” y no “falta de comunicación”**, por cuanto las empresas suelen esforzarse por comunicar. No porque no se proporcione información, sino porque no se comunica aquello que los empleados de la empresa adquirida quieren saber, por lo que no sirve para evitar incertidumbres, ni para proporcionar seguridad en el puesto de trabajo, lo que genera inseguridad, intranquilidad y desmotivación tanto para los que salen como para los que se quedan.
 - **La prepotencia del adquirente** con frecuencia condiciona el futuro de la operación, porque el adquirente suele asumir que, por el hecho de haber comprado, es poseedor de la razón y, a menudo, no escucha a los directivos de la empresa adquirida, que son los conocedores de la empresa. En el esfuerzo por realizar las sinergias, razón última de la operación, se desoye la opinión de aquellos que llevan tiempo en la empresa, lo que acaba provocando destrucción de valor por diversas causas, entre las que destacan por su importancia la pérdida de personal válido y de relaciones elaboradas

a lo largo de los años con clientes y proveedores. En estas condiciones, las caídas de motivación son inevitables.

- El autor plantea que **toda operación debería contar con un responsable de su buen desarrollo**, un directivo del máximo nivel, que actúe como cabeza visible del adquirente, y cuya única función sea la de conseguir el éxito de la F&A, demostrar unidad de criterio y hacer patente el interés del adquirente por el buen fin de la operación.
- No existen dos fusiones iguales. Por muy amplia que sea la experiencia del directivo en operaciones de F&A, una nueva operación es, por definición, distinta de todas las anteriores, por lo que no son aplicables técnicas o estrategias que funcionaron bien en otras operaciones, ya que cada caso es diferente y debe analizarse como único: no es aceptable la aplicación de recetas preconcebidas.
- **Los directivos de las empresas adquiridas suelen ser unos de los grandes perdedores en este tipo de procesos.** Asumiendo que no hay una estrategia óptima para ellos, se plantea como criterio de supervivencia la prudencia y los movimientos lentos, para no intentar forzar la definición de la empresa adquirente, que, en su búsqueda de motores de cambio y puentes entre las culturas, necesita captar personas colaboradoras de la organización adquirida.

En base a todo lo anterior, el autor formuló una hipótesis cualitativa sobre los factores que inciden en la rotación de directivos, relacionando factores de la conducta del adquirente y su impacto en el directivo de la adquirida y por ende en la rotación.



Hipótesis cualitativa sobre los factores que inciden en la rotación.

Ilustración 4 Hipótesis cualitativa sobre los factores que inciden en la rotación (Simon, 2000)

En resumen, el autor define los procesos de F&A como un proceso traumático, en tanto que una operación de ese tipo es atípica en la vida de una organización y rompe estructuras informales, canales de información y seguridades e indica que es preciso asumir que, por muy cuidadosa que sea la actuación, se producirán heridas y resentimientos y que son muy difíciles de evitar. Propugna que el objetivo debería ser minimizar esas heridas e intentar hacer la operación lo menos traumática posible, no en vano la empresa adquirida ha sido comprada para continuar con ella, para integrarla en la organización de la adquirente, y todos los resentimientos que se generen en el proceso de adquisición tendrán que ser superados después con mucho esfuerzo y un gran coste económico y humano.

En definitiva, indica que las causas de los fracasos en los procesos de F&A podrían resumirse en falta de comunicación y falta de sensibilidad hacia la otra empresa y plantea las siguientes recomendaciones para evitar el fracaso de las operaciones de F&A: Todo directivo que encare una operación debería cuidar los aspectos soft que, aunque difícilmente cuantificables, acaban siendo los responsables del resultado de la operación. Recuerda además que dichas recomendaciones, a pesar de haber sido publicadas repetidas veces tanto por académicos como por empresas consultoras, no se reflejan en un mayor nivel de éxito de las operaciones.

El propósito del presente trabajo consiste en contrastar la actualidad de estas conclusiones y si la literatura ha puesto sobre la mesa algún factor adicional de éxito o

fracaso a los indicados en el momento de cerrar el trabajo a que hacemos referencia. Tratamos de contrastar si, en base a la literatura más reciente y al trabajo de campo realizado a este fin, realmente las operaciones se estropean en la fase de integración y si ésta sigue siendo la fase determinante del éxito o fracaso de las operaciones, combinado con el hecho de si la comunicación y, sobre todo, qué tipo de comunicación, condiciona o puede contribuir a este hecho. Partiendo de la base de que la integración está determinada por la gestión de las personas, la comunicación como herramienta de gestión de expectativas y motivaciones puede ser determinante de esta gestión y tener impacto en el éxito o fracaso de la operación.

En este sentido la actitud y el enfoque de la operación por parte del adquirente están detrás de decisiones claves a lo largo del proceso, con un impacto directo en los factores soft relacionados con el éxito o fracaso de la operación, tales como la motivación del equipo, el compromiso, el traspaso de conocimiento, ruptura del contrato psicológico y rotación, entre otros. En concreto tratamos de identificar si la prepotencia del adquirente y el liderazgo de la integración, que se identificaron en el trabajo de referencia como claves, lo siguen siendo en la gestión de las personas en términos de factores soft y su impacto en los resultados de la operación.

Partiendo del acuerdo general acerca del hecho de que cada operación es única, la cuestión es hasta qué punto no es posible conseguir aprendizajes de operaciones previas que redunden en un mejor resultado a la postre para posteriores operaciones. En definitiva, nos planteamos si realmente los aprendizajes, tanto los recogidos por la literatura, en su esfuerzo de identificar relaciones entre las distintas variables que califica como determinantes del éxito o fracaso de las operaciones; las distintas teorías planteadas para abundar en el entendimiento de los propios procesos y dinámicas para capturar estos aprendizajes y que no se resiste a la tentación de aportar recetas y pautas a ser aplicadas en las operaciones, en un intento de incorporar dichos aprendizajes, puede terminar redundando en unos mejores resultados en este tipo de procesos.

En términos de rotación del equipo de la adquirida y vinculado intrínsecamente a la propia gestión de la integración, planteamos si son realmente los grandes perdedores y hasta qué punto su pérdida está relacionada con el éxito o fracaso de las operaciones.

En definitiva, con el planteamiento de estas cuestiones, tratamos de identificar cuáles de estos factores y su gestión son determinantes del éxito o fracaso de las F&A.

A estos efectos, y para realizar este tipo de evaluación, hemos de recurrir a técnicas cualitativas de investigación, que nos permitan testar en campo, a través de los testimonios de los implicados en este tipo de operaciones, cuales son los factores determinantes y en qué medida están recogidos por la literatura.

Esta parte I recoge la revisión de lo que en la literatura se expone acerca de las operaciones, enmarcando la razón de ser de las operaciones en los capítulos 2 y 3 y en cuanto a factores determinantes de su éxito o fracaso en el capítulo 4, pasando en el capítulo 5 a exponer las distintas medidas de este éxito o fracaso y en el 6 a poner en perspectiva las operaciones en términos de las olas en que se enmarcan las mismas.

2 Las F&A como una vía para el crecimiento

En este capítulo se plantean las operaciones como una vía de crecimiento empresarial, cuales son los distintos enfoques y sus razones.

La literatura aborda desde distintos ángulos las F&A como una opción de crecimiento, como contraposición al crecimiento orgánico:

Hay dos tipos de estrategias de crecimiento (Park & Jang, 2011): interno (orgánico) y externo (F&A), el interno significa que el crecimiento de la empresa se hace a través de sus propias fortalezas y recursos, requiere tiempo porque es difícil conseguir saltos repentinos en los procesos de crecimiento interno y hay autores que sugieren que para ello es necesario incluir innovación. Estos autores indican que hay un límite en el crecimiento que puede ser comprado, aunque, como algunos estudios apuntan, en algunas industrias un crecimiento significativo es aún posible vía adquisiciones, **“la realidad inevitable es que la ventaja a largo plazo requiere habilidades para el crecimiento orgánico”**.

Parece en todo caso que hay un límite en el crecimiento en general, (Handy, 1998) ya que mayor tamaño puede implicar falta de foco, demasiada complejidad y al final terminar siendo demasiado grande para ser controlable, por lo que “es importante identificar cuándo grande es suficientemente grande” (*when big is big enough*), (Shelton, Hall & Darling, J.R., 2003) porque *“más grande no es siempre necesariamente mejor” (bigger is not always better)*.

En cualquier caso **la expansión interna y las adquisiciones no son métodos excluyentes** (Vermeulen & Barkema, 2001), sino que se alternan en la vida de las empresas y las mismas capacidades que hacen a la compañía exitosa en el corto plazo pueden llegar a ser rígidas y no exitosas en otro momento de su trayectoria. En los términos en que ellos lo expresan **el foco en el crecimiento interno disminuye las posibilidades de supervivencia en futuras iniciativas y las adquisiciones ayudan a prevenir y resolver esas rigideces**. En este sentido y según estos autores, las adquisiciones pueden revitalizar a la organización adquirente y mejoran su supervivencia a largo plazo. En base a una línea de investigación que enfatiza la tendencia de las organizaciones a ser gradualmente rígidas y simples, a través del uso reiterado de sus bases de conocimiento, la capacidad de adaptación se atrofia a lo largo del tiempo, de cambios en las condiciones y las respuestas alternativas que requiere, fenómeno conocido como la trampa de la competencia (Levitt & March, 1988). Las organizaciones han de estar expuestas a cambios en sus sistemas regularmente, porque

estos cambios les harán romper la rigidez y les infunden nuevo conocimiento. Este nuevo conocimiento viene en forma de renovación tecnológica en intervalos regulares, la entrada de entornos de producto y geográficos o la formación de alianzas, estrategias que pueden permitir a las empresas mantener su capacidad de reaccionar adecuadamente a cambios en las condiciones externas y consecuentemente sobrevivir en el largo plazo. Las F&A son otra forma de las organizaciones de administrar los cambios en sus sistemas. La expansión interna contribuye al avance de la simplicidad, mientras que las F&A revitalizan las empresas y mejoran su capacidad de reaccionar adecuadamente a circunstancias cambiantes. En este sentido la literatura de aprendizaje organizacional predica que las empresas necesitan un balance entre exploración en la búsqueda de nuevo conocimiento y la explotación de las fuentes de conocimiento existentes. La explotación ayuda a la organización a refinar sus rutinas en el ámbito de producto, proceso tecnológico, marketing, logístico y otras áreas y permite recuperar la inversión inicial y hacerla rentable, mientras que la exploración permite renovar su conocimiento base y es un proceso costoso.

El crecimiento externo suele ser percibido como una estrategia más rápida que el crecimiento interno (Park & Jang, 2011): un crecimiento más rápido puede tener lugar incluso después de una F&A porque las empresas involucradas experimentan menores costes por su mayor tamaño, que les dejan en mejor posición en precio y en consecuencia con mayor potencial de crecimiento. Sin embargo hay a menudo enormes obstáculos que se han de superar para conseguir este crecimiento, ya que la integración post-F&A es un proceso que consume tiempo y la consecución de las sinergias requeridas es difícil, además del hecho de que requiere tiempo reestructurar la empresa adquirida.

Aun no se ha dado respuesta a la cuestión de hasta qué punto las F&A pueden generar y sostener crecimiento, pero esta conclusión puede estar ligada al periodo de tiempo en que se miden los resultados y al tipo de estudio, solo estudios japoneses que incorporan factor dinámico en la investigación de los patrones de crecimiento post F&A en comparación con los de crecimiento sin F&A, considerando también la potencial relación no lineal entre el tamaño y el crecimiento, concluyen que el crecimiento post F&A es mayor que para las empresas no fusionadas, indicando un efecto positivo de la F&A en crecimiento de ventas el año inmediatamente posterior a la operación y que desaparece a lo largo del segundo año y por tanto no hay efecto de crecimiento mantenido en el tiempo.

Este resultado sugiere que **las F&A no deberían ser usadas para crecimiento sino para la creación de otro tipo de valores**, como la mejora del poder de mercado, minimización de riesgos a través de diversificación mercado / producto o la eficiencia de costes. Quedan por investigar los efectos de las F&A en otras variables de resultados, como la rentabilidad, reducción de costes o eficiencia, porque como indicaban Zollo y Meier, (2008) otros factores como la eficiencia en costes pueden conseguirse post F&A más rápidamente que el crecimiento en ventas.

Sin embargo, como ponen de manifiesto (King et al, 2004) la generación de valor a partir de F&A supone su propio conjunto de desafíos que pueden no ser menos importantes que los asociados con el crecimiento interno, y hasta el momento en que los investigadores puedan proporcionar a los gestores una orientación sobre cómo crear valor a partir de las operaciones, es probable que esta opción siga dando lugar a resultados menores de lo esperado. Entretanto recomiendan a los managers que sean tan explícitos como sea posible en el cómo, por qué y donde las operaciones pueden fortalecer a sus empresas, más allá del argumento de las sinergias, antes de acometer operaciones de F&A.

Owen & Yawson (2010) abordan el impacto del **ciclo de vida corporativo en relación con la actividad en F&A** desde la perspectiva del adquirente y los métodos de pago empleados en las operaciones y concluyen que incorporar la variable ciclo de vida en los análisis de operaciones puede suponer un mejor entendimiento del comportamiento del adquirente. La investigación previa ya había identificado que la experiencia de las compañías evoluciona a lo largo de su vida y que sus características son distintas en cada etapa. Como citan estos autores, ya Jenese (1986) planteaba que las F&A eran una alternativa al empleo del cash excedente en vez de ser retornado a los accionistas, lo que supone que las empresas jóvenes no están en la misma disposición de acometer operaciones, y Davis & Stout (1992) argumentaban que la inercia organizacional hace a las organizaciones cada vez más rígidas e incapaces de adaptarse a cambios en las condiciones con lo que su predisposición a ser adquirentes es menor. Owen & Yawson (2010) afirman que empresas con beneficios retenidos en su estructura de capital tienen una alta propensión a acometer adquisiciones, pero en términos de acuerdos negociados de compra y no de ofertas públicas. Además adquirentes con menos beneficios retenidos en su estructura de capital obtienen una más positiva reacción del mercado en el anuncio de una operación.

2.1 LAS F&A COMO UNA ALTERNATIVA A LA I+D+I

Dado que no hay una relación directa entre el gasto en I+D+i y su éxito, muchas empresas buscan la innovación fuera de sus organizaciones recurriendo, entre otras, a fórmulas que van desde *joint-ventures* a *in-house venture-capital fund* que les permitan acceder a ideas potencialmente interesantes sin correr con el riesgo completo de desarrollarlas.

Son muchos los autores que plantean el hecho de que las F&A son un medio para conseguir una fuente externa de innovación (Arora & Gambardella, 1990; Graebner, 2004; Hitt, Hoskisson, Johnson & Moesel, 1996), o una estrategia para solventar el problema de falta de conocimiento, reducir los costes de I+D e incrementar el número de potenciales productos en cartera o *pipeline* (Ahuja & Katila, 2001; Ranft & Lord, 2002).

En este sentido la literatura pone en perspectiva las ventajas de las F&A como una alternativa a estas fórmulas en distintos términos.

(Al-Laham & Schweizer, 2010) plantean que **la familiaridad con el partner**, bien a través de alianzas previas, como por similitudes dentro del sector, así como la experiencia previa

general en adquisiciones, tienen un efecto positivo en el ratio de patentes post adquisición, considerando el ratio de patentes como la medida de éxito de acceso al conocimiento en industrias científicas (como la biotecnológica), en las que el hecho de conseguir patentes es definitivo, ya que en estas industrias la carrera para patentar innovaciones es un aspecto crucial de su estrategia competitiva. La experiencia específica previa facilita la velocidad de la integración post adquisición y la transferencia de conocimiento.

(**Duysters, 2006**) por su parte plantea que, mientras que las F&A pueden tener un impacto neto negativo en la innovación, en tanto que pueden suponer la disminución de los gastos en innovación, las alianzas estratégicas sin embargo aumentan la capacidad de innovación en condiciones similares. Puntualiza además que la involucración de organismos públicos no incrementa la innovación aunque puede disminuir los costes.

Además las organizaciones también pueden aprender de las alianzas estratégicas (Child, 2000), que permiten aprovechar la parte concreta que necesita de la otra empresa evitando los problemas de la integración que supone una F&A. Aunque una adecuada estrategia de integración puede fomentar el aprendizaje entre las organizaciones involucradas en la F&A, si bien pasa por conseguir un aprendizaje cultural que ayude a maximizar las sinergias esperadas de la F&A.

En cualquier caso, la innovación se ha convertido en una importante fuente de creación de valor en muchas industrias (**Hitt, et al., 2009**), cada vez más importante dado el rápido cambio tecnológico y la creciente intensidad de conocimiento necesario, por lo que la innovación debe llegar de forma rápida especialmente en las industrias de alta tecnología. Es quizás por ello que **las empresas han buscado en las F&A una alternativa estratégica para conseguir el conocimiento necesario para generar innovaciones con la velocidad y la novedad necesaria para mantener una ventaja competitiva o para construir una nueva** (King et al., 2008; Makri, Hitt, & Lane, 2010; Uhlenbruck, Hitt & Semadeni, 2006).

Aunque no faltan las investigaciones que sugieren que las F&A pueden producir una reducción en los resultados de la innovación en el tiempo (Hitt, Hoskisson, Johnson, & Moesel, 1996), pero que si se selecciona una target con capacidades complementarias, las F&A tienen la oportunidad de desarrollar conocimiento novedoso y mejorar los resultados de la innovación de la adquirente. Estas investigaciones mantienen que el elemento clave para el efecto positivo de las F&A en innovación es **la relatividad de conocimiento entre adquirente y adquirido y su capacidad para integrar el conocimiento en la empresa adquirente** (Clodt, Hagedoorn, & Van Kranenburg, 2006) y que hay una mayor posibilidad de conseguir invenciones novedosas con conocimiento científico y tecnológico complementario en el caso de industrias de alta tecnología.

Es por eso que algunos autores distinguen entre **el efecto de las F&A tecnológicas y no tecnológicas en el resultado de la innovación en la adquirente** (Clodt, Hagedoorn & Kranenburg, 2006) ya que las no tecnológicas no generan aprendizaje tecnológico adicional o hacen otra contribución a la innovación post fusión, incluso tienen impacto negativo en la

innovación porque pueden provocar un efecto disruptivo en un rango de actividades y establecen rutinas organizacionales de la adquirente. Lo que estos autores consideran como la contribución más relevante a la innovación de la firma post fusión es la adquisición de bases de conocimiento externo diferentes entre sí y el hecho de hacer un uso adecuado de este conocimiento.

En esta misma línea, estudios previos Ahuja & Katila (2001) analizaban los factores que tienen influencia relevante en la innovación post fusión de la empresa, abordando el impacto del tamaño absoluto y relativo de las bases de conocimiento de empresas en el sector químico, industrias con base en el conocimiento, en que el aprendizaje tecnológico se considera determinante en la creación y mantenimiento de ventaja competitiva, en particular las patentes y su papel a la hora de mostrar de los resultados de la innovación.

El rápido cambio tecnológico y el incremento en la competencia mundial convierten a la innovación en un elemento crítico para las empresas, para asegurar sus resultados y su supervivencia en el mercado (Cefis & Marsili 2006), sin embargo la innovación es diversa en términos de características, fuentes, actores implicados, delimitación de los procesos y la organización de las actividades relacionadas con la propia innovación (Malerba 2005). La elección de la estrategia de innovación se complica cada vez más y está afectada por factores endógenos como el encaje con inversiones previas, capacidad, etc. y exógenos como condiciones de apropiabilidad⁴ de la innovación, estructura de mercado, incertidumbre, riesgo de entrada de competidores o impacto en el valor futuro de la empresa (Smit & Trigeorgis 2007).

(Mishra, 2006) por su parte investiga el efecto en la estrategia de adquisición de los resultados de la innovación, distinguiendo entre innovaciones en proceso y producto (*process and product based innovations*) y el grado de creatividad en la innovación como diferenciadores críticos entre adquisiciones horizontales y verticales, y concluye que **las empresas que tienden a enfocarse en adquisiciones verticales producirán en el tiempo mayor número y más creativas innovaciones de proceso y las que se enfoquen en adquisiciones horizontales generan más innovación en producto**, siendo mayor el grado de creatividad en las innovaciones de proceso en comparación con la creatividad de la innovación alcanzada por empresas que siguen estrategias de adquisiciones horizontales. Según Mishra (2006) en el largo plazo, en la medida en que las empresas ganan experiencia en adquisiciones, son capaces de integrar más fácilmente targets no relacionados, haciendo que las adquisiciones no relativas consigan mayor diversidad de bases de conocimiento combinadas, lo que debe permitir a los adquirentes producir innovaciones en producto más creativas, aunque esta hipótesis no pudo ser testada por restricciones de la muestra utilizada. Por otro lado, las adquisiciones horizontales no relativas (Mishra, 2006)

⁴ Apropiabilidad, entendida como los mecanismos de protección de las innovaciones respecto a los imitadores.

se consideran inductoras de la diversificación de las empresas en industrias y mercados no familiares. Puede ser discutible que la adquisición de bases de conocimiento más diversificadas, con una estrategia equilibrada de adquisiciones ayude a producir más innovaciones que seguir una estrategia enfocada a las adquisiciones horizontales o verticales. Sin embargo también observa que empresas que siguen una estrategia equilibrada de adquisiciones no producen más productos creativos e innovaciones en proceso en comparación con las que siguen estrategias de adquisición horizontales o verticales, lo que implica que, aunque una estrategia de diversificación ayude a producir más innovaciones, sin embargo **demasiada diversidad de conocimiento fruto de una serie de adquisiciones, puede dificultar una apropiación óptima de la base de conocimiento y por tanto no traducirse en resultados de innovación creativa.**

No obstante, la elección del target se suele hacer en base a su conocimiento técnico, subestimando el reto de integrar socios con tecnologías similares, además este sesgo induce a la endogeneidad (Yu, 2010). Las empresas utilizan la adquisición para promover el crecimiento y la innovación de su interés estratégico, en concreto, los adquirentes eligen targets cuyos mercados de producto encajan con sus propios proyectos de I+D y aquellas cuyos proyectos de I+D encaje con sus mercados de producto. El encaje estratégico entre dos empresas que se fusionan tiene efecto significativo en las capacidades de innovación post fusión de la empresa combinada.

En cuanto al efecto disruptivo que tiene la propia operación sobre la innovación: mientras que la mayoría de la literatura se centra en los resultados de la innovación (número de patentes) o gastos en I+D tras una adquisición, pocos se centran en como la F&A afecta a la creatividad y a los resultados de la innovación de los empleados en la adquirente o la adquirida, en este sentido Man & Duysters (2005) mantienen que las compañías que se involucran en actividades de F&A generalmente disminuyen la innovación.

Como parte del proceso de F&A las propias prioridades en la organización se trastocan. La limitación de la elección del modo de innovar viene limitada por la restricción de recursos, y aunque la adquisición de determinados targets puede afectar al compromiso del *management* con la innovación, el propio **hecho de destinar recursos a la F&A deja menos margen para dedicarlos a la innovación, lo que dará menos prioridad a la innovación interna** (Hitt et al., 1991). La innovación es percibida como un compromiso en el uso de recursos entre F&A o innovación interna.

Como afirman Karim and Mitchell (2000) las adquisiciones, en sí mismas, son una vía para la reconsideración del uso de los recursos, lo que podría suponer que el crecer con adquisiciones hace a las organizaciones más robustas y con más probabilidades de supervivencia que las que no se fusionan. Del mismo modo, Ahuja & Katila (2001) afirman que grandes compañías pueden aumentar su capacidad de innovación adquiriendo empresas más pequeñas. En esta misma línea, basado en un estudio de F&A en Grecia, Papadakis (2005) sugiere que cuanto mayor sea la adquirente respecto a la adquirida más

exitosa será la operación. Sin embargo otros muestran resultados contrarios (por ejemplo Chaudhuri & Tabrizi, 1999; Hagedoorn & Duysters, 2002) y Man & Duysters (2005) concluyen que las alianzas deben favorecer las F&A en su propósito de renovar la innovación. Sin embargo, absorber e integrar una organización en una mayor es un proceso complejo que desafía muchas de las estructuras preexistentes y procesos en ambas organizaciones y uno de los mayores desafíos es mantener la creatividad y la capacidad de innovación (al menos en la adquirida) dentro del nuevo marco corporativo que se establece.

Bresman et al. (1999) sugieren que puede ser difícil mantener la innovación en el periodo inmediato a la post adquisición porque la transferencia de conocimiento es un proceso de un solo sentido: del adquirente al adquirido, lo que puede hacer que los empleados de la organización adquirida sientan estrés, enfado, desorientación, frustración, confusión e incluso miedo (Buono, 1997), provocando tensión e incertidumbre, lo que puede desalentar la creatividad y la innovación (Zhuang, 1995). La innovación va a depender también de la transferencia de conocimiento que tenga lugar en el proceso de integración, que requiere de una cultura adecuada y una identidad común (Bukh et al., 2005) que ayude a identificar qué debe saber la organización y qué capacidades debe desarrollar. Todo ello sin olvidar que en compañías de tecnología los individuos más cualificados, depositarios del conocimientos del adquirido, son los más proclives a encontrar mejores oportunidades fuera de la nueva compañía (cf. Buono, 1997).

Es un hecho que el propio incremento de tamaño consecuencia de la F&A puede tener impacto en la propia innovación: El compromiso de las compañías con la innovación Hitt et al. (1990) está basada en condiciones organizacionales, en concreto hasta cierto tamaño de la compañía el compromiso de la innovación aumenta, aunque siguientes crecimientos tienden a sobrecargar al equipo gestor y a los empleados con sistemas de control formal que la dificulta. En esta línea **algunos autores vinculan el tamaño a la innovación**, argumentando que las compañías pequeñas son más flexibles y las grandes son más eficientes en otro tipo de procesos que no el de desarrollar innovación.

(Prabhu, Chandy & Ellis. 2005) afirman que las adquisiciones pueden dañar la innovación, actuando sobre ella como un veneno, aunque para empresas comprometidas en el desarrollo de conocimiento interno pueden suponer una ayuda a la innovación, actuando como un catalizador, enfocado desde una perspectiva *Resource Based View*.

Para otros autores como (Zhao, 2009) Las empresas involucradas en actividades de adquisición son menos innovadoras y a menudo disminuyen su innovación tecnológica durante los años previos a la oferta, de entre ellos, los más innovadores son menos proclives a completar la operación y los menos innovadores sacan más partido de la adquisición. Otros autores (Cassiman & Veugelers 2006; Catozzella & Vivarelli 2007) lo plantean en términos de enfoque en complementariedades vs. Integración integrada (*embedded substitutability*) en las elecciones de innovación a nivel de empresa.

Pero la transmisión del conocimiento es crítica en términos de innovación y en este sentido (Christensen, 2006) mantiene que la forma en que los empleados reaccionan en una situación de F&A puede ser influenciado por gran número de factores, pero el conocimiento de lo que pasa cuando una compañía pequeña innovadora es adquirida por una compañía mayor y en cómo esto es percibido por los empleados puede dar pistas en cuanto a que factores hacen posible la innovación y cómo dichos factores son afectados por las adquisiciones.

3 MOTIVACIÓN PARA LAS OPERACIONES

“...firms are motivated to respond to threats but are less likely to respond to opportunities.” (Chattopadhyay, Glick, & Huber, 2001)

En este capítulo tratamos de recoger lo que la literatura sobre F&A entiende como motivación para las operaciones, aunque en general pone mucha atención en las consecuencias post transacción y menos en cuáles son los factores que influyen a motivar la iniciativa de una adquisición (Peng & Fang, 2009) los motivos no son únicos y son numerosos los enfoques planteados.

La literatura sobre F&A recoge varios ejemplos de **taxonomías de motivos**, muchos de estos motivos son recurrentes a lo largo de varios estudios, como las sinergias (Walter & Barney, 1990; Porter, 1998; Schmitz & Sliwka, 2001; Ansoff, 1984), economías de escala o eficiencias, la posibilidad de alcanzar monopolio (Tombak, 2002) o añadir cuota de mercado (Sevenius, 2003), diversificación para reducir riesgo y condicionantes legislativos, entre otros. Aunque desde otras perspectivas se pueden añadir dimensiones adicionales, como la teoría de agencia, *hubris* y *empire building*, que indican la existencia de una segunda agenda para las F&A. En cualquier caso los motivos, salvo los que responden a condicionantes legislativos, pueden ser definidos en términos de **objetivos estratégicos de negocio y corporativo del adquirente**, puesto que son las empresas adquirentes quienes toman la iniciativa (*lead the action*).

Es un hecho que las razones para acometer F&A son numerosas y cada operación tiene detrás su propio conjunto de motivos diferentes (**Hakkinen & Hilmola, 2005**). Muchas investigaciones han tratado de categorizar las fusiones de acuerdo a sus motivos, pero en la práctica **la motivación para una cierta fusión es una combinación de objetivos**. A pesar de la variedad en los motivos, la mayoría de las F&A esperan alguna clase de beneficios sinérgicos para la empresa adquirente, sin embargo en algunos casos las fusiones han sido utilizadas para conseguir beneficios financieros a corto plazo, reducción de riesgo desplegando actividades en campos con diferentes ciclos de negocio o para servir objetivos del management.

Según (Dube & Glascock, 2006) son varias las razones que motivan las F&A (como sinergias, diversificación de producto o geográfica, crecimiento, aumento del poder de mercado, control de recursos escasos, disciplina de mercado, consideraciones de agencia y hubris), pero **no son mutuamente excluyentes y puede ser imposible separar los efectos** (Coffee et al., 1988).

(**Marsh, 2009**) expone las cuatro teorías más populares usadas para explicar las F&A: economía, RBV (*Resource Based View*), la Teoría del Comportamiento de la empresa y la Teoría de Agencia. Esto supone dos niveles diferentes de análisis: la economía coste-transacción y RBV describen los motivos de la adquisición **a nivel de empresa**, mientras

que la teoría del comportamiento de la empresa y la teoría de agencia describen los motivos de la adquisición **a nivel manager**. Marsh combina las bases de las distintas teorías al uso para abordar la propia decisión de adquisición (hasta el momento solo se han estudiado los determinantes de la adquisición, no la propia decisión en si misma): ciertas características a nivel de manager influyen fuertemente los motivos de la empresa para la adquisición. Para determinar la combinación final de empresas sugiere que los motivos pueden ser específicos de contexto o dependientes de otros factores no incluidos en el modelo. El incentivo por alineación influye en la motivación de adquisición y un mayor coste de transacción a nivel de empresa, aunque identifica que algunos recursos pueden ser mal atribuidos a coste de transacción.

(Porter & Singh, 2010) analizan el caso de Australia y confirman que los principales motivos para acometer F&A son sinergias, hubris y agencia, siendo la sinergia el predominante pero confirmada la presencia simultánea de hubris en la creación de valor y agencia como la principal motivación para las compras que terminan en destrucción de valor, aunque los resultados no pueden generalizarse a empresas no cotizadas.

Por su parte (Maksimovic & Philips 2001) tratan de tipificar las combinaciones finales y exponen que compradores y vendedores en ventas de partes de empresa son típicamente grandes empresas multisector, mientras que en el mercado de F&A los compradores suelen ser mucho mayores que los vendedores. Los factores que señalan como asociados a la probabilidad de los activos a ser vendidos son los siguientes:

- Para empresas multisector, la probabilidad de venta es mayor en divisiones periféricas y decrece con la productividad del activo y del segmento en que se enmarca.
- La productividad de la empresa vendedora en otras divisiones impacta la probabilidad de una venta, una división es más probable que sea vendida cuanto mejores son las perspectivas de otras divisiones.
- La probabilidad de que la empresa sea un comprador de otros activos incrementa con su eficiencia y su tamaño.

(Sherman, 2003) expone las distintas motivaciones diferenciando el caso de las fusiones de las adquisiciones y separa las de los compradores y las de los vendedores:

- Motivadores en una adquisición: mejora de ingresos, reducción de costes, integración vertical u horizontal y sinergias financieras, presión de inversores para crecer, infrautilización de recursos, reducción del número de competidores (incremento de cuota de mercado), entrar en otro mercado doméstico o internacional (especialmente si los mercados actuales están saturados) o diversificación en nuevos productos y servicios. Y para el vendedor: incapacidad para competir como entidad independiente, deseo de conseguir ahorros de costes y acceso a los mayores recursos del adquirente o necesidad por salida estratégica, bien por jubilación del propietario o por otras razones.

- Motivadores en una fusión, que pueden ser distintos de los de una adquisición: necesidad de mejorar procesos tecnológicos, deseo de incrementar la escala de producción en líneas de producto existente, deseo de adquirir capacidad de producir accesorios internamente, necesidad de encontrar usos adicionales para talento existente, una forma para reubicar exceso de capital en usos rentables y complementarios y una forma de conseguir ventajas fiscales.

Otros autores sugieren una relación de razones para que las compañías acometan F&A (**Schulera & Jacksonb, 2001**), entre otras:

- Fusiones horizontales para dominar el mercado, economías de escala.
- Fusiones verticales para control de canales de distribución.
- Fusiones híbridas para distribuir riesgo, recorte de costes, sinergias y razones defensivas; crecimiento para lograr un liderazgo mundial y alcanzar escala global; supervivencia o masa crítica; adquisición de tesorería, impuestos diferidos y capacidad de deuda; movimiento rápido y barato; flexibilidad, apalancar capacidades; lograr mayor base de activos para aumentar endeudamiento; adoptar tecnologías potencialmente disruptivas; ganancia financiera y poder personal; conseguir una competencia clave para hacer más combinaciones; talento, conocimiento y tecnología actual..

Sharma & Ho (2002) proponen su propia tipología:

- Sinergias: la unidad fusionada será más eficiente que sus componentes gracias a ahorros por eficiencias (*efficiency savings*).
- Economías de escala: costes más bajos de los que se conseguirían con una reducción de las redundancias, una mejor utilización de recursos y una mejora del poder de mercado tanto de cara a clientes como a proveedores.
- Conglomerados: la entidad combinada utiliza el principio de diversificación dentro de una sola empresa y crea un mercado de capitales interno. Esta combinación es favorecida por economías de alcance.
- Control corporativo: un cambio de dirección o la posibilidad de un cambio en la gestión incentiva la utilización eficaz de los activos de la empresa.

Y algunos autores incluso vinculan resultados de las operaciones con sus motivaciones. Es el caso de (Mueller, 2003) que desarrolla un modelo que mide la relación entre cuatro hipótesis y las causas de las F&A:

- *Market for corporate control*
- La hipótesis de sinergias
- El criterio del equipo gestor
- La hipótesis hubris

El modelo vincula cada hipótesis con las predicciones sobre la relación entre las ganancias de los accionistas de la adquirida y el tamaño y la prima para la target. Enfatiza la importancia de evaluar la ganancia o pérdida absoluta de target y la extensión del periodo de observación del target. El modelo confirma las hipótesis de hubris y criterio del equipo gestor y descarta las otras dos. Los resultados sugieren que varios tipos de F&A producen beneficios, pero como promedio el adquirente pierde, porque la prima ofrecida por la target es mayor que las potenciales ganancias de adquirirla, que a su vez podrían ser debidas al hubris de sus managers o a que pagaron más de lo que la target valía para conseguir control de la sociedad. La relación negativa entre las pérdidas del adquirente y las primas pagadas para la compra de targets no relacionados, sugiere la presencia de criterio del equipo gestor, del mismo modo que el tamaño de la prima pagada con operaciones de diversificación es compatible con la hipótesis de hubris, lo que podría suponer que los managers de las empresas diversificadas tienen más hubris que los de las no diversificadas. El autor interpreta que la variabilidad de las ganancias de F&A y la dificultad en predecirlas viene a apoyar las hipótesis de criterio del management y hubris.

Otra línea argumental es la del acceso a los activos de la adquirida:

(**Graebner, Eisenhardt & Roundy, 2010**) en el caso de las adquisiciones tecnológicas, los compradores buscan obtener recursos valiosos estratégicamente, conseguir poder de mercado o generar renovación estratégica. Los vendedores buscan adquisiciones no solo para obtener recursos valiosos sino también para librarse de “presiones personales idiosincráticas”.

En el marco del **enfoque de capacidades dinámicas**, las nuevas condiciones tecno-socio-económicas promueven un “nuevo modelo de desarrollo tecnológico que va más allá de los límites de una empresa individual”, puesto que dado el complejo carácter de la tecnología hoy en día es necesario un amplio rango de experiencia tecnológica en la producción y la organización. En este contexto (**Cantwell & Santangelo, 2006**) sostienen que las F&A pueden verse como una reestructuración organizacional corporativa **estimulada por la necesidad de resolver de forma más efectiva el problema de la actividad de las empresas, que crecen por recombinação y nuevas aplicaciones de sus recursos** y definen los GPTs o *general purpose technologies*, como un nuevo modelo de desarrollo tecnológico, que juega un papel importante en áreas de conocimiento como áreas críticas de experiencia que permiten a las empresas explotar el potencial de la convergencia entre grupos de competencias históricamente separadas. Los GPTs son ampliamente aplicables a procesos de producción y a productos, así como a diferentes líneas de actividades de investigación.

Al investigar las dinámicas corporativas de la especialización tecnológica post fusión, distinguen entre distintos modelos industriales de desarrollo de tecnologías corporativas:

- Un primer modelo se identifica con las industrias de base científica en que los GPTs se desarrollan, en industrias como la electrónica, las empresas se consolidan en torno a campos de experiencia corporativa.

- Otras industrias de base científica siguen un modelo de diversificación estratégica, eligen target GPTs para mejorar su potencial tecnológico explotando las oportunidades actuales de la fusión tecnológica y la combinación de campos previamente separados.

Estos dos modelos permiten un mejor entendimiento la tendencia de este tipo de industrias hacia su especialización tecnológica, que implica contagio (*spillover*) de conocimiento entre sectores, por lo que las F&A entre sectores tenderán a incrementar en número como un medio para conseguir dichos traspasos y la reconstrucción de combinaciones tecnológicas asociadas.

No obstante una alternativa es la decisión de mantener la competencia entre las empresas fusionadas, motivada por una **redistribución de recursos** rentable que induce a una más agresiva producción (**Mialon, 2008**). Las fusiones entre empresas no idénticas pueden resultar en una redistribución de recursos asimétrica entre los fusionados, no solo son rentables sino que también son socialmente eficientes. En contraste con las fusiones entre empresas idénticas, en que la forma de organización óptima es la integración completa, en la que la redistribución de capital es irrelevante, la redistribución de recursos entre las empresas fusionadas surge cuando cabe la opción de mantener la competencia entre los socios fusionados, hecho que junto a la elección de la forma organizativa, es determinante en la rentabilidad de las fusiones horizontales.

También aparecen en la literatura mención a motivaciones relacionadas con el equipo directivo o formas de mejorar su gestión y por ende los resultados de la target:

(**Tuch & O'Sullivan, 2007**) ponen sobre la mesa la pretensión de los adquirentes para asumir el rol de gobierno corporativo adquiriendo empresas que no persiguen los objetivos de sus accionistas y pretenden extraer mayor riqueza de los activos de la empresa para el beneficio de los accionistas de la adquirente. Estas **adquisiciones disciplinarias** suelen asociarse con hostilidad de target ya que se sugiere que los managers tratan de resistirse a la compra para proteger sus propios intereses más que los de sus accionistas.

En esta línea (**da Silva Rosa & Walter, 2004**) afirman que las F&A son iniciadas por empresas *higher-performing* buscando extender sus buenos resultados relativos, lo que no es claro es si estas empresas con resultados típicamente positivos **predisponen a sus gestores a un exceso de confianza** que les lleve a seleccionar targets inadecuados o sobre-pagar por ellos.

De hecho (Gorton, Kahl & Rosen, 2009) sugieren que un motivo particular del management puede ser el propio deseo de no ser adquirido.

Aunque (**Agrawal & Jaffe, 2003**) desmienten que las F&A estén siquiera parcialmente motivadas por el deseo de mejorar los resultados de la target, además de que encuentran poca evidencia de unos malos resultados pre adquisición de todas las targets. Solo en algunos grupos como los *tender offers*, las ofertas hostiles y los concursos puede darse

unos pobres resultados previos y mejorarlos puede ser motivo para la adquisición, sin embargo los malos resultados normalmente corresponden a algunos años previos al hecho de la operación, lo que sorprende dado que el mercado de control corporativo suele responder rápidamente, por lo que estos autores descartan la visión convencional de que la corrección de unos pobres resultados de target puedan considerarse motivo de las operaciones. Mantienen por tanto que **las operaciones tienen lugar por varias razones, la corrección de malos resultados no es un motivo predominante**, aunque podría responder a la intención de reemplazar a managers con malos resultados y podría darse el caso de que mecanismos de control externo (como el riesgo de una compra) pueda facilitar mecanismos internos (como los consejos) para disciplinar a los malos gestores.

En otras investigaciones se plantean motivos puramente estratégicos y de mercado:

Ya que siempre pueden tener cabida otro tipo de motivaciones de mercado, como el arbitraje (**Officer, 2007**) como ya introdujeron (Shleifer & Vishny, 1997 citado por Officer, 2007), aunque siempre ligado a la liquidez del mercado.

De hecho (**Mamdani & Noah, 2004**) mantienen que abordar adquisiciones por razones que no son totalmente enfocadas en estrategias bien planteadas puede desviar la atención del equipo gestor y los recursos de la compañía de los principales propósitos del negocio. Lidar con los problemas que una F&A supone puede tentar a quitar la mirada del negocio principal. Según estos autores es necesario plantear un DAFO y construir sobre las fortalezas, resolver las debilidades, explotar las oportunidades y evitar los riesgos, en este sentido resulta crucial el proceso de *due diligence* para identificar las perspectivas de target. Las F&A pueden ser una herramienta efectiva para conseguir grandes objetivos corporativos que se clasifican en cinco categorías:

- Retirar sobrecapacidad en industrias maduras
- Aplastar competidores en mercados geográficamente fragmentados
- Extenderse en nuevos productos o mercados
- Comprar I+D y nuevas plataformas tecnológicas
- Explotar fronteras industriales a través de la convergencia (como por ejemplo la actividad entre operadores telefónicos y proveedores de servicios de internet en los últimos 90s)

Para las F&A en sector *high-tech* en concreto ((Frick & Torres, 2002) citado en Lemieux & Baks, 2007), los imperativos estratégicos pueden ser definidos en tres categorías principales con ventajas específicas:

- Ampliar la oferta de productos (*expand product offering*), que responde a la estrategia de mejorar el plazo de comercialización (*time to market*)
- Abrir nuevos mercados
- Construir nuevas capacidades, en el sentido de que el conocimiento adquirido de la target se usa para educar a la fuerza de ventas y los grupos de soporte de la

organización adquirente, asegurando el mantenimiento de las capacidades para los nuevos productos. (Lemieux & Baks, 2007)

Para (Owen & Yawson, 2010) el hecho de **incorporar el ciclo de vida de la empresa en el análisis de las F&A** añade información sobre el comportamiento del adquirente: encuentran una significativa relación positiva entre el ciclo de vida de la empresa y la posibilidad de que lance una oferta. Las empresas con mayores beneficios retenidos en su estructura de capital tienen mayor propensión a hacer adquisiciones. El impacto del mix de capital en la actividad compradora viene dada por la madurez de las empresas: el ciclo de vida está positivamente relacionado con operaciones negociadas y negativamente con *tender offers*. La probabilidad de hacer operaciones en efectivo o mixtas está relacionada positivamente con el ciclo de vida. Oferentes con menores beneficios retenidos en su estructura de capital tienen una positiva reacción del mercado al anunciar una operación de compra.

La motivación para una F&A es también **función de la situación relativa en la cadena de valor (Gilbert, Yu & Xia, 2006)** en el caso de dos *dealers* diferenciados con un proveedor común, el atractivo para fusionarse entre ellos depende de hasta qué punto la demanda final pueda ser estimulada directamente por el proveedor o por ellos y cuanto mayor sea la capacidad del proveedor de invertir en estimular la demanda final mejor es para los dos *dealers* operar independientemente, pero si las mayores oportunidades de estimulación de la demanda son a través del servicio que dan los *dealers*, la fusión entre ellos será la opción más atractiva.

(Milliou & Petrakis, 2007) en el caso de las fusiones horizontales en mercados de productos intermedios, en ausencia de ganancia de eficiencia, las empresas aguas arriba (*upstream firms*) tienen un desincentivo para fusionarse cuando utilizan contratos de tarifa a dos partes (*two-part tariff contracts*), en contraste con la investigación anterior (Horn & Wolinsky (1988)) que defendía que decidirían fusionarse cuando vendieran sus productos a competidores aguas abajo y utilicen contratos de precio lineal de mayorista (*trade using linear wholesale price contracts*). La presencia de **incentivos para fusionarse depende de forma crucial de la distribución del poder de compra y el nivel de competición** aguas abajo, porque el tipo de contrato elegido por una fusión aguas arriba depende de su poder de mercado y del grado de sustitubilidad del producto (*degree of product substitutability*). Además las fusiones horizontales aguas arriba tienen impacto positivo en el bienestar. En definitiva los tipos de contrato pueden ser cruciales tanto como incentivos en las fusiones horizontales como para los efectos que provocan en bienestar tales fusiones.

Otros autores (Buehler, Kaiser & Jaeger, 2006) proponen que las F&A son acometidas **para aprovechar oportunidades de crecimiento**, lo que es consistente con el hecho de que los ratios de fusiones tienden a ser particularmente bajos en industrias y regiones donde los ratios de bancarrota son particularmente altos y los ratios de fusiones tienden a aumentar con el crecimiento macroeconómico, mientras los ratios de bancarrota disminuyen. En este

sentido, y según estos autores, es comúnmente aceptado que hay fundamentalmente tres modos de *firm exit*: bancarrota, liquidación voluntaria y fusión. Incluso en un artículo controvertido Dewey (1961) llegó a decir que “la mayoría de las fusiones [...] son meramente una alternativa civilizada a la bancarrota o [...] a la liquidación voluntaria”, aunque investigaciones posteriores han mostrado diferencias económicas importantes entre las fusiones y otras formas de salida (Wheelock & Wilson, 2000). **(Buehler, Kaiser & Jaeger, 2006)** no solo ven importantes diferencias sino que argumentan que las fusiones se acometen normalmente para aprovechar oportunidades de crecimiento.

En esta línea **(Borchert & Cardozo, 2010)** tratan de explicar la desaparición de empresas a través de la **destrucción creativa**, que implica la fusión de una firma emergente con una establecida, proporcionando a la emergente el acceso a recursos y permitiendo a la establecida adaptarse a la tecnología y otros cambios en lugar de verse avocada a una destrucción creativa. Las empresas que desaparecen a través de combinaciones de negocios tienen vida más corta y tienden a fusionarse en periodos de mayores recursos más a menudo que en periodos de restricción de recursos. **(Borchert & Cardozo, 2010)** combinan el concepto de “destrucción creativa” con la RBV, en un paso por construir una teoría de la desaparición de empresas como parte del ciclo continuo de aparición y desaparición de negocios que Kirchoff (1994) dio en llamar “capitalismo dinámico”.

En operaciones de concentración hay toda una serie de motivaciones según la casuística del mercado en cada caso. En cuanto a la comparación entre las opciones de no invertir, adquirir o invertir internamente en la misma dimensión que la adquisición **(Aydemir & Schmutzler, 2008)** invertir internamente es solo preferible si la adquisición es más costosa.

(Danzon, Epstein & Nicholson, 2007) analizan el caso del sector farma / biotecnológico y explican que la motivación de las operaciones responde a un exceso de capacidad esperado debido a la expiración de patentes próxima y a carencias en las carteras de productos (*firms's product pipeline*). Para empresas pequeñas las F&A son fundamentalmente una estrategia de salida en respuesta a los problemas financieros. Las empresas grandes que se fusionan tienen una evolución similar en valor de empresa, ventas, empleados y I+D y más lento crecimiento en los resultados operativos, en comparación con empresas similares que no se han fusionado. Si bien en cualquier caso las F&A pueden ser una respuesta a los problemas planteados en el sector, pero no son la solución.

Otros autores plantean como motivación el hecho de incorporar competencias, tal es el caso de **(Oliveira, Roth & Ponte, 2003)**, que exponen que a través de las F&A las empresas pueden **conseguir las competencias basadas en conocimiento** que se requieren para alcanzar la combinación de capacidades necesarias para competir en un entorno complejo. Las operaciones *cross-border* proporcionan una red de intercambio de transferencia de conocimiento que puede jugar un papel importante en la estructuración de las operaciones y la redistribución de activos en los países donde las compañías están presentes, a través del aprovechamiento de las capacidades competitivas de esas compañías.

Otros autores evalúan las operaciones con **una perspectiva más amplia**:

Horn & Persson (2001) plantean **el conflicto entre los incentivos privados y sociales para las F&A**, que pueden diferir en el caso de sinergias débiles pero convergen si las sinergias son fuertes.

(Zhou, 2008) Las empresas pueden fusionarse por el beneficio de una tecnología de producción más eficiente, teniendo incertidumbre en el momento de la F&A sobre sus costes de producción. Cuanto mayor sea la incertidumbre, mayor será el número de empresas que se fusionen. Con la mejora de productividad las fusiones no solo no resultan dañinas sino que mejoran el bienestar social en la mayoría de los casos.

(Dockner & Gaunersdorfer, 2001) en el entorno de un modelo de Cournot estático, las fusiones son siempre rentables con independencia del número de empresas que se fusionen. Mientras que las empresas tienen un incentivo para fusionarse, el bienestar en la economía no mejora porque el beneficio del productor no compensa la pérdida en el consumidor por la subida de precios.

La literatura de organización industrial (*IO literature*) sobre F&A considera los incentivos y las consecuencias de F&A entre un grupo exógeno de empresas. **(Horn & Persson, 2001)** tratan de llevar el análisis un paso más allá, determinando de forma endógena la identidad de las empresas que se fusionaran. Su propósito no es construir una teoría del proceso dinámico de la formación de F&A, sino que proponen un criterio para la estabilidad en la estructura del mercado de F&A. A estos efectos adaptan los conceptos de la teoría de juego cooperativo para capturar las características que distinguen los mercados oligopolistas: la existencia de externalidades entre empresas. Al aplicar el modelo de concentración estándar en los mercados Cournot las fuerzas de mercado tienden a conducir a estructuras de mercado con altos beneficios para la industria, en contraste con altos beneficios para grupos específicos de empresas. En la medida en que el criterio estándar de fusiones concentrativas se cumple para fusiones con estructuras muy concentradas, llega un punto en que los grandes beneficios de la industria se consiguen a expensas del beneficio del consumidor, con lo que el mecanismo de mercado de fusiones puede tener algunas propiedades socialmente no deseables.

En cualquier caso las F&A pueden ser una vía para el ajuste a nivel de empresa en un proceso de liberalización del comercio, contribuyendo a que no tomen forma dramática de cierre de empresas y plantas y los ajustes de plantilla masivos y liquidación de capital asociados. Según **(Breinlich, 2008)** las F&A representan una fórmula más eficiente para la transferencia de recursos entre empresas. Esto puede tener importantes implicaciones para la política de competencia, porque puede sugerir la reducción de restricciones a las F&A para contribuir a la liberalización del comercio, como sería el caso de los países en desarrollo. Esto enlaza con una corriente de la literatura de las finanzas corporativas (Jensen, 1993) que argumentaba que las F&A representan una forma superior de reestructuración de industrias.

En otro orden de cosas, **la literatura asume que las empresas tienen conocimiento perfecto sobre las condiciones de mercado en el momento de tomar la decisión de F&A**, aunque en la práctica este no es normalmente el caso. (Banal-Estañol, 2006) analizan los **efectos de la incertidumbre y la información privada en fusiones horizontales**. Aunque la creencia general sugiere que hay más incentivos para F&A en mercados más inciertos, no suele ser cierto: cuando la incertidumbre es observada públicamente, las empresas tienen menos incentivos para involucrarse en F&A que en mercados deterministas. Y cuando hay información privada sobre la incertidumbre, las empresas siempre tienen más incentivos para F&A y más incertidumbre estimulando los incentivos para la operación. Los resultados de la información privada se derivan del caso en que las empresas reciben señales sobre su incertidumbre y características independientes, las empresas tienen más incentivos para F&A cuando las características son mutuamente relativas. Sin embargo cuando las características son correlacionadas, las empresas tienen menos incentivos a la F&A que en mercados deterministas. En este caso pueden inferir toda la información sobre sus rivales y están cerca de la situación de información pública. Por lo que F&A en mercados inciertos son más rentables en la medida en que las empresas retienen algún grado de información no pública. Las consecuencias de las F&A en el bienestar social en mercados inciertos también depende del tipo de información: cuando la incertidumbre es observada públicamente, las F&A son socialmente peores que en mercados deterministas. Cuando hay información privada, F&A en mercados inciertos no solo tienen lugar más frecuentemente sino que son mejores para el bienestar social. Por tanto (Banal-Estañol, 2006) proporcionan un nuevo argumento para la denominada defensa de eficiencia (*efficiency defense*) de las F&A (Roller et al., 2000). En mercados con alta volatilidad estas ganancias pueden compensar los efectos anti competencia de las F&A y por tanto las operaciones bajo incertidumbre e información privada mejoran el bienestar.

Un clásico en la literatura sobre fusiones es que el principal beneficiario de las F&A son las empresas que no están involucradas, lo que han dado en llamar **“la paradoja de la fusión”** o *“merger paradox”*. La posible existencia de esta paradoja contrasta con la visión de las F&A como anti-competencia. (Rothschild, Heywood & Monaco, 2000) en el contexto de un modelo de competición espacial en que las empresas eligen sus localizaciones antes de una F&A y practican discriminación de precios, valoran las diferencias entre las cuotas de las diferentes empresas en los beneficios de la F&A.

Si bien en contraste con la literatura anterior (Lommerud, Straume & Sjørgard, 2005) aseguran que puede ser más rentable tomar parte de la F&A que quedarse fuera, aunque para casos específicos de proveedores el resultado es el inverso. En este sentido la forma en que esté organizado el mercado aguas arriba es decisivo para las respuestas en precios a las fusiones aguas abajo y por tanto a su rentabilidad, por lo que empresas aguas abajo que consideren fusionarse han de valorar la reacción de sus proveedores aguas arriba.

Si bien las fusiones para conseguir poder de Mercado generalmente benefician más a los demás que a las empresas que participan. Si el número de fusiones admisibles está

limitado, pueden darse **fusiones preventivas (Duarte, 2003)** para prevenir fusiones entre rivales.

En cuanto a las características de las empresas y los vínculos externos que determinan la actividad de F&A (**Haeussler, 2007**): las empresas que colaboran entre ellas son generalmente más propensas a comprometerse en F&A que las que no tienen tal conexión. Este autor indica que no hay evidencia de que los problemas financieros (*financial distress*) sean un factor que influya en esta propensión. **Las F&A son más proclives a ser iniciadas proactivamente que forzadas reactivamente por amenazas financieras ya que otros tipos de colaboraciones entre empresas facilitan recursos adicionales y un legítimo amortiguador para facilitar el cambio** sin pasar por una integración de compañías.

Sin embargo la literatura sobre F&A siempre se ha enfocado en las compañías que se fusionan (Anderson et al, 2003) en vez de considerar las F&A como actividades que tienen influencia y son influenciadas por el contexto en que tienen lugar. Se ha venido ignorando o considerando indirectamente el papel de clientes y proveedores (Anderson et al., 2003; Öberg & Anderson, 2002), sin reconocer la influencia de clientes y proveedores como fuerza motriz para F&A, lo que indica una situación de influencia de la contextualización de las F&A. Cuando los motivos detrás de una F&A son cuotas de mercado y sinergias, hay una dimensión indirecta cliente o proveedor, en tanto que el añadir cuota de mercado implica un posible impacto en la base de clientes y las sinergias en costes pueden indicar cambios que afectan a los proveedores. Es habitual en este tratamiento indirecto en que la interrelación con clientes y proveedores es considerada como manejable por el adquirente o por ambas empresas fusionadas, lo que no tiene en cuenta posibles reacciones de clientes o proveedores, no siendo conscientes de que ellos suponen una *driving force* para la operación. Esto plantea la necesidad de **plantear las F&A desde un enfoque de red**, en que se planteen transferencias de la coordinación y las transacciones de mercado a la cooperación.

En términos de contextualización, combinado con aprendizaje entre actores en las relaciones e influenciado por los desarrollos institucionales, (**Lin, Peng, Yang & Sun, 2009**) identifican la existencia de factores de aprendizaje y red que incitan a las F&As y su efecto varía entre países con diferentes instituciones con base en el mercado. Introducen los condicionantes relacionales y de comportamiento en las operaciones, ya que **las F&As no ocurren aisladas de su contexto social y están influidas por comportamientos de alianzas en el sector**. A estos efectos estos autores diferencian dos tipos de aprendizajes (*exploration vs. exploitation*) en las alianzas y muestran que las decisiones de adquisición no solo están afectadas por los atributos de su entorno sino también informadas por sus tendencias de aprendizaje en alianzas.

(**Adilov & Alexander, 2006**) en industrias que requieren elevados costes fijos de entrada (*up-front fixed costs*) y costes marginales bajos, convertirse en *pivotal* incrementa el poder

de negociación para F&A, aunque Raskovich, (2003) mantiene que la naturaleza *pivotal* post-fusión disminuirá su poder de negociación.

De todos modos **no siempre una F&A es la opción más adecuada**: las empresas adquirentes consiguen mayores ganancias en la adquisición de activos que en operando conjuntamente en una Joint Venture, mayores beneficios que no pueden explicarse por el efecto *listing*, la presencia de opciones de compra incluidas en los contratos de Joint Ventures o en la expropiación de intereses minoritarios de los accionistas de las empresas target (Mantecon, 2009).

Si bien la principal motivación para F&A es conseguir sinergias operativas, para las desinversiones lo es el incremento de foco. (Mukherjee, Kiyamaz & Baker, 2004). La desinversión es un motivo justificable como forma de reducir pérdidas durante los periodos económicos bajos. Adquisiciones estratégicas son la forma dominante de adquisiciones en los 90s y fusiones estratégicas, típicamente fusiones horizontales que consiguen sinergias operativas mediante la combinación de empresas que antes fueron competidores o cuyos productos o talentos encajan bien juntos.

Ya en 2015 (Krug, Writght & Kroll, 2015) en un intento de enmarcar las casuísticas de las operaciones en virtud de las cuales determinados perfiles de directivos son más o menos susceptibles de ser retenidos (se cubre en el correspondiente epígrafe de rotación de directivos, más adelante en este documento), tratan de resumir las distintas motivaciones para las operaciones, tal como reflejan en la siguiente tabla:

TABLE 1
Theoretical Perspectives on Acquisition Objectives and Source of Value Creation

Perspective	Theory	Acquisition objective	Metric	Relevant articles
Market	1 Agency theory	Realign shareholder and management goals	Target firm risk	Miller & Sardais (2011); Nyberg and colleagues (2010)
	2 Market for corporate control	Replace incompetent target executives	Target firm performance	Martin & Combs (2009)
Top management	3 Empire-building theory	Increase executive status and future compensation	Firm growth and size	Hope & Thomas (2008); Masulis, Wang, & Xie (2007)
	4 Hubris theory	Increase size and scope of the firm	Firm growth and size	Aktas, de Bodt, & Roll (2011); Martin & Davis (2010)
Industry	5 Theory of merger waves	Decrease industry turbulence	Acquirer financial stability and performance	Bruner (2004); McNamara and colleagues (2008)
	6 Industrial organization (IO)	Increase firm size, market power, and entry barriers	Firm size, market share, and pricing power	Ellis, Reus, Lamont, & Ranft (2011)
Firm	7 Efficiency theory	Scale and scope efficiencies (synergies)	Firm size, economies of scale and scope	Krishnan and colleagues (2009); Stegel & Simons (2010)
	8 Diversification theory	Firm growth	Growth in revenues, profits, and margins	Makri and colleagues (2010); Zhou (2011)
Country	9 Resource-based theory of the firm	Acquire or leverage firm resources and capabilities	Competitive advantage and performance of combined firms	Barney, Ketchen, & Wright (2011)
	10 Uppsala model	Minimize firm risk	Entry mode strategy, firm risk, international experience	Johanson & Vahlne (2009)
	11 Internalization theory	Protect internal investments in knowledge assets	Entry mode strategy, firm profitability	Buckley & Casson (2009)
12 Eclectic paradigm and OLI model	Exploit differences in costs across national markets	Mobility of firm-specific assets across national borders	Dunning (2009)	
13 Evolutionary view of the MNE	Create and transfer capabilities across national borders, organizational learning	Firm capabilities	Kogut & Zander (2003)	

Ilustración 5 Tabla de fuentes de creación de valor (Krug, Writght & Kroll, 2015)

3.1 LAS OPERACIONES CROSS-BORDER

Según **(Seth, Song & Pettit, 2000)** hay diferencias sistemáticas en la importancia relativa de las diferentes motivaciones entre operaciones domésticas y cross-border. Dadas las características de estas últimas, diferentes ventajas y diferentes costes, pueden ofrecer distintas fuentes de sinergias y en ocasiones de diferente magnitud. Además si las diferencias en los sistemas de gobernanza nacionales suponen diferencias sistemáticas en los límites de la discrecionalidad directiva (*managerial discretion*), la hipótesis de *managerialism* puede diferenciar las operaciones locales de las cross-border.

No en vano, tal como indican **(Rossi & Volpin, 2004)**, los determinantes de las **F&A a nivel mundial** son función de las diferencias entre países en leyes y regulaciones: el volumen de actividad en F&A es significativamente mayor en países con mejores estándar contables y mayor protección al accionista. Una mejor protección del inversor está asociado con un mayor uso de las acciones como método de pago y con mayores primas en las compras, en definitiva la protección doméstica al inversor es un determinante importante de la competitividad y la efectividad del mercado de F&A dentro de un mercado. En los acuerdos cross-border, los targets son normalmente de países con menor protección a la inversión que en los países adquirentes, sugiriendo que las transacciones cross-border generan convergencia en los regímenes de gobierno corporativo entre países al aumentar el grado de protección del inversor en las targets.

La productividad superior que a menudo se asume de las empresas que hacen inversión extranjera directa (*FDI foreign direct investment*) no necesariamente se da en el caso de las empresas que acometen adquisiciones cross-border (Nocke & Yeaple 2007, 2008), de la misma forma las motivaciones para las operaciones cross-border pueden ser distintos de los de las *greenfield investments*. En algunos modelos teóricos las F&A cross-border son fundamentalmente acometidas para conseguir acceso a activos complementarios *firm-specific* en target (Nocke & Yeaple, 2008), las capacidades que no son susceptibles de ser móviles entre países (Nocke & Yeaple, 2007) o activos específicos de país (Norbäck & Persson, 2007). (Zhu, 2010) los llama recursos clave, que junto con el conseguir entrada en mercados de otros países, considera las principales razones de la estrategia de F&A de las compañías multinacionales (*multinational corporations o MNCs*) para la creación de valor para sus accionistas.

(Shimizu, Hitt, Vaidyanath & Pisano, 2004) conceptualizan las operaciones cross-border en:

- Modo de entrada en un país extranjero, en comparación a una entrada “*greenfield*”
- Proceso dinámico de aprendizaje de una cultura extranjera
- Estrategia de creación de valor (evaluando el desempeño post F&A con medidas relativas a largo plazo)

Aunque luego Hopkins (2008) plantea que el hecho de usar la estrategia adecuada es el determinante de éxito.

Las diferencias entre empresas pueden llegar a ser más pronunciadas entre países que dentro de un mismo país, lo que puede constituirse como un incentivo para las operaciones cross-border (Bjorvatn, 2004; Neary, 2007; Bertrand & Zitouna, 2006). Por ejemplo pueden suponer la redistribución de la producción desde una empresa target menos eficiente (Neary, 2007) a otras que lo son más en el país origen. Si prevalecen los motivos estratégicos, sería esperable una reducción en producción, inversiones e innovación en las empresas target, mientras que no es necesariamente el caso en las operaciones cross-border al estar motivadas por la complementariedad de activos.

La exclusión de un potencial competidor es un factor motivador para fusiones internacionales, (García-Gallego, Georgantzís, Gil-Moltó & Orts, 2006) valoran las condiciones en las que tendrían lugar fusiones que evitan competencia doméstica recíproca. Señalan los defectos de las políticas antimonopolio basadas en las comparaciones de niveles de concentración pre y post fusión (PPM), que son un mecanismo estándar para la revisión de las F&A, que no tienen en cuenta la competencia potencial, aprobando operaciones que tienen de facto un impacto negativo en una futura competencia. Bajo ciertas condiciones de mercado y dado que las empresas son entrantes potenciales recíprocos en sendos mercados, se enfrentan al dilema del prisionero: una entrada simultánea puede perjudicarles a ambos y beneficiar a los consumidores, las empresas entonces pueden proponer una fusión internacional para evitar tal situación y consolidar su posición de monopolio en los dos mercados, esto resulta imposible de probar por las autoridades anti competencia basándose en el análisis PPM, ya que no altera (pre-fusión) las medidas de concentración en ninguno de los dos mercados.

Las variables financieras y otros factores institucionales juegan un papel significativo en los flujos de F&A (Giovanni, 2005), en particular el tamaño de los mercados financieros, medido en términos de capitalización de mercado en relación al PIB, tiene una fuerte asociación positiva con las empresas domésticas que invierten en otros países. Estos resultados señalan la importancia de las condiciones financieras domésticas en la estimulación de inversión internacional y el volumen de operaciones de F&A.

La relación entre integración económica y la rentabilidad de las F&A cross-border es compleja, puede tanto desencadenarlas como todo lo contrario. Según (Bjorvatn, 2004) la integración económica puede intensificar la competición pre-fusión en el mercado reduciendo la reserva de precio en la empresa target, además a través de menores costes de transacción puede reducir el efecto “robo post-fusión” ya que la empresa elige exportar en vez de invertir localmente. Una empresa con ventaja tecnológica tiene mayor incentivo para adquirir una empresa extranjera que su rival menos avanzado, dado que la tecnología puede ser aplicada libremente en la empresa target. Cuando hay asimetría en la localización, el coste de entrada es un argumento a favor de la adquisición cross-border en

vez de las nacionales. Sin embargo si el coste de entrada es suficientemente alto el precio de target puede llegar a ser demasiado alto para que la empresa extranjera lo considere una adquisición rentable, lo que hace más probable la fusión entre las firmas locales.

En algunos casos las motivaciones pueden estar relacionadas con **isomorfismos y otros mecanismos miméticos, coercitivos o normativos**, como el caso de China tal como lo describe (Yang, 2009), que sobre una muestra de 1004 operaciones concluye que no todas las F&A cross-border responden a estos mecanismos de la misma forma y que en el tiempo el nivel de conformidad disminuye. Este factor de conformidad está influido por factores como las experiencias de fracaso de otras empresas en la industria, los cambios regulatorios y la entrada en la WTO (*World Trade Organization*) y las decisiones de imitación en las cross-border tienen su base en la relatividad entre productos de adquirente y target, la localización de target, la estructura de propiedad y el tamaño de la operación.

El papel de **los costes de comercialización** en la explicación del aumento de número de F&A cross-border es estudiado por (Hijzen, Görg & Manchin, 2008), que sugieren que los costes totales de comercialización afectan negativamente a las F&A cross-border, pero el efecto es distinto en función si las F&A son horizontales o verticales. El impacto es menos negativo en el caso de las fusiones horizontales, siendo esto consistente con el argumento de *tariff-jumping* y que por otro lado tiene implicaciones en los incentivos en la atracción de inversiones en términos de F&A.

(Von Eije & Wiegerinck, 2010) ponen sobre la mesa que el nivel de desarrollo del Mercado target y el gobierno corporativo en el Mercado del adquirente pueden llegar a marcar la diferencia entre éxito y no éxito en operaciones trans nacionales. Por su parte Chari, Quimet & Tesar (2004) identifican posibles fuentes de creación de valor así como obstáculos a las adquisiciones en los mercados emergentes: el mejor acceso al capital puede ser creador de valor, ya que el coste de capital es mayor en los países en desarrollo y por tanto la adquisición de una empresa en un país en desarrollo da a la empresa target acceso a un capital más barato, lo que puede hacer viables proyectos que de otra forma se hubieran rechazado y porque los adquirentes pueden tener mayor poder de compra, porque presumiblemente habrá menos oferentes en los mercados emergentes.

3.2 INCENTIVOS A LA ADQUISICIÓN

Las políticas de control de las fusiones son vulnerables a la influencia política (Kim, 2010). Las instituciones políticas (y en particular los sistemas electorales) tienen una influencia significativa en como los gobiernos responden a la actividad de F&A al modificar los incentivos de los gobiernos para regularlas. Los potenciales resultados a corto plazo de las F&A preocupan a los políticos y les incentivan a oponerse / favorecer este tipo de operaciones. Las F&A pueden dañar los negocios locales pues las firmas pueden trasladarse con el consiguiente impacto en reducción de ingresos en su jurisdicción, perder votos por

los empleos eliminados o transferidos durante un proceso de reestructuración de F&A, pueden tener que llegar a enfrentarse a las organizaciones de trabajadores que perdieron su empleo, mientras que los ganadores (los accionistas individuales o institucionales) están dispersos y menos organizados. Los países con sistema electoral mayoritario son más proclives, no solo a adoptar leyes restrictivas de control de las F&A, sino también a no aprobar las operaciones que se propongan que los países que tengan un sistema electoral proporcional. Los sistemas mayoritarios sesgan sistemáticamente a los gobiernos a actuar en contra de las F&A, tanto domésticas como cross-border.

Por su parte (Very, Metais, Lo & Hourquet, 2012), buscan posibles influencias institucionales que expliquen actividad de F&A y tras testarlo en Japón, USA y UK, concluyen que dichas influencias pueden servir de base para la predicción de operaciones a nivel nacional.

4 FACTORES DETERMINANTES DE ÉXITO O FRACASO EN LAS F&A

En este capítulo se recogen los factores que, a lo largo de la literatura reciente, se consideran como de éxito o fracaso de las operaciones. Estos factores se agrupan en *soft* y *hard* en función de hasta qué punto son cuantificables y cuál es su propia naturaleza y de esta forma están estructurados los siguientes epígrafes.

Por otra parte, la literatura reciente, como se recoge en los siguientes epígrafes, ha descartado la clasificación tradicionalmente aceptada de estos factores entre las dos etapas de las operaciones pre y postadquisición, argumentando que dichos factores son transversales a las etapas, por lo que, aunque hacemos referencia a la etapa en que se identifica cada factor en cada estudio, no incluimos esta clasificación en la estructura de los factores.

“While critical success factors can be apportioned to specific phases in the M&A process, and the links between them identified, of key importance is the ability of firms to manage the transition from preacquisition to postacquisition phase.”
(Gomes et al., 2013)

En estos términos (Gomes et al., 2013) manifiestan que la profundización de la **relación entre factores claves de éxito o fracaso en la fase de pre adquisición** puede mejorar el entendimiento de qué combinaciones de factores pueden tener más poder explicativo de los resultados de las operaciones y aseguran que **las combinaciones potenciales de factores no se han estudiado suficientemente** por la literatura. Según estos autores, lo mismo pasa con la pos adquisición, los investigadores centran la atención en las variables pre adquisición olvidando que es en la fase de post adquisición donde se genera valor, y son **pocos los estudios que examinan las interrelaciones entre los distintos factores claves en esta fase, que sin embargo si han venido siendo tratados de forma aislada y presentados como predictores universales de resultados de éxito**. Solo recientemente se han buscado relaciones entre factores de éxito en la pos adquisición, fundamentalmente entre estrategias de integración y la velocidad de la misma y la asociación entre el perfil de la alta dirección (internos o externos) y distintas estrategias pos adquisición, así como entre estrategias post-integración y cultura nacional, aunque aún queda mucho por hacer en el estudio de la **interacción entre los distintos factores claves en la fase pos adquisición**. Estos autores esquematizan los factores claves en las distintas y las relaciones entre ellos en el siguiente esquema:

FIGURE 1 Summary of Pre- and Postacquisition Phase-Critical Success Factors and Studies of Interrelationships

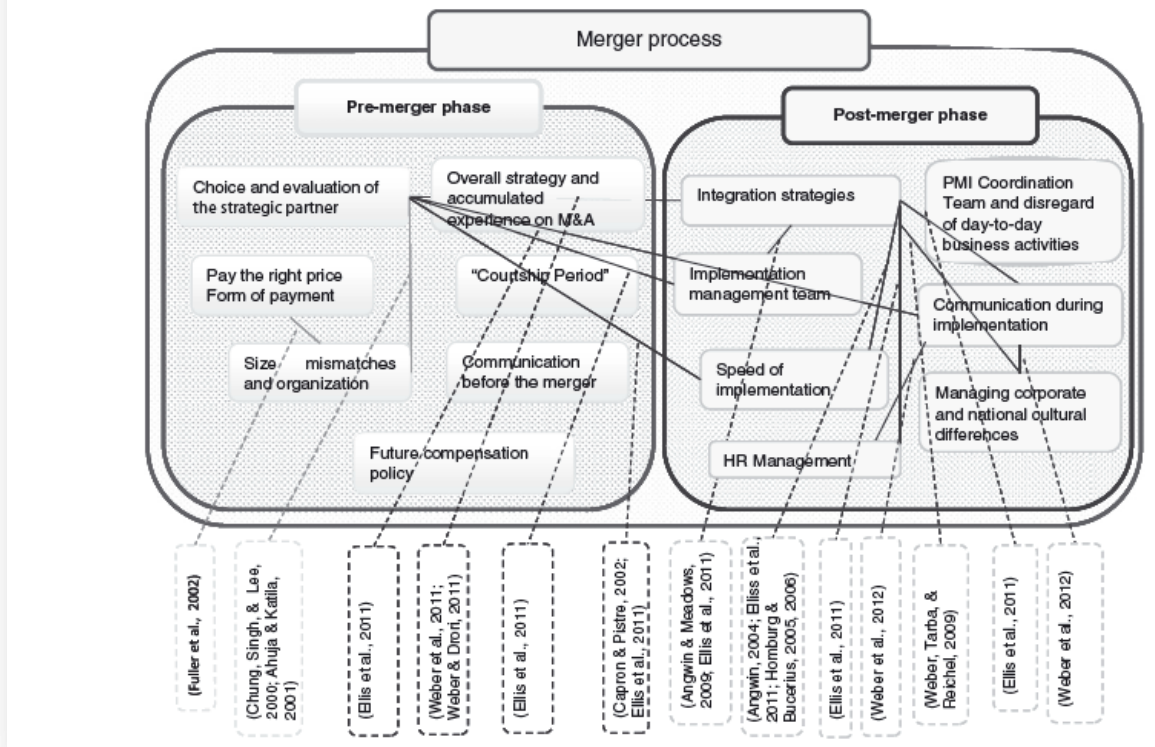


Ilustración 6 Factores críticos pre y post adquisición (Gomes et al., 2013)

Gomes et al (2013) propugnan la conexión entre factores críticos de éxito dentro de cada fase y a lo largo de las propias fases y que la discusión del valor de cada factor puede ser potenciada mediante la consideración de cómo puede influir y ser influido por otras variables críticas de éxito, tanto dentro como a lo largo de las fases del proceso de F&A.

Como ellos mismos citan, la falta de conexión entre variables pre y post adquisición en la investigación de F&A ha sido abordada recientemente por la literatura (Weber, 2011; Weber & Fried, 2011a; Weber, Tarba & Reichel, 2011; Weber, Teerikangas, Rouzies, & Tarba, 2011) y predicen que las importantes interrelaciones entre factores son una fuente de mejora en la investigación sobre F&A y los resultados de las operaciones, como puede ser el caso de la elección y evaluación del socio estratégico considerado como una estrategia de integración (Weber, Tarba & Reichel, 2011), que también está relacionado con la velocidad de integración y las diferencias culturales y que ha tenido incluso soporte empírico por lo que se refiere a la importancia del encaje entre la estrategia de integración y el análisis de sinergias potenciales y diferencias culturales en la etapa pre integración (Weber, Tarba & Rozen Bachar, 2011; Weber, Tarba, Stahl & Rozen Bachar, 2012).

El hecho de vincular el análisis de los factores de las etapas de pre y post adquisición cambia el enfoque de la literatura hasta el 2011, que había estado enfocada en el análisis

de factores relacionados con la pre adquisición o la post adquisición, pero como etapas separadas.

En esta línea ya King et al. (2004) indicaba que la literatura no ha identificado las variables que impactan en el performance de la adquirente y otros autores como (Papadakis, 2005) propugnan la visión multidimensional con el siguiente esquema:

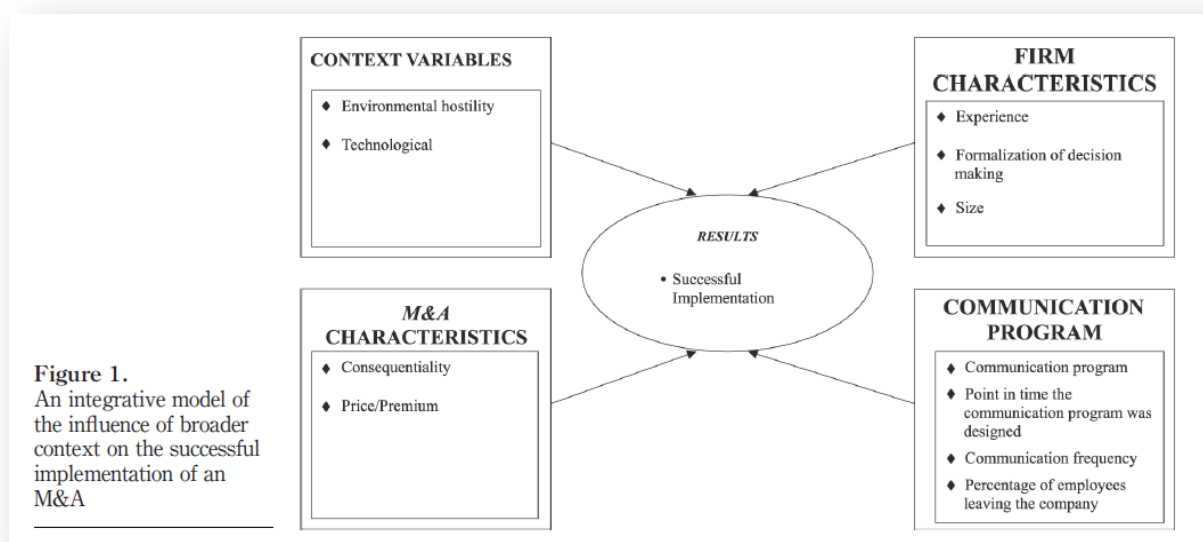


Ilustración 7 Modelo integrador de factores que influyen en el éxito de la implementación (Papadakis, 2005)

- **Variables de contexto:** la hostilidad del entorno es el factor más importante en la implementación de la F&A y el grado de cambio tecnológico no tiene un efecto significativo.
- **Características de la propia F&A:** la relación positiva entre el entendimiento previo de los cambios que supondrá la F&A y una exitosa implementación de la propia F&A. En este sentido indica que lo más importante no es tanto el precio pagado en la transacción sino cómo se maneja el proceso de integración.
- **Características de la empresa:** no considera la experiencia previa como determinante de éxito, salvo en condiciones especiales y a falta de experiencia la formalización de los procesos permite un establecimiento de prioridades más efectivo que redundaría en una mejor gestión del proceso de integración.
- **El programa de comunicación:** es uno de los factores que más significativamente contribuyen a la exitosa implementación de la F&A, como una de las herramientas más útiles para invertir la atmósfera negativa e introducir el espíritu de equipo hacia una visión común y en general para conseguir un proceso de implementación exitoso. La comunicación ha de ser frecuente para crear un clima tranquilo de trabajo, un entendimiento de las diferencias culturales y crear una visión común. Por otra parte la retención del talento es un ingrediente crítico en el éxito de la operación, por lo que a mayor rotación tras la F&A mayor fracaso.

Es importante **incorporar el contexto en el estudio de las operaciones de F&A.** (Wan & Yiu, 2009) lo hacen, demostrando que las empresas pueden capitalizar las oportunidades creadas por los cambios, no deben ver los cambios de entorno como necesariamente peligrosos o destructivos, sino que pueden identificar nuevas oportunidades y cambiar sus estrategias para capitalizar las oportunidades creadas por los propios cambios. Ellos mismos citan cómo lo describen otros autores: “Enfocar la decisión de F&A solo en los aspectos financieros es como tocar el piano solo con las teclas blancas ignorando las teclas negras y los pedales” (Gunter, Stahl & Mendelhall, 2006), si bien lo matizan “aunque enfocándose en la parte soft de la organización, una parte significativa del piano aún queda por tocar”.

(Gunter, Stahl & Mendelhall, 2006) plantean que a pesar de que parece haber un consenso creciente en buena parte de los temas críticos, como que la eficacia de la gestión durante el proceso de integración es más determinante que los factores previos, que los factores socioculturales deben ser incluidos en el proceso de *due dilligence*, que el nivel de integración deseada tiene efecto significativo en los procesos de post integración, muchas de las paradojas inherentes a los procesos de F&A siguen aún sin resolver. Estos autores puntualizan que, en realidad, los mismos dilemas y paradojas que fueron identificados a finales de los 80s, incluyendo la capacidad de gestión de la cultura organizativa, las tensiones en torno a la adecuada velocidad de integración y las dificultades que surgen cuando las combinaciones son realmente estratégicamente relevantes (Buono & Bowditch, 1989; Buono, Weiss & Bowditch, 1989) siguen aún sin ser resueltas.

Para (Sherman, 2009) el mayor reto para el adquirente es la integración de los recursos humanos de las dos compañías, las culturas corporativas, los sistemas de información, los métodos contables y las prácticas financieras y temas relacionados, como el determinar cuántos empleos serán eliminados, decidir quién se va y quien se queda y en qué posición. Otro reto para él es el determinar la rentabilidad de los clientes, contando con que a los proveedores suele prestárseles menos atención que a los clientes. Para este autor la localización es un factor determinante y puede provocar rotación adicional, en definitiva una transición tranquila y bien planificada es clave.

(Megginson, Morgan & Nail, 2004) incorporan la variable del *corporate focus* en los resultados de las F&A (en términos de la relatividad o no de las líneas de negocio), como primer determinante de los resultados a largo plazo, seguido de la forma de pago. **Las operaciones *focus-decreasing* terminan en unos resultados negativos a largo plazo, y las que mantienen o incrementan el foco tienen mejoras marginales en sus resultados a largo plazo.**

En este sentido (King, Dalton, Daily & Covin, 2004) en su meta análisis de factores de éxito recogidos en la literatura hasta la fecha, convienen que uno de los determinantes de éxito o no puede ser el **tipo de operación de que se trate en términos relativos adquirente-adquirido, es decir adquisiciones por conglomerados vs adquisiciones relacionadas**

("related acquisitions"). Según ellos indican, los conglomerados se definen en la literatura de gestión estratégica como aquellos que presentan significativa diversificación de producto-mercado. En la definición de *la Federal Trade Commission* Americana (FTC) son aquellas adquisiciones de compañías no relacionadas, en diferentes mercados geográficos o compañías cuyos productos no compiten directamente con los de la compañía adquirida. En este tipo de operaciones algunos estudios indican que suelen tener relacionado un factor descuento de en torno al 13-15 por ciento menos de valor que la suma de sus segmentos hubieran tenido de forma independiente (Berger, et al, 1995), lo que puede responder al hecho de que hay más incertidumbre en predecir el cash flow de distintas unidades agregadas. La literatura les atribuye un impacto positivo en los resultados generales al suponerles una competencia de integración que les permite crear en lugar de simplemente adquirir valor a través de F&A, lo que viene a llamar "efecto conglomerado" (por ejemplo, Agrawal et al., 1992; Lubatkin, 1987). En el caso de las adquisiciones relativas, definiendo relativo en términos de similitud de recursos o producto-servicio, la literatura (por ejemplo, Capon et al., 1988; Kusewitt, 1985; Palich, Cardinal, & Miller, 2000; Rumelt, 1974, 1982) sugiere que van ligadas a unos mejores resultados post adquisición. El hecho de que los negocios estén relacionados permite a los gestores de la firma adquirente emplear de forma efectiva su lógica dominante o conceptualización de éxito requerido en el negocio adquirido. La familiaridad con la industria puede eliminar o disminuir significativamente la necesidad del adquirente de aprender el negocio de a adquirida y facilitar el proceso de aprendizaje *per se* (Hitt, Harrison, & Ireland, 2001)

(Homburg & Bucerius, 2005) introducen los efectos en los resultados post-fusión de la **integración de marketing** en el proceso, el impacto de los resultados en el mercado tras la operación tiene un impacto mucho mayor sobre los resultados de la operación del que tienen los ahorros de costes (Larsson & Finkelstein 1999). La velocidad de integración es beneficiosa en términos de resultados en el mercado, en tanto que limita la incertidumbre de los clientes. Gran parte de los procesos de integración se caracterizan por la **orientación interna en detrimento de la orientación al cliente**, lo que puede ser una explicación de algunos fracasos. Muchas decisiones de marketing suponen un compromiso entre el ahorro de costes y la construcción de posiciones de mercado fuertes, por lo que según estos autores, un enfoque específico en marketing durante el proceso de integración permite un balance adecuado en lo que impacte a la posición de mercado que tiene más importancia en los resultados financieros que las reducciones de costes.

En la misma línea (Mishra, 2006) propone un enfoque integrado de creación de valor que combine aspectos de marketing junto con los puramente financieros, que son **complementarios** (la creación de valor en las F&A depende de la complementariedad de los recursos de las empresas combinadas (King et al. 2004) que argumentan que son las diferencias en recursos más que las similitudes las que conducen a la generación de las sinergias y por tanto a la creación de valor) y **relativos** ((Chatterjee & Wernerfelt, 1991) & (Lubatkin, 1897)) como determinantes de resultados en las F&A horizontales. Mishra (2006) introduce el papel de las marcas y su impacto en los resultados post-fusión y el

impacto en la innovación en el desarrollo de nuevos productos en el caso de las fusiones horizontales y en nuevos procesos en el caso de las verticales.

En todo caso la habilidad de creación de valor para un target es heterogéneo entre los potenciales adquirentes (King, Slotegraaf & Kesner, 2008), lo que les puede permitir **superar problemas de intercambio de recursos** de forma más o menos exitosa, ya que las F&A pueden ser rentables como formas de acceso a recursos tecnológicos, ya que las F&A son uno de los métodos que las empresas utilizan para gestionar su cartera de recursos (Ahuja & Katila, 2001)(Capron & Pistre 2002) (Anand & Delios, 2002). En el caso de la industria del software (Léger & Quach, 2009) las características del portfolio de productos tiene impacto en la valoración del mercado (*Price/book value ratio*) de las empresas combinadas. A largo plazo el desempeño de las combinaciones de empresas de software está conectado a ciertos elementos atribuibles a sus redes virtuales (*virtual network effects*), que a su vez está asociado a la compatibilidad del software, aunque este es un factor que si consideran las empresas a la hora de plantear las operaciones de F&A pero no el mercado.

La integración es considerada otro factor crítico de éxito (Venema, 2015), puesto que las sinergias y los supuestos que justifican la decisión de adquirir solo se harán efectivos si el comprador integra efectivamente el target. La mayoría de los compradores fallan en el plan de integración adecuado o hacen un proceso de integración demasiado lento. Venema plantea las claves de un **plan de integración** que mejora las posibilidades de éxito de las operaciones, que pasan por empezarlos tan pronto la target se identifica, identificación de un *steering comité* de gestores senior que supervisen los esfuerzos de integración y el nombramiento de un responsable del plan de integración. Los planes han de estar alineados con los objetivos estratégicos de la transacción y deben tener en cuenta la organización y la cultura de target, proceder sistemática y rápidamente y respetar las normas antimonopolio. La incertidumbre sobre la seguridad en sus trabajos de los empleados que pueden ser redundantes es una fuente de ansiedad que puede tener consecuencias adversas para la organización, por lo que el plan de integración ha de asegurar que se tengan los beneficios de las sinergias lo antes posibles. Si la razón estratégica de la adquisición es añadir nuevas capacidades, el éxito de la transacción dependerá de retener a los miembros relevantes de target, por lo que el foco del plan de integración ha de ser el establecimiento de procedimientos de gobernanza sobre la target sin destruir las características que hicieron atractiva a target en un primer momento y utilizar planes de retención para las personas claves. El plan de integración ha de explicar cómo se realizarán las sinergias, de forma detallada con tareas y plazos, así como un plan de comunicación para reducir la ansiedad de los empleados y evitar temores en clientes y proveedores. Este autor propone un esquema de McKinsey desarrollado por Tom Peters y Robert Waterman, de siete aspectos internos de la organización que han de alinearse y reforzarse para conseguir el éxito de la operación, que se recoge como “*exhibit 3*”:

Por su parte Duncan & Mtar (2006) proponen su propio modelo de determinantes de éxito para operaciones internacionales, diseñado sobre la base de la gestión estratégica,

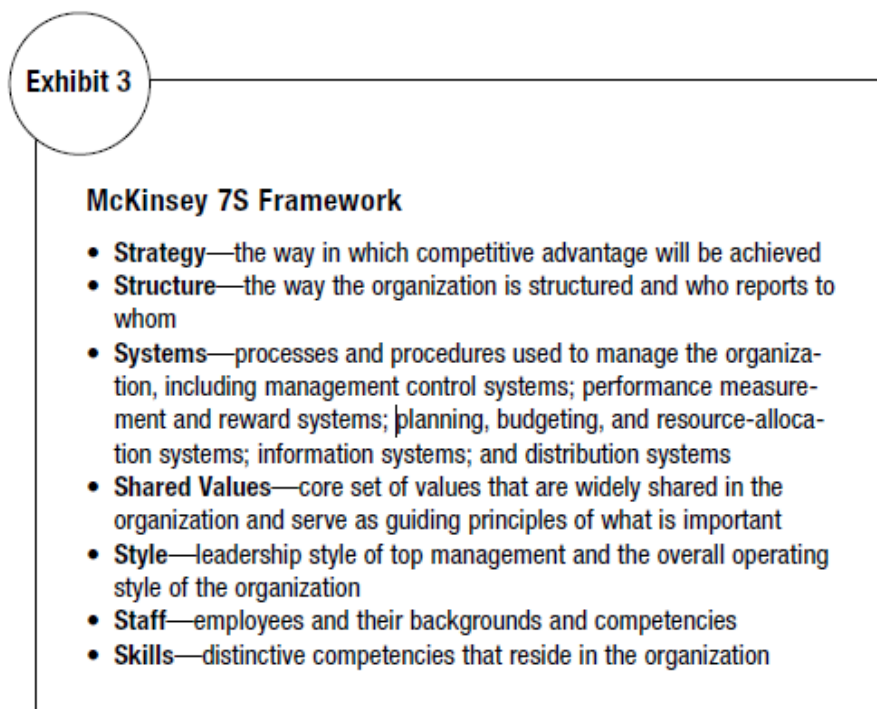


Ilustración 8 Esquema McKinsey de los 7 aspectos (Venema, 2015)

organizativa y las teorías del aprendizaje y muestran que el impacto del encaje cultural en los resultados de la operación es independiente del nivel de integración adoptado. La capacidad del adquirente de aprender de experiencias de adquisición previa es crítica para asegurar la gestión adecuada de las fases tanto pre como post adquisición.

Un estudio que recoge una relación exhaustiva de factores críticos de éxito y su mención en la literatura anterior, es el conducido por (Gomes et al, 2013) y lo hace para todo el proceso incluyendo pre y post adquisición, en el convencimiento de que se trata de factores transversales, como hemos mencionado al principio de este epígrafe. Estos factores son:

- para la fase pre-adquisición: elección y evaluación del socio estratégico (no solo encaje estratégico sino también encaje organizacional), pago del precio adecuado (prima y forma de pago), diferencias de tamaño y organización, estrategia general y experiencia acumulada en operaciones previas, el noviazgo, comunicación previa a la operación y política de compensación futura.
- para la fase de post-fusión: estrategia de integración, liderazgo post adquisición, velocidad de implementación, equipo de integración y el incumplimiento de las actividades del día a día del negocio, comunicación durante la implementación y la gestión de las diferencias culturales corporativas y nacionales.

La mayoría de estos factores se recogen en los siguientes epígrafes de este texto.

A continuación pasamos a analizarlos, clasificados en dos grandes grupos: *hard* y *soft*, es decir, factores *hard* aquellos susceptibles de ser medidos y cuantificables y tangibles, en contraposición de a los factores *soft*, más difícilmente cuantificables en tanto que se trata de percepciones, motivaciones y sentimientos.

4.1 FACTORES HARD

Son varios los factores hard que determinan las operaciones, aparte de los más recurrentes que tratamos en los siguientes epígrafes, detallamos primero aquellos específicos en que se centran algunos autores.

Uno de esos casos es el de la importancia de **los activos fijos** en las organizaciones que se fusionan y de la **localización de las oficinas centrales** (*Headquarters*), (**Cohen, 2010**) manifiesta que el ámbito geográfico de las operaciones físicas y los cambios esperados post-fusión, son determinantes del éxito en las F&A y por tanto el hecho de definir una estrategia a este respecto tiene beneficios a largo plazo tales como el control de costes, la generación de ingresos y la efectividad de la organización.

En este sentido, para el caso de las operaciones cross-border la distancia geográfica y el entorno legal son factores importantes, tal como analizan (**Kengelbach, Schwetzler & Sperling, 2010**) en un estudio de 1507 transacciones a nivel mundial. A nivel geográfico, aunque las diferencias no son muy marcadas por regiones, los resultados son mejores para targets en Europa y Usa que en Asia Pacific y ahí mejores que en las otras regiones, porque las sinergias se reparten sistemáticamente de forma distinta entre accionistas de adquirente y target, no solo por temas culturales, sino porque los mercados de capitales están menos desarrollados. Las transacciones entre países vecinos tienen mejores resultados que las que tienen lugar con países más lejanos (efecto negativo de país vecino), lo que se explica porque el adquirente no se beneficia tanto de una transacción cross-border con un país cercano, porque le podría servir desde su país de origen, por lo que ofrece una prima menor, que se refleja directamente en la reacción del mercado de capitales. Por otra parte, el patrón de reparto de las sinergias es distinto dependiendo del nivel de protección a los accionistas y el gobierno corporativo de las empresas involucradas, de modo que accionistas de empresas en entornos de reglas de gobierno corporativo más fuertes tienden a conseguir una proporción relativamente mayor, aunque solo en transacciones entre USA y Asia Pacific. En Europa las transacciones cross-border se comportan mejor cuando tienen lugar entre empresas de países que pertenecen a la misma "familia legal". En definitiva, según estos autores es un hecho que a pesar de que los mercados de capitales en el mundo tienden a estar más integrados, sigue habiendo diferencias significativas en los resultados de las transacciones de F&A respecto a donde tienen lugar y con quien es hecha y dichas diferencias tienen su base en la proximidad legal y geográfica.

Decisiones tomadas en determinados ámbitos funcionales tienen también impacto en los resultados de la operación, es el caso de los **sistemas de información (IS)**. (Mehta & Hirschheim, 2007) examinan el alineamiento entre los sistemas de información y el negocio en las decisiones de integración de los sistemas informáticos en el contexto de la fusión, e identifican los factores que modelan las decisiones de integración en sistemas. Concluyen que el alineamiento solo se produce dos o tres años tras la fusión, porque el alineamiento entre negocio y sistemas de información supone una preocupación menor para las organizaciones en las fases pre-fusión y el principio de la post-fusión y es solo más tarde en el proceso de integración cuando las organizaciones se replantean sus sistemas para alinearlos con las necesidades de negocio.

Las F&A de pequeño y mediano tamaño a menudo resultan en un ineficiente sistema de operaciones y el problema es la **integración previa de las operaciones existentes** de los diferentes procesos de negocio para hacerlo más eficiente y explotar las economías de escala, las metodologías estándar no son siempre adecuadas y es necesaria una que se **enfoque en la consolidación de procesos**. (Chen & Nuñez, 2010) desarrollan un modelo matemático para resolver el problema de integración mediante técnicas cuantitativas como optimización o simulación de MonteCarlo, consiguiendo mejorar los resultados generales de la compañía.

4.1.1 ELECCIÓN DE LA EMPRESA TARGET

“Las compañías (y sus asesores) deben hacer un mejor trabajo en la selección de candidatos, evitando enamorarse de la compañía target” (Lynch & Lind, 2006).

Una vez establecida la necesidad de una F&A el primer paso del adquirente (Gomes et al, 2013) ha de ser la elección de un socio estratégico en términos de sus fortalezas y debilidades, inversiones futuras, calidad del equipo gestor de target y la evaluación de barreras incluidas las diferencias culturales y las implicaciones de recursos humanos como la rotación de directivos, todo ello a través de un proceso diligente. La elección ha de hacerse en términos de encaje estratégico y encaje organizacional, puesto que este encaje es inductor de buenos resultados para la operación. (Wang et al, 2007) aportan que la similitud de recursos y complementariedad combinada con capacidades relacionales y socio-específicas hacen más proclive la elección de determinados socios.

Un factor determinante en la elección de target es la **complementariedad de los recursos de adquirente y adquirida** que pone de manifiesto (King et al, 2004) que en su meta-análisis, identificando que el hecho de que los recursos sean complementarios implica que existe una positiva interacción entre los recursos de adquirente y adquirida. En la medida en que los resultados post adquisición requieren la combinación de los recursos de ambas, si éstos son complementarios pueden tener un efecto multiplicativo que puede ser un marco de explicación de las sinergias. Ya otros autores (Harrison et al., 2001; King, Covin, & Hegarty, 2003) habían puesto de manifiesto que éste era un tema que requería mayor

investigación y otros como (Barney, 1988; Capron et al., 1998; Capron & Pistre, 2002; King et al., 2003) sugieren que la complementariedad de recursos puede ayudar a explicar los resultados observados y predecir resultados pos adquisición.

(Kim & Finkelstein, 2009) plantean **el efecto de las complementariedades en estrategia de producto y mercados geográficos** en los resultados de las F&A y consideran explícitamente el papel del perfil estratégico de la compañía en el valor potencial que puede ganar vía complementariedad. Aunque es posible determinar la adquisición en términos de grado de similitud entre industrias, un sondeo más profundo del grado de complementariedad en las estrategias de producto es también informativo, por ejemplo estudios recientes sobre diversificación muestran que diversificación intra-industria es ventajosa precisamente porque el contexto de industria única facilita compartir recursos dentro y a lo largo de las distintas líneas de producto (Li & Greenwood, 2004; Stern & Henderson, 2004). En estudios multi-sector este problema se complica, porque es aplicable la misma lógica: dos empresas pueden estar en sectores muy distintos pero su combinación puede beneficiarse de recursos y capacidades incorporados en la estrategia de cada una de las empresas.

Por otro lado similitud y complementariedad no deben ser vistas como teorías en disputa sobre los resultados de las F&A. Los resultados de las operaciones son función de la creación de sinergias tanto de la similitud como de la complementariedad (**Larsson & Finkelstein, 1999; Wang & Zajac, 2007**). Estos autores lo plantean en términos de ¿cómo de similares han de ser las dos empresas? Y concluyen que la clave es si los activos, recursos o estrategias de ambas empresas se refuerzan mutuamente cuando pueden potencialmente ser combinadas o reconfiguradas para crear valor, un valor que no existía en ninguna de las dos entidades originales y esto no necesariamente aplica solamente a dos compañías dentro del mismo sector, sino que también aplica entre sectores conectados y no solo producto sino también en otros casos, como la complementariedad funcional (i.e. entre investigación y distribución). En cualquier caso esto no es aplicable a todas las adquisiciones, sino que la relación entre complementariedad y resultados de la operación de F&A está moderada por atributos estratégicos de la adquirente (King et al. 2004) y están por identificar las condiciones preexistentes para que se dé el caldo de cultivo para que esto ocurra, que puede marcar la diferencia entre éxito y fracaso. En definitiva hay **dos dimensiones importantes de complementariedad: estratégica y de mercado y no se puede asumir que el adquirente está necesariamente bien posicionado para capitalizar la complementariedad.**

Pero también, según (Gorton, Kahl & Rosen, 2009) es función de variables relacionadas con la propia distribución de empresas dentro del mismo sector, así como del tamaño relativo de las empresas y la rentabilidad de la adquisición es función de este factor entre otros, como se detalla en el epígrafe de tamaño relativo.

Y de la posición relativa de las empresas que se combinan, según (O'Connor, 2006) los compradores en su búsqueda de fortalezas competitivas típicamente buscan compañías

con fuerte posición en sus mercados y grandes barreras de entrada. Cuando lo hacen buscando encaje, generalmente analizan si las dos compañías están alineadas y en que se complementan. Los factores a considerar en la búsqueda de target son: tasas de crecimiento, rentabilidad, capitalización de mercado, línea de productos, canales de distribución, competencias clave, ratios de productividad, filosofía de gestión y tamaño y tipo de los recursos humanos. Durante este proceso normalmente se pone el foco en el encaje estratégico global, dejando otros factores al riesgo del cierre de la operación y la integración, lo que puede suponer costosos errores.

También depende de la administración local correspondiente, ya que no todas las administraciones tratan las F&A de la misma forma (**Conybeare & Kim, 2010**), sino que se utilizan las leyes de control de las fusiones para discriminar penalizando las inversiones extranjeras, especialmente en cierto tipo de transacciones (por ejemplo particular aversión a inversiones en sector defensa). Las restricciones que los países ponen a las F&A se explican por características de los países de las targets, como renta per cápita, régimen democrático, tamaño y riesgo de mercado, grado de economía pública y estructura industrial: aunque democracia, riesgo y grado de economía pública se asocian con leyes de control de fusiones más restrictivas, estos atributos no discriminan en contra de las fusiones internacionales y países con renta per cápita alta, mercados grandes y leyes estrictas de control de F&A usan esta regulación para disuadir a adquirentes extranjeros.

(Hassan, et al., 2015) enfatizan en base a un estudio empírico sobre operaciones en Europa, la importancia de la evaluación de target, que es más profesional si es llevada a cabo por un tercero independiente. Es importante que los parámetros de valoración sean los adecuados para asegurar un proceso consistente de evaluación, además del hecho de que la evaluación de los resultados ha de estar suficientemente definida tanto durante la selección como durante la evaluación.

En todo caso la evaluación del target está relacionada con el resto del proceso, incluida la integración, ya que debe tener en cuenta las intervenciones post cierre planificadas y la **estrategia de integración que debe ser función del objetivo de la estratégica de la adquisición (Lemieux & Banks, 2007)** y los resultados de la due diligence, de lo contrario un adquirente puede estar pagando una prima excesiva por determinada target.

Estas consideraciones no son solo relevantes en términos de una posible prima, (Ghosal & Sokol, 2013) ponen sobre la mesa temas relacionados con el cumplimiento por parte de target de la normativa en todos los ámbitos, desde medioambientales, pasando por financieras y fiscales, hasta regulaciones específicas de sector o de país, que puedan redundar en futuras sanciones de todo tipo. En este sentido una transacción barata puede tener otras consecuencias si estos temas no son identificados en la due diligence previa.

4.1.1.1 LA VALORACIÓN DE LA TARGET

Según exponen (King, Slotegraaf & Kesner, 2008) el potencial de creación de valor y por tanto el precio que diferentes adquirentes estén dispuestos a pagar por un determinado target, será diferente en función de las diferencias en las inversiones previas de cada empresa para desarrollar recursos que interaccionarán con los recursos de target. En este sentido proclaman que **no hay un valor universal para la adquisición de un target determinado**, por lo que entender el potencial de creación de valor en cada caso mejorará o evitará la “maldición del ganador” (“*winner’s curse*”) en las ofertas por los targets.

Mientras que Rhodes-Kropf, Robinson, & Viswanathan (2005) mantienen que los activos de la target son, en promedio, valorados por debajo de los de la adquirente y que esta valoración es mayor que el promedio en su entorno, lo que sugiere que el grande compra al menos grande (*high buys less high*), refinando el clásico grande compra bajo (*high buys low*), en 2008 (**RHODES-KROPF & ROBINSON, 2008**) dan un paso más afirmando que, en términos económicos, adquirente y target son bastante similares. Las teorías anteriores no implican convergencia entre valor de mercado y contable (*market to book ratios*) de adquirente y target. Las teorías de la subvaloración (Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2004) & (Shleifer & Vishny, 2003 citado) sugieren que esos valores son altos en promedio y otros (Jovanovic & Rousseau, 2002) sugieren lo contrario: la firma con mayor *market to book* comprará el target de menos. En un escenario de equilibrio de las operaciones los ratios market-to-book son determinados endógenamente por futuras fusiones esperadas y su respectivo poder de negociación en esas operaciones, en lugar de un modelo en que son tomados como determinados por un patrón específico. Este análisis se estructura en torno a varios elementos básicos:

- Búsqueda y escasez: las empresas buscan mejorar su combinación de activos, que no se puede conseguir de otro modo más que a través de la combinación de activos, mediante la puesta en control común para conseguir las sinergias de su combinación.
- Cuando encuentran un socio aceptable para esta combinación, entran a negociar sobre el excedente generado por la potencial combinación de activos que supondría la fusión.

Por tanto **el ratio market-to-book tiene dos partes, una del valor individual de la empresa y otra del valor actual neto (NPV) de la futura operación**. El primero relacionado con las habilidades o calidad de las características inherentes a la empresa, pero el relativo a la fusión es fruto del poder de negociación relativo de las empresas en la operación, y no de oportunidades de inversión inherentes a la nueva empresa combinada. Esto se debe a que las operaciones de F&A han de ser negociadas, al contrario que otro tipo de oportunidades de inversión y por tanto lo que cada parte recibe depende de su posición de negociación, que a su vez depende de la habilidad de cada una para encontrar otro posible socio para la operación. Y mientras que la escasez determina como se reparte el excedente en la

operación, la complementariedad de activos determina cuanto se crea, que será mayor cuanto mejor sea el encaje entre los dos socios en varios sentidos: producción, tecnología o cultura. Esta teoría de la complementariedad se enfrenta con la clásica de que el adquirente reemplaza una mala gestión de la target o un mal uso de sus activos.

(RHODES-KROPF & ROBINSON, 2008) en contra de la creencia general que sugiere que empresas de alto valor de activos compran a los de pequeño valor, mantienen que la interpretación adecuada es que empresas con valoraciones de compra de activos similares compran otras: en vez de el grande compra al pequeño, **la compra tiene lugar entre equivalentes** (*instead of high buys low, like buys like*), lo que implica que las F&A muestran **un encaje selectivo, resultado de la complementariedad de activos y la búsqueda de coste efectividad**. La complementariedad de los activos genera sinergias, pero la escasez y las búsquedas costosas determinan cómo ese margen se reparte entre las dos empresas implicadas.

Pero el equilibrio de mercado se manifiesta en la forma en cómo las empresas son vendidas (Boone & Mulherin, 2007): unas empresas solicitan varias ofertas mientras que otras negocian con un solo socio, lo que refleja que la escasez percibida de activos y el deseo potencial de encontrar el activo complementario óptimo lleva a las empresas a solicitar un número óptimo de ofertas de fusión.

La explicación a los pobres resultados de los oferentes, que (Rau & Vermaelen, 1998) atribuyen a la “maldición del ganador” (*winner’s curse*), la sobrestimación de los beneficios económicos potenciales de las operaciones, **(Lau & Proimos, 2010)** señalan que pueden responder a una mala consideración de los costes de asesoramiento y transacción y la sobrestimación del valor presente de los futuros retornos económicos de las sinergias operacionales y financieras. Y confirman lo que Roll (1986) indicaba acerca de que puede atribuirse a motivaciones no financieras como *hubris*, incremento del poder, control y riqueza: una vez la transacción ha dado comienzo algunos oferentes pueden querer ganar a toda costa, incluso a costa de los mejores intereses de sus accionistas. El autor asegura que tanto el equipo gestor como sus asesores fallan en estos casos en la evaluación de las expectativas de las condiciones de negocio, flujos de caja, cambios tecnológicos no anticipados, due diligence incompleta o no adecuada, errores en la integración de las dos compañías y temor de ser considerados el perdedor. Los asesores a los gestores de la oferente tienen la obligación de evaluar la oferta para determinar si los resultados serán positivos, la razón del fracaso en esta estimación puede ser que, tanto la remuneración del asesor como la del gestor, están vinculados al cierre de la operación. Lo que pone sobre la mesa cuestiones como la división de responsabilidades entre los gestores y sus asesores o a quien sirven realmente los asesores, si a los gestores o a los accionistas.

(Campa & Hernando, 2004) ponen de manifiesto que la reacción de los mercados de valores al anuncio de una F&A refleja los cambios esperados en los futuros cash-flows que recibirán los accionistas de las firmas involucradas y como tal representa el valor esperado

de la operación. Los accionistas de las empresas target reciben en promedio resultados positivos y significativos desde el anuncio de la operación, mientras que por el contrario, los accionistas de las adquirentes los resultados fueron significativamente negativos, lo que es consistente con investigaciones anteriores (Bruner, 2002).

4.1.2 EL TAMAÑO IMPORTA

Son varios los estudios como (Homberg, Rost & Osterloh, 2009) y (Alexandridis, Fuller, Terhaar & Travlos, 2013) que hacen referencia al tamaño, tanto en términos absolutos como de comparación entre adquirente y target en la capacidad de explotar cada tipo de sinergia, pero el tema del tamaño es recurrente a lo largo de la literatura en distintos enfoques, en cuanto al tamaño de la operación en sí y de las empresas involucradas en términos absolutos y relativos, que pasamos a tratar en los siguientes epígrafes.

4.1.2.1 EL TAMAÑO DE LA OPERACIÓN

El tamaño también importa: las adquisiciones pequeñas se pueden considerar “incorporaciones” que pueden tener lugar sin un cambio significativo en la organización adquirente (Chatzel & Saint-Onge, 2007) y no suponen el mismo tipo de retos o posibilidades ni en el proceso de adquisición ni en el de integración que las grandes. Por tanto algunos autores (Nogeste, 2009 cita a Chatzel et al) consideran que no se deben considerar iguales en términos de dinámicas y requerimientos.

Por otro lado Moeller *et al.* (2004) documentan que el foco en las grandes operaciones puede proporcionar una imagen incompleta del impacto de las adquisiciones en la riqueza de los accionistas, ya que las grandes adquisiciones tienden a ser menos rentables que las más pequeñas.

4.1.2.2 EL TAMAÑO DE EMPRESA

En relación al tamaño de las empresas encontramos varias afirmaciones de diversos autores, como:

“más grande no es siempre mejor “(bigger is not always better) (Shelton, Hall & Darling, J.R., 2003)

“big is better but not always”, “large firms are more likely to merge than small firms” (Buehler, Kaiser & Jaeger, 2006)

“los negocios pueden conseguir más rentabilidad siendo mejores, o más planos (leaner) o más profundos o más concentrados, sin crecer en tamaño para ser más grandes”. El tamaño tanto en negocios como en la vida puede implicar falta de foco, demasiada complejidad y al final demasiado amplio para ser controlable. Tenemos que saber cuándo grande es suficientemente grande” (when big is big enough). (Handy, 1998)

“We have shown that small firms fare significantly better than large firms when they make an acquisition announcement. Overall, the abnormal return associated with acquisition announcements for small firms exceeds the abnormal return associated with acquisition announcements for large firms by 2.24 percentage points. Except for acquisitions of public firms paid for with equity, small firms gain significantly when they announce an acquisition. Large firms experience significant shareholder wealth losses when they announce acquisitions of public firms irrespective of how the acquisition is financed. There is no evidence that the size effect is reversed over time. Large firms offer larger acquisition premiums than small firms and enter acquisitions with negative dollar synergy gains. The evidence is therefore consistent with managerial hubris playing more of a role in the decisions of large firms.” (Moeller, Schlingemann & Stulz, 2003)

“Small companies earn returns about 2.45% larger than those of large companies over the three-day event window around the announcement of an previous term acquisition next term. Our empirical findings prove that the previous term size next term effect holds over a number of different time periods and exists independent of (i) the method of payment, (ii) the organizational form of the target company, (iii) the nature of the deal, (iv) the geographic scope and (v) the mode of previous term acquisition” (Kräussl & Topper, 2007)

Otros autores como **(Offenberg, 2009)** indican que las empresas más grandes son más proclives a ser objeto de compras disciplinarias que las empresas más pequeñas y más cuanto más grandes. Por otra parte la evidencia sugiere que los consejos son menos efectivos como agentes disciplinarios en empresas pequeñas, porque la rotación que penaliza al CEO es más habitual en las empresas más grandes. En definitiva los managers de las empresas grandes continúan haciendo las peores adquisiciones a pesar de la evidencia de que son más fácilmente penalizados por hacerlo.

(Homberg, Rost & Osterloh, 2009) proclaman que el tamaño absoluto del adquirente es extremadamente importante, puesto que adquirentes más pequeños son más proclives a rentabilizar una F&A, porque tienen más recorrido de crecimiento, demostrando que el crecimiento está naturalmente limitado.

Y en esta línea **(Park & Jang, 2011)** mantienen que el tamaño también impacta en el crecimiento de la empresa post-F&A. Mientras que estudios anteriores muestran una **relación negativa entre tamaño de la empresa y su crecimiento**, indicando que las empresas pequeñas normalmente crecen más rápidamente que las grandes, tal relación es no lineal (Rodríguez et al., 2003), lo que se explica por el concepto de la curva de coste promedio a largo plazo con distribución en forma de L, con lo que empresas pequeñas experimentan un rápido decrecimiento de coste, que se convierte en un efecto positivo

para el crecimiento, mientras que las empresas grandes tienen una curva de costes casi invariable y por tanto su potencial de crecimiento a partir de la curva de costes no mejora mucho.

El efecto tamaño puede presentarse también de forma indirecta: (Moeller et al., 2005) Los compradores obtienen peores resultados cuando los activos están localizados en un país diferente (operaciones cross-border), la investigación sugiere que estos peores resultados pueden ser explicados por problemas de agencia en los compradores involucrados en estas operaciones, pérdidas que pueden ser explicadas porque este tipo de compradores sean de mayor tamaño y por tanto más susceptibles de sufrir problemas de agencia.

En general el tamaño de las empresas en liza, según concluyen (**Alexandridis, Fuller, Terhaar & Travlos, 2013**) es determinante de los resultados de la operación. Estos autores documentan las siguientes conclusiones:

- Adquisiciones de objetivos grandes están asociados con primas significativamente más bajas
- Operaciones grandes normalmente no van asociadas a pagos en exceso ni primas elevadas, relacionado con la complejidad de las propias ofertas
- A pesar de que las primas sean más bajas y la posibilidad de sobrepago pequeña, la adquisición de target grandes destruyen más valor para los adquirentes

Sus conclusiones sugieren que las grandes adquisiciones son más propensas a fallar en la consecución de las sinergias esperadas y que la complejidad adicional relacionada con este tipo de transacciones tiende a pesar más que los beneficios potenciales de pagar menos.

4.1.2.3 EL TAMAÑO RELATIVO DE TARGET Y ADQUIRENTE

En términos de tamaño relativo entre adquirente y target, la literatura predica que la similitud **en términos de tamaño de la organización juega un papel importante en la elección de los socios adecuados** (Gomes et al, 2013), sin embargo la evidencia, también según estos autores, sugiere que la compra de empresas más pequeñas en relación con el adquirente puede dar lugar a resultados sub-óptimos y viceversa, la compra de empresas muy grandes en relación con el adquirente puede también llevar a malos resultados (Kitching, 1967; Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2004). Las razones, según (Gomes et al, 2013) pueden ser, en el primer caso que tiende a ser ignorada la post adquisición o atraer demasiada atención a ojos de gestores de otras partes de la entidad adquirente, y en el segundo hay injerencias en la lucha por el poder político cuando cada organización lucha por el dominio. En términos de la selección de target, la similitud de tamaño es favorable (Ahuja & Katila, 2001; Chung, Singh, & Lee, 2000) y empíricamente mostrado por (Finkelsein et al, 2002) y es también el caso de adquirentes pequeños y adquiridos pequeños (Moeller et al., 2004), así como de adquirentes pequeños y adquiridos grandes (Tuch & O'Sullivan, 2007).

Por otra parte **el tamaño influye en el comportamiento de los adquirentes**, según Moeller et al. (2004) los adquirentes pequeños tienden a tener resultados positivos y los grandes negativos, esta diferencia puede deberse a que adquirentes pequeños normalmente compran empresas relativamente grandes, pero grandes adquirentes tienden a comprar empresas relativamente pequeñas. Este ratio de tamaño relativo entre adquirente y adquirido es un factor crítico para los resultados de las F&A. Por otra parte operaciones que implican targets relativamente grandes generan más sinergias, por lo que es lógico considerar el tamaño relativo en las F&A en relación al crecimiento, porque una operación relativamente grande puede implicar crecimiento más rápido: una F&A puede contribuir más al crecimiento de un adquirente pequeño que lo haría al crecimiento de uno grande. Sin embargo la integración post F&A sería más rápida para adquirentes grandes con targets relativamente pequeños, porque tienen más capacidad para absorberlo, en general la capacidad del equipo gestor y la experiencia de los pequeños adquirentes no sería suficiente para realizar las sinergias en comparación con un adquirente grande, con lo que la post-integración será normalmente más lenta para los pequeños adquirentes que para los grandes, aunque se espera que consigan mayores sinergias en términos de crecimiento por el tamaño relativo de la operación, adquirentes grandes realizarán las sinergias más rápido.

Sin embargo, en un análisis de operaciones europeas, en el caso de tamaños relativamente grandes y empresas bastante homogéneas entre sí (**Goergen & Renneboog, 2004**), en contra de la investigación anterior, concluyen que el tamaño de target en relación con el oferente no tiene impacto en la generación de valor.

Y por su parte (Gorton, Kahl & Rosen, 2009) manifiestan que el tamaño relativo de las empresas dentro de una industria / sector es determinante para la propensión y la rentabilidad de las operaciones en los siguientes términos:

- Las F&A son más rentables en industrias en que las empresas más grandes lo son respecto a las otras empresas.
- En industrias con más empresas de tamaño medio es más probable que se den F&A

Y establecen que el tamaño de la empresa es un determinante importante de la actividad en F&A en industrias con economías de escala, en dos sentidos:

- Porque el equipo gestor quiera incrementar el tamaño de la empresa y por tanto reducir la probabilidad de ser comprado, y de esta forma preservar sus beneficios personales y control, terminando en operaciones que no son rentables.
- Para ser mayor y posicionarse como un target más atractivo, operaciones de posicionamiento que si son rentables.

En este sentido concluyen que la estructura de la industria, en tanto distribución de tamaño de las empresas en la industria, es un determinante de la posibilidad de operaciones de F&A:

- Industrias compuestas de muchas empresas de tamaño similar a la más grande son propensas a olas de operaciones defensivas si los managers se preocupan mucho sobre sus propios beneficios de control.
- Industrias en que hay una empresa dominante son menos propensas a olas de adquisiciones no rentables.
- Industrias con muchas pero no todas las empresas del mismo tamaño, las fusiones son más probables porque tienen lugar cuando hay beneficios personales altos y bajos.

Y que la rentabilidad de las adquisiciones tiende a disminuir con el tamaño del adquirente, porque grandes adquirentes tienden a pagar sobreprecio mientras que los pequeños tienden a comprometerse solo en adquisiciones rentables. Empresas de tamaño mediano lo hacen en ambos tipos de operaciones. En general la carrera por el tamaño lleva a adquisiciones rentables, pero si los beneficios personales son altos esto puede inducir a grandes empresas a adquisiciones no rentables. Según estos autores esto puede explicar el por qué algunos adquirentes pagan sobreprecio en promedio y por qué las fusiones tienen lugar en olas. La teoría genera muchas implicaciones testables empíricamente, algunas de estas predicciones son consistentes con la evidencia empírica disponible, como la correlación negativa entre los resultados del adquirente en el momento del anuncio y su tamaño (Moeller, Schlingemann & Stulz, 2004) así como los resultados negativos del adquirente en adquisiciones defensivas (Louis, 2004), sin embargo piden cautela en las extrapolaciones porque el concepto de tamaño relativo no coincide con el de tamaño absoluto manejado por la literatura empírica, aunque ambos están correlacionados.

(Gorton, Kahl & Rosen, 2009) entienden que se trata de un cambio de régimen que crea sinergias potenciales, y hace más probable que futuras fusiones creen valor, con targets mayores siendo socios más atractivos dadas las economías de escala. Como consecuencia el tamaño de la empresa constituye un determinante importante para la determinación de los target. El modelo asume que una empresa solo puede comprar otra menor que ella, pero en realidad hay razones para que raramente una empresa compre otra mayor, porque tal operación es más difícil de financiar, consiguiendo fondos y añadir deuda puede incrementar las probabilidades de problemas financieros y sus gestores serían más proclives a perder sus empleos (Gilson, 1989) y adquirirla con emisión de nuevas acciones diluiría la propiedad del adquirente en la empresa combinada y quizás supondría la pérdida del control. Estas dificultades para adquirir compañías mayores puede explicar el por qué en la mayoría de las F&A el adquirente es considerablemente mayor que el target y por qué **la probabilidad de ser target disminuye en la medida en que la empresa aumenta de tamaño** (i.e. Hasbrouck (1985) & Palepu (1986)).

También en términos de impacto en las cotizaciones el tamaño relativo de adquirente y target es relevante a efectos de los beneficios de la combinación final, según indican (Bhagat, Dong, Hirshleifer & Noah, 2005), de forma que la adquisición de un target más

pequeño que el oferente, en promedio crea menores incrementos de valor, medido como una parte del valor combinado, que la operación entre empresas de tamaño similar.

4.1.3 LAS SINERGIAS

Sirower (1997) definió sinergia como el incremento en competitividad y flujos de caja resultantes más allá de lo que las dos compañías podrían conseguir independientemente. **Sinergia implica que hay un beneficio común (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001) resultado de una combinación única entre target y adquirente, del que no pueden apropiarse adquirentes que compiten entre ellos.** Las sinergias son la principal motivación para las F&A (Goergen & Renneboog, 2004) y targets y oferentes comparten los beneficios e incluso benefician a los consumidores (Weston et al., 2004).

Sin embargo según (King et al., 2004) el alto nivel de abstracción conceptual introducido mediante la construcción de modelos de investigación de resultados posteriores a la adquisición en el concepto de sinergia, en lugar de sus determinantes más específicos, puede haber contribuido a la dificultad de los investigadores para crear modelos que acumulen suficiente soporte empírico.

La investigación demuestra que los gestores no pueden dar por hecho que las sinergias pueden ser generadas y los beneficios incrementados simplemente por hacer F&A (**Kumar & Bansal, 2008**). De hecho es aún tema de debate entre los académicos el hecho de si los accionistas de la empresa adquirente experimentan efecto riqueza por las F&A (Weston et al., 2004)

Los accionistas deben ser prudentes ante las promesas de creación de valor en una fusión con sinergias (**Kürsten, 2008**) porque pierden en fusiones no sinérgicas y no necesariamente ganan aunque las sinergias sean positivas, salvo que excedan cierto nivel crítico, aparte de otras sinergias puramente financieras que pueden tener lugar en paralelo.

Las sinergias tienen lugar cuando la combinación de partes en una nueva organización puede conseguir más ingresos, más eficiencia o más de ambos que las partes por separado como unidades independientes (**Chatterjee, 2007**), pero esas sinergias **no se consiguen por la mera adición de nueva tecnología o talento**, especialmente cuando los procesos mediante los que las actividades interconectadas incrementan la eficiencia o el valor a los clientes son complejas. En la mayoría de los casos esas operaciones complejas de negocio fueron desarrolladas internamente y a lo largo de un periodo de tiempo. **El tamaño relativo juega un papel** en este caso, ya que un adquirido pequeño es poco probable que consiga cambiar el modelo de negocio del adquirente mayor, y las fusiones entre iguales son mucho más complejas en general por las dificultades para la integración.

Aunque constituyen un motivo clásico para entrar en F&A (**Sherman, 2003**), son a menudo el resultado de errores clásicos, como la **falta de la planificación adecuada**, un calendario

agresivo para el cierre de la operación, un error al valorar posibles problemas en la integración o la **falta de realismo en la estimación de las sinergias o que sean no conseguibles**. La premisa de las sinergias es que “el todo será mayor que la suma de las partes” pero la búsqueda de las sinergias puede ser difícil, especialmente si no hay la adecuada comunicación entre comprador y vendedor, que conduzca a un buen entendimiento sobre lo que el comprador está realmente comprando y lo que el vendedor realmente vendiendo.

De hecho las dos empresas operando juntas pueden generar un mayor output (sin incrementar los costes de producción) que la suma de los output de ambas cuando operan individualmente (**Lambrecht, 2004**), pero **el aumento de output** puede ser consecuencia de sinergias operacionales puras (como la fusión de dos equipos complementarios de I+D que supongan un incremento de la productividad en investigación) o **puede ser consecuencia de que la empresa fusionada es más competitiva y atractiva de clientes que sus rivales** (por ejemplo dos empresas de telecomunicaciones que al fusionarse mejoren la calidad y el tamaño de su red de cobertura, haciéndola superior a las redes de sus rivales). El output extra puede ser vendido a su precio de mercado y por tanto el beneficio de la fusión, o sinergia, es una función creciente del nivel de demanda.

Las sinergias son complejas de establecer y dependen de una variedad de factores adicionales, como características del país o el efecto tiempo. (**Homberg, Rost & Osterloh, 2009**) introducen indicadores como la transferencia de conocimiento y la combinación de habilidades, para complementar las métricas contables y métricas en base al mercado, porque recogen de esta forma el desempeño de la operación en términos de conocimiento e innovación, que pueden ser las bases de una ventaja competitiva sostenible.

En términos expresados por (**Chatterjee, 2007**) las operaciones sinérgicas pueden, en teoría, crear una ventaja competitiva cuando su complejidad las hace difíciles de imitar por un potencial competidor, pero esa misma complejidad condiciona los problemas de integración, normalmente por una mala estimación de los problemas de integración y las dificultades a afrontar, lo que hace que muchas sinergias planificadas no lleguen a materializarse, como es el caso por ejemplo de las promociones cruzadas que se espera generen ventas adicionales.

Las F&A sinérgicas son proclives a ser excesivamente costosas y generar problemas de integración, para mitigarlo (**Chatterjee, 2007**) indica:

- La necesidad de evitar presiones para llegar a un acuerdo, aunque el proceso de oferta sea competitivo.
- Las operaciones dentro de la misma industria son menos arriesgadas, porque ambas partes conocen el negocio y las dinámicas de la industria.
- Las sinergias en reducción de costes son más fáciles que las de incremento de ingresos, puesto que si se basa en la consolidación de capacidad en un mercado o industria, los incrementos en ingresos vendrán a través de las dinámicas de oferta y

demanda (en general las operaciones consideradas más exitosas son las que tienen lugar por consolidación horizontal dentro de una misma industria motivadas por reducción de capacidad), mientras que en el caso de operaciones relativas las mejoras en ingresos se esperan a través de ventas cruzadas y coordinaciones interfuncionales.

- Clarificar las fuentes de incremento de ingresos, en las operaciones entre relativos (en contraposición a las financieras y horizontales), puesto que es altamente arriesgado basar la operación en este tipo de sinergias. Un enfoque alternativo para mitigar dicho riesgo sería usar la F&A como último recurso, intentando utilizar otros mecanismos contractuales para conseguir estas sinergias.
- No empeorar una mala situación: si la prima pagada resulta excesiva a la vista de dificultad de conseguir materializar las sinergias proyectadas para justificarla, hay que evitar intentar forzar la operación para conseguir un beneficio rápido, porque puede suponer que la target pierda en relación a sus competidores y la operación supondrá aun mayor pérdida de valor.

Aunque identifica casos especiales (**Chatterjee, 2007**):

- Adquisiciones oportunistas: haya o no sinergias, suelen ser aventuras específicas donde no es aplicable la experiencia previa, cualquier tipo de ventaja en la información de que se disponga será un amortiguador que compense el haber pagado demasiada prima.
- Ofertas hostiles: no dependen de la consecución de sinergias, sino de la oportunidad a corto plazo de crear valor mediante la reestructuración del adquirido, en ocasiones en base a experiencias previas. Normalmente las que consiguen mejores resultados son las que crean valor mediante una combinación compleja entre adquirido y adquirente, en consecuencia recomienda no acometer operaciones hostiles sinérgicas.

En las operaciones cross-border (**Seth, Song & Pettit, 2000**) las sinergias pueden estar asociadas a las diferencias entre países de la efectividad de los sistemas de gobierno corporativo. Una posible fuente de beneficios en las operaciones internacionales proviene del hecho de que el coste de agencia varia sistemáticamente entre países (como resultado de la variación en la efectividad de los sistemas de gobernanza corporativos) y adquirentes extranjeros tienen experiencia específica (en relación a los adquirentes domésticos) en reducir el coste de agencia.

(**Hietala, Kaplan & Robinson, 2003**) muestran que a menudo no es posible usar los movimientos en la cotización de adquirente y target para inferir la estimación que el Mercado hace de las sinergias, el sobrepago del adquirente y cambios en los valores de las dos empresas. Solo hay dos casos en que es teóricamente posible usar los precios de las acciones de adquirente y target para obtener la estimación del mercado del sobrepago y

las sinergias: cuando hay un único oferente que hace un intento sin éxito de compra y cuando un concurso incluye dos oferentes.

En términos de mercados: los efectos netos en precios de las F&A son la piedra de toque para la legalidad de las F&A en muchos entornos, a estos efectos (**Froeb, Tschantz & Werden, 2005**) presentan una metodología para implementar esta política, valorando la **relación entre el incremento de los precios al consumidor consecuencia de una F&A y el nivel de repercusión en precios al consumidor de la reducción en costes marginales debidos a las sinergias por la F&A**. Estos autores investigan las relaciones entre los efectos en precio de las F&A y el ratio al que las sinergias se repercuten a los consumidores en forma de menores precios, en el marco del oligopolio estático de Bertrand. Sin embargo la reacción de los consumidores ante estos cambios es función de la elasticidad en cada caso (**Homberg, Rost & Osterloh, 2009**).

(**Davis & Wilson, 2008**) por su parte diseñan un experimento para evaluar las **interrelaciones entre compradores estratégicos, poder de mercado y sinergias inducidas por la F&A**. En contextos naturales costes y sinergias en costes asociados con la fusión solo son observables indirectamente y hay otros factores de contexto estratégico inducidos por la propia F&A que pueden condicionar los precios post-fusión. Los resultados confirman lo anticipado por previas predicciones estáticas: los precios suben post-fusión y las sinergias en costes unitarios pueden ejercer algún efecto sobre la moderación de precios.

4.1.3.1 FUENTES DE SINERGIAS

Tradicionalmente la literatura ve las actividades de F&A como de creación de valor, indicando que las sinergias de las operaciones provienen de un amplio rango de fuentes como mejoras en ingresos, reducciones de costes, acceso a nuevos productos, ventajas impositivas, etc. (Weston et al., 2004; Singal, 1996). Por otra parte la investigación ha identificado factores que suponen la creación de sinergias en las F&A (Capron, Dussauge & Mitchell 1998; Hitt et al 1998), aunque sinergia puede ser un concepto demasiado nebuloso para ser el elemento clave que explique los resultados post adquisición (Sirower 1997).

En este marco (**King, Dalton, Daily & Covin, 2004**) proponen que los modelos de sinergias pueden construirse sobre temas como la toma **ventaja de crianza** (*parenting advantage*) (Ucampbell, Goold & Alexander 1995), **recursos complementarios** (Harrison et al 2001) o **capacidad absorbida** (Zahra & George 2002), es decir hacia los efectos tangibles y variables que tienen que ser operativos o que han de estar alineados para que las sinergias puedan tener lugar y así evitar el alto nivel de abstracción conceptual introducida por los modelos sobre el concepto de sinergia, en vez de determinantes específicos que permitan una comprobación empírica (**King, Dalton, Daily & Covin, 2004**).

(**Larsson & Finkelstein, 1999**) Describen con un modelo integrativo como la realización de sinergias es función de la similitud y complementariedad de los negocios que se combinan,

el grado de interacción y coordinación durante el proceso de integración organizacional y la falta de resistencia de los empleados en la entidad combinadas, su enfoque aporta:

- El éxito de la F&A viene determinado por el grado de consecución de las sinergias
- El atributo clave de la combinación potencial se conceptualiza no solo en términos de las similitudes entre los negocios, sino en términos de las complementariedades en producción y marketing.

Sus conclusiones:

- Con independencia de las similitudes entre las empresas en la F&A, la presencia de operaciones complementarias incrementa la probabilidad de éxito a través de la realización de sinergias
- La integración organizacional es el factor más importante que explica la consecución de las sinergias
- Operaciones dependientes de la combinación de operaciones similares de producción y marketing tienden a recibir más resistencia de los empleados que las enfocadas en la realización de beneficios complementarios.

De hecho varios autores coinciden en su diagnóstico:

Los resultados de las operaciones están en función de la creación de sinergias tanto por las similitudes como por las complementariedades (Larsson & Finkelstein, 1999; Wang & Zajac, 2007) y es por tanto necesario observar ambas para entender en profundidad lo que determina los resultados de la operación (Kim & Finkelstein, 2009) y en todo caso dependen fundamentalmente de la transferencia o del hecho de compartir habilidades, conocimiento y otros recursos entre las compañías target y adquirente (Haspeslagh & Jemison, 1991, Salter & Weinhold, 1978, 1979, Lubatkin, 1983, Chatterjee, 1986).

(Campa & Hernando, 2004) refieren las sinergias a partir de economías de escala, reducciones de coste o eliminación de actividades duplicadas como la justificación de una F&A pero observan que las diversificaciones (*unrelated mergers*) tienden a estar más asociadas a pobres resultados que las operaciones relativas y afirman que **el grado de relatividad entre los negocios de adquirente y target está positivamente asociado con los resultados**. Hay evidencia de que las empresas diversificadas se compran con un descuento relativo en relación a las no diversificadas, aunque la evidencia reciente sugiere que no es debido a la diversificación. Estos resultados confirman los de Maquieira et al. (1998), que mostraban un negativo aunque no significativo retorno para los adquirentes en las operaciones de conglomerado, en contra de los positivos y significativos retornos en los no conglomerados, también en línea con Houston et al. (2001) que encuentran relación significativa entre el valor presente de los ahorros de costes proyectados y los retornos el día del anuncio en las fusiones entre bancos.

En este sentido las **fusiones horizontales** (las que tienen lugar entre empresas del mismo sector) son consideradas como las más interesantes cuando se enfocan en el nivel operacional porque son las más proclives a reestructuraciones y oportunidades vinculadas a complementariedad de recursos dada la relación de sus operaciones, además de la existencia de diferentes fuentes de creación de valor desde el punto de vista de la propia gestión de las operaciones (Hakkinen & Hilmola, 2005). Según estos autores en estas operaciones las sinergias pueden ser divididas en dos categorías:

- **Basadas en costes (*cost-based synergies*)**, derivadas de economías de escala y alcance: con base en la teoría de la eficiencia y la economía de la organización industrial. Estas economías de escala que ya se plantean como el resultado del esfuerzo de resolver problemas entre diferentes áreas funcionales de la compañía.
- **Sinergias de ingresos (*revenue-based synergies*)**, derivadas de la reorganización de los recursos: con base en la RBV. Estas sinergias identifican la posibilidad de adquirente y target de conseguir un mayor nivel de crecimiento de ventas conjuntas gracias a la combinación de sus recursos. Estas sinergias son más difíciles de estimar y monitorizar porque involucran variables externas como las reacciones de los clientes.

Ambos tipos de sinergias pueden conseguirse a través del incremento de la cobertura geográfica, del mercado de producto o a través de la mejora de sus capacidades de innovación, mediante la transferencia de las capacidades y conocimiento de una de las empresas para mejorar las características de producto, practicas organizativas o capacidades de marketing de la otra. Esto es especialmente relevante en las operaciones cross-border. La explotación de las sinergias de ingresos se consigue a través de la reorganización de recursos: el uso por target o adquirente de los recursos del otro, lo que incluye tanto la transferencia física de recursos a nuevas localizaciones, como el hecho de compartir recursos sin transferencia física. Según (Hakkinen & Hilmola, 2005) el uso de F&A como mecanismo de reorganización se explica a través de argumentos de la imperfección de los mercados.

Esta tipología no incluye explícitamente el efecto de las F&A en el poder de mercado, que otros autores argumentan que está relacionado con los beneficios de escala.

Estudios empíricos recientes vienen a demostrar que la integración de recursos complementarios produce mayores sinergias potenciales que la integración de recursos homogéneos.

Las Economías de alcance (*economies of scope*) se identifican como nueva estrategia basada en coste, caracterizada por el incremento en número de productos alternativos y menores niveles de coste comparado con el caso del producto individual. La explotación de economías de escala y alcance vía F&A suele conseguirse a través de la venta de activos, la eliminación de las actividades redundantes y prácticas de gestión ineficiente.

Los recursos similares suelen ser más fácil de ser identificados por el mercado mientras que los complementarios que producen oportunidades de sinergia no son evidentes para todos los participantes en el mercado dada la asimetría de información. Las operaciones que combinan recursos complementarios consiguen potencial para generar una combinación única de recursos difícil de imitar, que puede proporcionar una ventaja competitiva susceptible de sostenible en el tiempo, consiguiendo mejores resultados en la empresa a largo plazo. Entre los recursos complementarios están diferentes productos, acceso al mercado o *know-how* valorable y transferible. Sin embargo las F&A entre empresas con recursos muy similares consiguen más valor a corto plazo por economías de escala que se asume son relativamente fáciles de conseguir, pero raramente generan una ventaja competitiva sostenible a menos que consigan un poder de mercado sustancial como el monopolio.

Montgomery & Wilson argumentan que aunque el potencial de sinergias en F&A horizontales es mayor, los esfuerzos requeridos para conseguirlos son potencialmente mayores, el potencial por sí mismo no garantiza que tenga lugar la creación de valor (el caso de resistencia de plantillas que puede retrasar el proceso de integración) por tanto el potencial de sinergia requiere ser gestionado a través de un plan de integración para materializarse.

En definitiva, la materialización de las sinergias depende de la combinación de recursos y de los esfuerzos de gestión en la integración.

Buscando donde está el límite, (Aydemir & Schmutzler, 2008) identifican las circunstancias en que se da un equilibrio de fuerte concentración, donde las adquisiciones tienen lugar pero no hay nuevas entradas, equilibrio que es más probable cuanto menores sean los beneficios de las empresas, mayores aumentos de beneficios tengan lugar con el incremento de tamaño y cuanto mayor sea el efecto beneficioso de la eliminación de competidores.

(LELAND, 2007) examina las **sinergias puramente financieras**, que valora como positivas si favorecen la opción de F&A, o negativas. Cuando los flujos de caja son correlacionados imperfectamente, el riesgo puede reducirse a través de F&A. A efectos de aislar los efectos financieros se asume que los flujos de caja operacionales de actividades son aditivas y por tanto no sinérgicos y se define cual sería la estructura de capital óptima para las actividades separadas o conjuntas, comparándolas. La interacción compleja de riesgo de los flujos de caja de las actividades, correlación, tasas impositivas, *default costs* y tamaño relativo determina el ámbito de maximización de valor de la empresa. Por su parte las sinergias puramente financieras pueden solaparse con otras operacionales, que son difíciles de identificar en el caso de titulación de activos (*asset securitization*) y financiaciones estructuradas. Este autor identifica dos fuentes de sinergias puramente financieras:

- La **pérdida de *limited liability*** de la empresa operando independiente (el efecto LL), que está inversamente relacionada con el apalancamiento y siempre favorece la separación si los flujos de caja operativos pueden ser llegar a ser negativos. El efecto LL es más significativo cuando las actividades tienen alta volatilidad en los flujos de caja y baja correlación entre ellos.
- La segunda fuente de sinergias financieras es el **efecto apalancamiento**, que refleja la diferencia en los beneficios del apalancamiento cuando las actividades están combinadas. Puede ser descompuesto en el cambio de ahorros impositivos por menos apalancamiento menos el cambio en los *default costs*, cuando se compara la combinada con las separadas y puede tener tanto signo positivo como negativo. Combinar actividades en una sola empresa ofrece la ventaja de reducción del riesgo por diversificación, pero manteniendo las actividades separadas tiene la ventaja de optimizar las estructuras de capital separadas. Como regla general, aunque no exacta, el efecto apalancamiento es positivo cuando el apalancamiento óptimo de la firma combinada es mayor y negativo cuando es menor el valor de deuda que la suma de los valores de deuda del apalancamiento óptimo de las operaciones separadas.

En definitiva, *ceteris paribus*, las sinergias financieras en las F&A son más proclives a ser positivas cuando la correlación es baja y las volatilidades son bajas y similares. Además el alto *default cost* también hace las F&A más deseables, reflejando un incremento en el valor por la reducción de riesgo debido a la diversificación, mientras que diferencias sustanciales en la volatilidad de las actividades o *default cost* hacen preferible la separación.

(Hoberg & Phillips, 2010) abordan las **sinergias en producto – mercado a través de la complementariedad de activos** en F&A, estas sinergias son más probables entre empresas que utilizan producto-mercado similares, porque devoluciones de producto, flujos de caja posteriores y crecimiento en gamas de producto incrementan en las transacciones de estas características, especialmente en productos de mercados competitivos. Las ganancias son mayores cuando los target tienen productos únicos que son menos similares a los del rival adquirente, además estas operaciones suelen incorporar activos sinérgicos que pueden explotarse para crear nuevos productos que incrementen la diferenciación.

(Hoberg, Rost & Osterloh, 2009) advierten sobre las promesas de sinergias esperadas en base a las relaciones de similitud generales entre adquirente y target. Distinguen entre similitudes de negocio, culturales, tecnológicas y de tamaño entre empresas a fusionarse y plantean las razones por las que estas diferentes formas de relación entre ambas conducen al éxito de la operación: los efectos son positivos para la similitud de negocio y tecnológica y negativo para las culturales y de tamaño. Sin embargo las sinergias debidas a estas relaciones, en el caso de distancia cultural, solo se materializan para inversores de distinta tipología: los inversores financieros rentabilizan la relatividad tecnológica y en pequeñas operaciones (en que el adquirente es menor en tamaño absoluto) y los inversores estratégicos rentabilizan las sinergias provenientes de las relaciones de negocio y de

tamaño (el adquirente ha de ser mayor que target) y en grandes operaciones (en que el adquirente es mayor en tamaño absoluto). Estas sinergias también son distintas con respecto a las medidas de desempeño a corto y largo plazo: las de corto plazo más atractivo para inversores financieros y las de largo plazo para los estratégicos. **En el corto plazo las sinergias provienen de la relatividad de los negocios combinados, mientras que en el largo plazo tienen origen en la relatividad tecnológica y si las culturas difieren y el adquirente es mayor en tamaño que target, las sinergias pueden esperarse en el largo y en el corto plazo. (Homborg, Rost & Osterloh, 2009)**

4.1.4 EL FACTOR TIEMPO

La investigación sobre las implicaciones en los resultados de las F&A de la velocidad de integración es muy limitada, aunque si hay menciones sobre impactos del factor tiempo en varios sentidos a todo lo largo de la literatura:

En términos de cuál ha de ser la **ventana temporal para la evaluación de los resultados** de la F&A:

“the larger the event window the greater the increase in the amount of abnormal returns” (Soongswang, 2009).

Una explicación de por qué el ratio de éxito es bajo es que el periodo de tiempo en que se miden los resultados se restringe a un corto plazo, normalmente de dos años, que puede ser un tiempo insuficiente para que los empleados y los gestores de las empresas involucradas en la F&A ajusten los cambios post adquisición (Quah & Young, 2004) y se plantea que el periodo que se tome sea de al menos 7 años. En este sentido se plantea que cuanto más larga es la ventana temporal considerada para la evaluación de los resultados, más tiempo tiene el mercado para corregir cualquier error inicial en la evaluación del adquirente, además de que cabe que se introduzca más ruido en las estimaciones (Mueller & Yurtoglu, 2007). Lo que implica que empresas sobrevaloradas en el mercado, cuya sobrevaloración puede incitarlas a hacer adquisiciones, pueden tener resultados post-fusión afectados por su sobrevaloración, lo que plantea la cuestión de cuál es la ventana temporal óptima para medir los efectos de las operaciones, además del hecho de que la propia percepción del mercado bursátil puede penalizar los procesos más largos (Angwin, 2004).

En este sentido (Comeau-Kirschner, 2000) afirman que toma aproximadamente dos años conseguir al menos el 15% del beneficio total esperado de la operación. Después de dos años la mayoría de los problemas han de estar resueltos, el plan estratégico en marcha y las compañías empiezan a mostrar beneficios y tres años después (Bert, MacDonald & Herd, 2003) confirman que una empresa tiene dos años para conseguir que la operación funcione, después del segundo año la ventana de oportunidad para conseguir las sinergias está cerrada (entre el 70 y 85% de las sinergias se consiguen durante los primeros 12 meses tras el cierre de la operación) y son las compañías que cumplen o sobrepasan las

expectativas de los analistas en los primeros dos años tras la toma de control, las que más probabilidad tienen de mejorar la rentabilidad de los accionistas, las que no lo consiguen en este periodo, no solo no maximizan los beneficios potenciales de conseguir las sinergias, sino que suelen destruir valor para el accionista. Por otra parte el sentido de urgencia y el *timing* de la ejecución son definitivos para el éxito del proceso.

En cuanto a la velocidad de la integración, en términos citados por Angwin (2004), “la velocidad se ha convertido en un nuevo mantra en los negocios, prometiendo ventaja, prosperidad y éxito y también ha llegado al dominio de las F&A con una creciente corriente de **asesores y consultores exaltando las virtudes de una actuación rápida post-fusión y los primeros 100 días como críticos para el éxito de la operación**”. Este mensaje ha calado en el management de las F&A en forma de exhortación para una más rápida integración y foco en los primeros días críticos (**Angwin, 2004**), sin embargo este autor alerta de los riesgos de una aceptación no crítica de los beneficios de la velocidad en la integración post adquisición y en este sentido se plantea cual es la **velocidad óptima del proceso de cambio** en términos de tiempos de **integración como parte de la estrategia de integración de la adquirente**.

Autores como (**Nikandrou, Papalexandris & Bourantas, 2000**) argumentan que el periodo inmediato post adquisición es el momento adecuado para implementar los cambios, porque los empleados lo esperan mientras que evalúan las intenciones del nuevo equipo gestor. Entretanto hay quienes sugieren un periodo de ajuste y de conocimiento antes de acometer cambios importantes (cita a Napier et al., 1991; Schweiger et al., 1993) pero no hay evidencia empírica a favor de ninguno de estos argumentos.

(**Nikandrou, Papalexandris & Bourantas, 2000**) lo plantean en función del ratio de implementación de cambio, ya que la gestión post adquisición ha de diferenciar su estrategia de integración: cuando el proceso de cambio es rápido, el grado de incertidumbre económica y sentimientos de los empleados afectará la forma en que se percibe la gestión post adquisición como digna de confianza. Cuando los cambios son lentos, los empleados necesitan desarrollar buenas relaciones con los recién llegados, necesitan tanto información útil sobre los cambios que vienen como comunicación frecuente para desarrollar actitudes positivas hacia el nuevo management y confiar en ello. Cuando el proceso de implementación del cambio supone tiempo, los empleados de la empresa adquirida necesitan ser tolerantes a los cambios para confiar en el management de la adquirente, lo que sugiere que una implementación lenta del cambio prolonga la incertidumbre en el empleo y los empleados necesitan mecanismos, como colegas y comunicación para ayudarles a convivir con ello.

La velocidad del cambio ha de plantearse también en la integración cultural (**Papadakis, 2005**), en tanto que se ha de determinar cuál es el ritmo adecuado de cambio y cuanto cambio pueden las personas absorber, dando respuesta a cuestiones acerca de cómo se puede acelerar la integración sin desestabilizar el sistema.

En todo caso hay beneficios y perjuicios asociados a la velocidad de integración que pueden afectar al éxito de la F&A: una integración lenta puede favorecer la construcción de confianza entre los empleados de las empresas que se fusionan (Ranft & Lord, 2002).

Otros elementos afectados por el *timing* de la operación son, según (Angwin, 2004): la reducción en el tiempo de incertidumbre de la plantilla, disminuye el efecto exponencial que tienen los rumores, además una actuación rápida tiene la ventaja de que aprovecha el entusiasmo inicial por el cambio, por otro lado la velocidad en la integración es atractiva en términos de estrategia competitiva, porque reduce el tiempo disponible para que el competidor reaccione a la nueva organización. Sin embargo la relación entre velocidad y éxito puede no ser tan directa como parece, por lo que los primeros 100 días pueden no tener tal poder predictivo. (Angwin, 2004) examina por primera vez si la velocidad marca la diferencia en la integración pos adquisición, en términos de tiempo en completarlo y el nivel de avance en un periodo de tiempo dado. La dificultad de definir cuando la integración esta completada es probablemente la razón por la que los estudios en la velocidad se han concentrado en esta segunda categoría, de ahí la insistencia en lo que sea visible en los primeros 100 días. En este sentido y según recoge el propio Angwin, (cita a Feldman & Spratt, 1999) argumentan que los primeros 100 días es cuando todas las acciones críticas deben ser lanzadas, ya que es el máximo límite del entusiasmo de los empleados, tolerancia de los clientes y paciencia de Wall Street, mientras que según (Angwin, 2004) la evidencia, en términos de la importancia de la velocidad de acción en los primeros 100 días no está soportada, aunque si hay una asociación entre el volumen de cambios hecho en los primeros 100 días y la percepción de éxito de la operación en el tercer y especialmente cuarto año de vida. De hecho la percepción de éxito en F&A tiende a disminuir con el tiempo, incluso en un contexto positivo para la actividad de F&A, lo que significa que la valoración de éxito de las operaciones necesita ser sensible al tratamiento del tiempo como medida del éxito.

La velocidad en la integración está en relación con la magnitud de la conexión interna y externa previa a la fusión entre las empresas que se fusionan (Homburg & Bucerius, 2006) y tiene un impacto positivo en el éxito de la F&A en el caso de poco externo / alto interno nivel de conexión entre las entidades previo a la F&A, mientras que el impacto es fuertemente negativo en el caso opuesto (alto externo / bajo interno relativos), aunque se trata de un efecto moderado puede cambiar el signo de la relación entre velocidad de integración y éxito del proceso de positiva a negativa. Esta conexión entre la conectividad previa entre las empresas, que la investigación hasta la fecha había relacionado con el éxito de la F&A, ahora se plantea en la forma en que la post-integración tiene lugar y a qué velocidad, en definitiva, vinculándolo a como las empresas deben fusionarse, en vez de buscar un efecto directo en el resultado de la operación.

Según (Lambrecht, 2004) la forma en que las sinergias se organizan puede influenciar el *timing* de la reestructuración. Con fusiones amistosas se asume que el management de ambas empresas decide de común acuerdo el *timing* de la fusión de forma que maximice el

valor actual neto de la fusión, mientras que las compras hostiles, donde el equipo gestor de la adquirida pre acuerda los términos mínimos requeridos para renunciar al control, el adquirente decide sobre el timing de la restructuración en ese marco, lo que implica alargar el periodo de gestión conjunta. Estos retrasos en la reestructuración disminuyen la probabilidad de que finalmente la compra tenga lugar. En definitiva, *ceteris paribus*, las compras hostiles tienen lugar en la fase final de las olas de fusión, por detrás de las operaciones amistosas.

En lo que se refiere al tiempo previo a la operación: Lambrecht, (2004) plantea que unos elevados costes y una mayor incertidumbre de mercado tienden a retrasar las fusiones, puesto que el poder de mercado refuerza el incentivo a la fusión y acelera la actividad de fusión. Mientras que según (Zhang, Hu & Wang, 2008) el timing óptimo para las F&A es función del impacto relativo en los dos participantes y no del poder de compra, aunque al final se resuelve a través del enfoque tradicional de valor actual neto y su correlación positiva con el *payoff* esperado de la operación.

En términos de la búsqueda proactiva de candidatos (Cording, Christmann & King, 2008) reconocen el requerimiento de velocidad para responder a oportunidades inesperadas y recomiendan búsquedas amplias y proactivas, que pueden prolongarse en periodos largos de tiempo. Estos autores mencionan referencias en la literatura previa: (cita a Krallinger, 1998) por ejemplo afirma que típicamente lleva un año encontrar un buen negocio, (cita a Ansoff et al., 1971) mantenían que el periodo de identificación de un candidato y consumación de un acuerdo puede variar entre un mes y cinco años y que típicamente dura diez meses y (cita a Cameron, 1977) mantenía que en Europa el tiempo medio utilizado en la identificación, evaluación y cierre de acuerdos es de 370 días-hombre, sin embargo Cording et al (2008) indican que estas referencias temporales son función del momento económico y la situación del mercado y sin duda evolucionan en el tiempo, por lo que estas citas solo valen a modo de ejemplo.

Otros autores abordan este tiempo previo en términos de “tiempo de noviazgo” entendido como el tiempo en que las empresas pueden llegar a conocerse mutuamente antes de decidir una fusión (Colombo et al., 2007), que puede ser trabajando en un proyecto conjunto en competencia, como socio comercial o como accionista con representación en el consejo (Stuart & Yim, 2010). Este periodo permite a los socios mejorar su entendimiento y conocimiento mutuo, reduciendo problemas de asimetría de información y ayuda en la construcción de confianza, factores todos ellos que pueden facilitar el proceso de negociación, además de permitir más realismo en los planes de acción, comunicación efectiva y el uso de los estilos de negociación más adecuados, permite ser más sensibles a las diferencias culturales inter-organizacionales que podrían suponer malos entendidos, percepciones erróneas, conflictos y falta de confianza.

4.1.5 APALANCAMIENTO Y LIQUIDEZ

El exceso de deuda es considerado otro factor, que puede llegar a ejercer de escudo protector para el target porque limita el recorrido de la posible F&A (**Hege & Hennessy, 2010**). En respuesta al riesgo de ser adquirido los managers pueden llegar a apalancar la target para aumentar el valor de la empresa, lo que provoca una compra “disciplinaria” (**Novaes, 2002**). Se ha llegado a documentar (**Safieddine & Titman, 1999**) un incremento en los resultados operativos de empresas target que maximizan el apalancamiento en respuesta a ofertas de compra. En todo caso aunque consigan mejorar sus resultados también aumentan su ratio de rotación, aparentemente porque no es suficiente que reorganicen la empresa, sino que han de demostrar a sus accionistas que son su mejor opción para gestionar la empresa. El incremento en el apalancamiento que termina con un riesgo de compra puede comprometer a los managers de target a mejorar el valor y sin embargo interpretarse como un mal indicativo de sus habilidades, aunque aún está por determinar en base a la reacción del precio de la acción a cambios en el ratio deuda-capital.

Como ya anticipaban (**Safieddine & Titman, 1999**) **altos niveles de apalancamiento disminuyen la probabilidad de ser adquirido** porque compromete al equipo gestor de la target a hacer las mejoras que habría tenido que hacer un potencial comprador, específicamente las empresas que más han aumentado su apalancamiento tras una compra fallida reducen sus niveles de inversión, venta de activos, empleo, incrementan foco y aumentan sus flujos de caja operativos. Las cotizaciones de los targets con apalancamiento incrementado mejoran los *benchmark* durante los siguientes cinco años, lo que implica que los inversores inicialmente subestiman hasta qué valores estas empresas fueron mejoradas. Los inversores subestiman los anuncios de incremento y disminución del apalancamiento, tienen demasiada confianza en su capacidad para valorar las acciones antes del anuncio y no prestan atención a la información sobre cambios en el apalancamiento, o simplemente fallan en no anticipar los incrementos de productividad que tienden a estar asociados a estos incrementos.

(**Jandik & Makhija, 2005**) confirman que accionistas de targets con **mayor apalancamiento** consiguen mejores resultados y las operaciones que involucran targets con alto apalancamiento tienden a ser más complejas en términos de tiempo, más probablemente asociadas con múltiples oferentes y mayor revisión de precio de las acciones de la target. El apalancamiento de target afectará no solo a las ganancias de sus accionistas, sino a los de la operación de F&A y sugiere que este tipo de compras son acometidas por adquirentes con mayores habilidades para generar beneficios. Estudios anteriores predecían que altos niveles de apalancamiento del target mejoraban su posición negociadora, mientras que otros argumentaban que mejoraba el poder de negociación de sus bonistas, otros concluyen que los mayores niveles de beneficios de las targets atribuidos a su alto apalancamiento son consecuencia de una mera prima de apalancamiento de los mejores resultados, es decir que las mismas ganancias absolutas son mecánicamente distribuidas

entre un menor número de acciones en compañías con alta proporción de deuda en sus estructuras de capital, lo que implica que el apalancamiento de target no influye directamente en los resultados de la combinación de forma significativa. **Jandik & Makhija (2005)** valoran el efecto del apalancamiento del target más allá de la pura prima por apalancamiento.

(Basu, Dastidar & Chawla, 2008) indican que las empresas target en general tienen mayor liquidez, crecimiento y tamaño por un lado y menos riesgo, apalancamiento, rentabilidad y eficiencia operativa por otro, soportando la teoría de que las compras son un mecanismo de mejorar la cuota de mercado, las sinergias a través de economías de escala, reducción del coste de capital y el incremento de la capacidad de deuda entre otros factores. Los adquirentes de mayor beneficio y menor crecimiento compran targets con menor beneficio y mayores tasas de crecimiento y adquirentes normalmente compran targets con mayor liquidez y tamaño pero menor riesgo, apalancamiento y eficiencia operativa. Según ellos una razón para este comportamiento es la motivación del adquirente para incrementar su tamaño mediante el aumento de cuota de mercado o sinergias a través de economías de escala o amplitud de impacto en beneficios y tasas de crecimiento.

4.1.6 LA FORMA DE PAGO

Una adquisición puede pagarse de distintas formas, en efectivo, acciones o una combinación de ambos, efectivo y acciones, aunque en algunas circunstancias, el adquirente puede también emitir deuda y utilizar otras fórmulas.

Según (Bruner, 2004) la literatura muestra que diferentes métodos de pago producen profundas diferencias en los resultados: siendo las operaciones en efectivo las que tienen retornos positivos y las que son en acciones resultados negativos. En los términos utilizados por el propio Bruner una operación se pagará en efectivo si el adquirente cree que sus acciones están minusvaloradas y con capital si creen que sus acciones están sobrevaloradas, por lo que el uso de efectivo puede ser indicativo de las expectativas de los gestores sobre unos resultados buenos de la operación. Aunque el método de pago también afecta la forma en que se registra contablemente la operación, que tiene implicaciones en los resultados pos adquisición.

Pero los inversores no pueden confiar solo en la forma de pago como indicador de su potencial de creación de valor (Mauboussin, 2010), ya que un adquirente puede haber tenido que pagar con acciones porque no tenga suficiente tesorería o capacidad de endeudamiento para financiar una inversión muy atractiva. La forma de pago solo da una señal sobre la visión de los managers de su negocio y su convicción sobre el éxito de la operación.

4.1.6.1 LA PREFERENCIA POR UNO U OTRO MÉTODO

Parece haber consenso entre los autores acerca de que la opción de pago será efectivo si se considera que el valor de la acción está infravalorado (**Tuch & O'Sullivan, 2007**) (**King, Dalton, Daily & Covin, 2004**) y solo con acciones cuando el management cree que sus acciones están sobrevaloradas (**Ang & Cheng, 2006**) (**Lau & Proimos, 2010**) "*because the associated dividend yield costs less to service in the near term than an upfront cash payment from current assets or debt*", además el pago con acciones está asociado a menor escrutinio por parte de los accionistas y los titulares de deuda (citan a Baker & Wurgler, Baker & Wurgler, 2002; Bruner, 2004).

En esta línea Brealey et al. (2000) sugieren que cuando los managers son optimistas sobre el potencial beneficio económico atribuible a una F&A el pago de la operación es en efectivo y si los managers son pesimistas sobre los beneficios atribuibles a la operación pagan en acciones.

En términos de reacción de los mercados, (RHODES-KROPF & VISWANATHAN, 2004) mantienen que los mercados reaccionan más positivamente a noticias de F&A en efectivo que en acciones. Hay mayor número de ofertas en acciones cuando el mercado está sobrevalorado y más transacciones en efectivo cuando está minusvalorado.

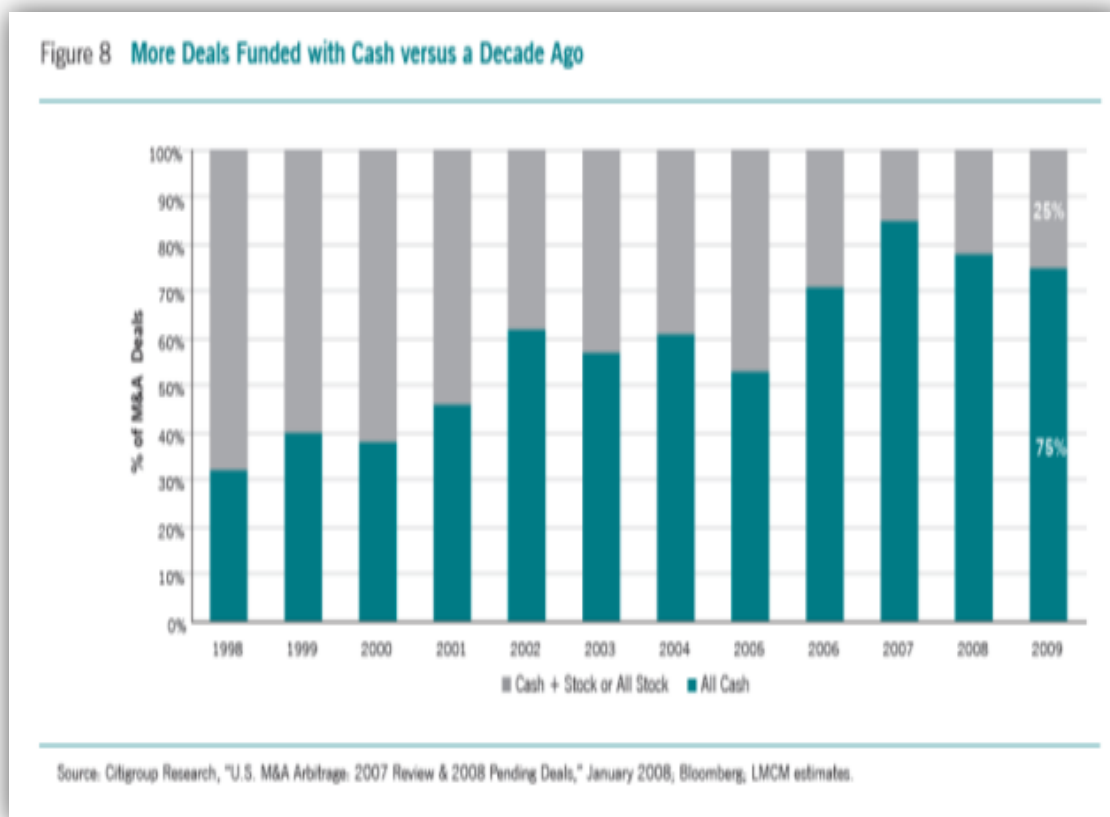
Por tanto el uso de uno u otro medio de pago da señales de las expectativas del *management* sobre los resultados de la operación (**King, Dalton, Daily & Covin, 2004**) (**Ang & Cheng, 2006**). (Dong et al., 2006) indican que para las operaciones financiadas con acciones los adquirentes generalmente están más valorados que sus target y que la ola de fusiones entre empresas americanas en los 90s fue fundamentalmente provocada por sobrevaloración de mercado.

Martynova & Renneboog (2008) afirman que los accionistas prefieren no pagar las adquisiciones con acciones, con independencia de si las acciones son vendidas para conseguir efectivo o dadas directamente a los vendedores. La razón es que si las acciones son la forma más barata de pagar por una adquisición, o las acciones están sobrevaloradas o la operación es tan arriesgada que los prestamistas no quieren entrar. Los adquirentes deciden su modo de pago en función de si esperan mejores o peores resultados en los periodos futuros (**Tuch & O'Sullivan, 2007**). Por el contrario los vendedores prefieren el efectivo a las acciones en una fusión (**Campa & Hernando, 2004**), la evidencia sugiere que las operaciones en acciones se relacionan a destrucción de valor mientras que los que son en efectivo tienen retornos para los compradores positivos o nulos (citan a (Asquith et al. 1987), (Huang & Walkling, 1989), (Travlos, 1987) & (Yook, 2000)).

(Rhodes-Kropf et al, 2005) indican que los *market mispricing* afectan a la actividad de fusiones, y errores específicos sobre las cotizaciones de las compañías motivan que los adquirentes utilicen acciones para sus adquisiciones, lo que supone un aumento en la

intensidad de adquisiciones en acciones con desviaciones en el corto plazo en la valoración respecto a su tendencia en el largo plazo.

En lo que parece haber consenso por tanto, es en que el método de pago puede representar una señal fuerte al mercado, en concreto la evidencia empírica muestra que las operaciones en efectivo son mejores que las que se hacen en acciones, que el mercado responde más favorablemente a los acuerdos en efectivo y los inversores deben ver la tendencia reciente hacia que una mayor proporción de las operaciones se pagan totalmente con efectivo, como positivo (ver gráfico 8)



(MCNamara, Haleblan, & Dykes, 2008) afirman por su parte que la forma de pago utilizada en la transacción modera las consecuencias de los resultados de participar en una parte u otra de las olas de operaciones. Las adquisiciones hechas en efectivo están menos penalizadas en sus resultados según progresa la ola, mientras que las pagadas con acciones tienen peores resultados en fases posteriores de la ola. Esto refuerza la idea de que empresas con información asimétrica utilizan efectivo para pagar la transacción y las que no cuentan con esta información utilizan intercambio de acciones, lo que sugiere que los directivos son capaces de anticipar cómo de efectiva será la compra y en base a ello eligen el método de pago para amortiguar el impacto que tendrá para la empresa.

4.1.6.2 LA RELACION ENTRE EL MÉTODO DE PAGO Y LOS RESULTADOS DE LA OPERACIÓN

Según (King, et al., 2004) en su meta análisis, aun no se ha demostrado una relación entre el método de pago y los resultados de la operación. Sin embargo son varias las menciones en la literatura a esta relación, este es el caso de **(Linn & Switzer, 2001)** que mantienen que las operaciones pagadas en efectivo tienen mejores resultados que las que se pagan en acciones, con independencia de si la operación es una *tender offer* o una fusión negociada, el tamaño de la oferta, la relación entre los negocios de adquirente y target o el nivel de endeudamiento del adquirente.

Por su parte **(Sudarsanam & Mahate, 2003)** mantienen que con independencia de su estatus financiero previo a la oferta, los adquirentes que pagan en efectivo generan mayores retornos para sus accionistas en un periodo de tres años tras la adquisición, que los adquirentes que ofrecen acciones como método de pago. (Goergen & Renneboog, 2004) encuentran fuerte evidencia de que la forma de pago tiene un impacto elevado en los efectos riqueza de la oferta. Las ofertas completamente en efectivo suponen unos retornos de al menos un 10% en el momento del anuncio (27.5% *including price run-up*), mientras que las que son en acciones o combinadas de efectivo, acciones y *loan notes* solo generan un 6% (14% *including the price run-up*). Y (Dube & Glascock, 2006) que aseguran que las operaciones pagadas en acciones muestran significativo aunque ligeros peores resultados en términos de retorno de flujo de caja operativo ajustado con *benchmark* y no hay evidencia de mejor resultado operativo achacable a la F&A en casos de transacciones pagadas con efectivo o *tender offers*, aunque estas últimas son peor que las pagadas en efectivo.

En torno a esta relación entre el método de pago y los resultados de la operación, hay toda una serie de reflexiones adicionales:

Lamont & Stein (2006) muestran que las emisiones de capital y la actividad de fusiones son sustancialmente más sensibles a los índices bursátiles que a las cotizaciones a nivel empresa, aunque no lo muestran en los términos del modelo neoclásico, sino con el modelo de *market-timing* basado en la eficiencia del mercado.

(Goergen & Renneboog, 2004) por su parte analizan el hecho de que las ofertas en efectivo son mas frecuentes en el caso de targets pequeños, los mercados reaccionan más positivamente a los adquirentes que utilizan acciones como medio de pago para las operaciones, lo que implica que en estos casos la elección del medio de pago no actúa como señal al mercado acerca de la sobre o infra valoración del capital del oferente.

(Sudarsanam & Mahate, 2003) encuentran evidencia de una interacción entre el estatus financiero del adquirente antes de la oferta y el método de pago en los resultados post adquisición a largo plazo ya que los *glamour acquirers* que pagan con acciones tienen mucho peores resultados que los que ofrecen efectivo. En un periodo de tres años tras la adquisición, los *value acquirers* superan en resultados a los *glamour acquirers*, por lo que

concluyen que las empresas *glamour* son más proclives a utilizar el pago con acciones en vez de efectivo, mientras que los *value acquirers* tienden a utilizar efectivo.

La forma de pago, el grado de resistencia y el tipo de oferta están interrelacionados en su impacto a los resultados de la operación en el anuncio (**Huang & Walkling, 2002**), pero la diferencia entre *tender offer* y fusión y los distintos niveles de resistencia a la operación no son significativas, la mayor diferencia está asociada al hecho de que el pago tenga lugar en efectivo en vez de en acciones.

(**Tuch & O'Sullivan, 2007**) ponen de manifiesto que las adquisiciones hostiles son más proclives a ser financiadas con efectivo, mientras que las amistosas tienden a ser financiadas con acciones, hecho que no consideran ya que los target reacios son más proclives a ser convencidos con la certeza relativa del efectivo en contra de tener su riqueza condicionada a resultados futuros del adquirente. Sin embargo, las operaciones pagadas con efectivo tienden a mostrar menos resultados negativos que las que son en acciones. Estos autores encuentran la explicación en la creencia de que las adquisiciones pagadas en capital tienen un efecto de selección adversa (*adverse selection effect*) similar al de una emisión de nuevas acciones (la percepción de que el management elige el pago en acciones si creen que las acciones están sobrevaloradas). Por tanto **la elección del medio de pago, más que de las perspectivas de la operación en sí misma, puede ser responsable de la reacción negativa que se identifica en la literatura**. Es por ello que para mejorar la comprensión del impacto en resultados observado, consideran necesario valorar mejor otros factores que influyen en la decisión de modo de pago. En concreto, como apuntan Faccio & Masulis (2005) tanto el control financiero como de propiedad parecen tener influencia en la elección de la forma de pago.

En palabras de (**Lau & Proimos, 2010**) los target reciben transferencia de riqueza a expensas de los oferentes. Las F&A financiadas solo con efectivo (*pure-cash-financed M&A*) son preferidas tanto por los accionistas de las empresas oferentes como target. Las que son solo con pago en acciones (*pure-equity-financed M&A*) destruyen riqueza de los accionistas de la empresa oferente y también perjudica a target. En los casos de operaciones hostiles las empresas target reciben retornos significativamente positivos a expensas de los oferentes.

4.1.6.3 EL EFECTO DILUCIÓN

Las transacciones pagadas en acciones suponen una dilución del precio de la acción, al aumentar el número de acciones, mientras que el valor de la empresa se mantiene hasta que el efecto esperado de las sinergias tenga lugar (Mitchell *et al.* 2004), la dilución de los accionistas en la compañía adquirente supone que dichos accionistas pierden nivel de control sobre la compañía, Mitchell *et al.* (2004) muestra la evidencia empírica que apoya este aspecto que ya se había mostrado en Harris & Raviv (1988), Stulz (1988), Eckbo *et al.* (1990), Amihud, Lev & Travlos (1990), Blackburn, Dark & Hanson (1997), Yook, Gangopadhyay & McCabe (1999), y Faccio & Masulis (2005).

El Mercado reacciona más favorablemente a las operaciones en efectivo en gran parte porque el adquirente corre con todo el riesgo de retorno (Mauboussin, 2010), como tal un comprador que usa efectivo está mostrando al mercado que espera realmente que la operación funcione. Los managers que dudan si una operación conseguirá las sinergias necesarias hacen mejor en cubrir sus apuestas pagando con acciones, limitando así el riesgo que sus accionistas asumen. La relativamente pobre percepción de las operaciones con acciones es consistente con la hipótesis de que los managers utilizan acciones cuando creen que las suyas están sobrevaloradas. (Mauboussin, 2010) El pago con acciones es dilutivo para los accionistas actuales e indica que el management no cree que su stock este infravalorado, (Schleifer & Vishny, 2003) proponen que empresas sobrevaloradas acometen adquisiciones con pago en acciones para usar este sobreprecio para conseguir activos a un descuento efectivo, a expensas de los objetivos de los accionistas de la target. Se basan en el hecho de que las olas en los 60s y 90s fueron similares en tanto que el medio de pago fue normalmente acciones y ambas tuvieron lugar en periodos de alta valoración de mercado, mientras que en los 80's, un periodo de valoraciones bajas de mercado, las operaciones fueron normalmente pagadas en efectivo.

Según concluyen **(Gillis & Combs, 2009)** donde las leyes locales protegen a los prestamistas, se usa deuda más frecuentemente porque resulta más barato y donde las leyes protegen a los accionistas el capital es más habitual, aunque el coste del dinero no es lo único que importa, ya que en operaciones grandes y arriesgadas ofrecer directamente acciones tiene más sentido porque el vendedor comparte el riesgo. Sin embargo, y siempre según indican estos autores, si el comprador es controlado por una familia que no quiere dejar el control, es efectivo lo que tiene más sentido, porque vender acciones para conseguir el efectivo o dar acciones directamente al vendedor puede diluir el control. Los accionistas interpretan un pago en efectivo proveniente de fondos internos como que la adquisición es debida al deseo de construir imperio más que por razones estratégicas. En todo caso el hecho de financiar una operación con deuda es buen indicador, ya que si los bancos bendicen el acuerdo los accionistas están más contentos que con cualquier otro esquema de financiación.

4.1.6.4 EL EFECTO EN LA FORMA DE PAGO DE LAS ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN

Las asimetrías de información son la diferencia en información entre vendedor y comprador, tienen lugar en todas las operaciones y son particularmente grandes en el caso de las operaciones transfronterizas. Además de otras implicaciones en la toma de decisiones pre y post adquisición (que se valoran en un epígrafe posterior de este trabajo), la asimetría de información han venido relacionándose por varios autores con la fórmula de pago.

La asimetría de información entre adquirente y target a la hora de valorar las acciones del adquirente, le permite a éste ofrecer acciones si están sobrevaloradas y efectivo si están infravaloradas (Myers & Majluf, 1984 citado por McNamara, Haleblan, & Dykes, 2008).

Tal como lo enfocan (McNamara, Haleblan, & Dykes, 2008) las empresas con información asimétrica usan efectivo para pagar sus adquisiciones, pero las que no confían en contar con información suficiente usan acciones para el pago. Esto sugiere que los managers entienden si una adquisición será valorada por su empresa y cambian el método de adquisición para amortiguar algunos de los costes de adquisición que la empresa puede tener que afrontar, lo que de facto supone, según lo exponen McNamara et al (2008) que al acometer adquisiciones en un mercado con un alto ratio de adquisiciones, salvo que se tenga confianza suficiente sobre la información que se maneja, se ha de evitar financiar la operación con efectivo. Según citan estos autores el impacto de la información asimétrica ha sido confirmada como relevante para la elección de la forma de pago en varios estudios empíricos previos al suyo, tales como Travlos (1987), Hansen (1987), Fishman (1989), Berkovitch & Narayanan (1990), Eckbo, Giammarino & Heinkel (1990), Cornu & Isakov (2000), Linn & Switzer (2001), Shleifer & Vishny (2003) y Rhodes-Kropf & Viswanathan (2004), entre otros.

(Basu & Chevrier, 2011) plantean que en línea con que la distancia redunde en asimetría de información, los adquirentes que están próximos a sus targets consiguen mejores resultados que sus equivalentes que están alejados, adquirentes de targets lejanos son más proclives al uso de acciones como método de pago. Estos autores citan lo que en estudios previos se ha insistido en este tema, tal es el caso de Huberman (2001), DeLong (2001) y Malloy (2005), pero no hay estudios a este respecto usando información internacional, por lo que podría haber alguna otra variable, además de la distancia, que contribuya a este sesgo.

4.1.6.5 UNA FORMA DE COMPARTIR EL RIESGO

El uso de acciones como medio de pago permite al adquirente compartir el riesgo de sobreprecio de target con los propios accionistas de target y como resultado la elección de acciones como forma de pago es considerada por algunos autores como una posible respuesta de un adquirente a la incertidumbre en la valoración de target.

Según (Martynova & Renneboog, 2009) la decisión de financiación de la F&A es influenciada por las preferencias estratégicas del comprador por tipos de pago específicos: las operaciones financiadas con capital permiten al comprador hacer una oferta de capital directamente a los accionistas de target, el comprador puede beneficiarse de compartir el riesgo de la compra con los accionistas de target. **Los beneficios de compartir riesgo en una oferta de capital incrementan con el tamaño relativo de la transacción**, aunque la financiación con capital es menos probable cuando el comprador es vulnerable a amenazas de un cambio de control. Grandes accionistas de la compradora prefieren financiar la operación con fondos internos o deuda (por tanto en efectivo) si puede verse amenazada su posición de control en el accionariado, en casos en que estos accionistas tengan un nivel intermedio de control y que target tenga una estructura de control concentrada.

4.1.6.6 OTRAS IMPLICACIONES DE LA FORMA DE PAGO

Hay toda una serie de implicaciones sobre la propia forma de pago que pasamos a cubrir en este epígrafe.

Tal es el caso del posible impacto impositivo, en tanto aspecto que determina la elección del modo de pago, tal como lo refieren **(Herath & Jahera Jr, 2002)** en una operación de compra directa de activos la empresa paga por el valor tangible de los activos identificados, el pago en efectivo permite a la adquirente comprar los activos de target y evitar contingencias y responsabilidades no registradas. Como consecuencia en el uso de efectivo para pagar por activos netos se genera *goodwill* (fondo de comercio). Mientras que las ofertas en efectivo no afectan directamente al impuesto pagado por la adquirente, aumenta el impuesto a pagar por las ganancias de capital realizadas por los accionistas de target y como resultado las ofertas en efectivo son más caras que las transacciones con acciones.

(Bruner, 2004) lo expone en términos de una mayor prima esperada por el accionista de target, que le compense la imposición a que estarán sujetos los beneficios que haga en la operación en las ofertas en efectivo, que en función de las condiciones fiscales pueden incluso duplicarse, por dos razones:

- Los impuestos para los accionistas de target se anticipan, creando una demanda por un mayor pago por el valor del dinero en el tiempo.
- El comprador puede cambiar su base impositiva de los activos adquiridos subiendo el techo de lo que está dispuesto a pagar por la transacción. El mismo efecto tienen las bases imponibles negativas anteriores.

Por otra parte el adquirente acumulará un mayor goodwill, cuya depreciación reducirá beneficios futuros y por tanto fiscalmente deducibles (aunque esto está cambiando con la normativa contable y no es igual en todos los países). Dependiendo de la importancia de mostrar mayores beneficios por el adquirente y el impuesto adicional a pagar por los accionistas de target, se ofrecerá el pago con efectivo o con acciones.

El propio Bruner (2004) refiere una serie de estudios empíricos previos que dan soporte al papel de la imposición en la determinación de la forma de pago, entre otros los de Wansley, Lane & Yang (1983), Harris, Franks & Mayer (1987) y Huang & Walking (1987).

El método de pago también afecta a la forma en que se ha de contabilizar la operación y por tanto tiene implicaciones en la medida de su resultado (King, Dalton, Daily & Covin, 2004). Históricamente ha habido dos métodos de contabilizar una adquisición: método de compra y el *pooling of interest*, usado cuando el adquirido lo es con acciones como pago y está asociado a mayores primas de adquisición, que se muestran como impacto negativo en el resultado post adquisición.

La elección sistemática del método de pago puede causar el impacto repetido en los resultados en el anuncio **en adquisiciones secuenciales** (Zhu, 2010). Aunque ningún estudio ha examinado el impacto del uso sistemático de uno u otro método de pago en los resultados de la operación, Zhu cree que esto puede suponer una explicación útil para la persistente tendencia en las F&A secuenciales.

Los estudios sobre formas de pago habían asumido que eran enteramente financiadas con fondos generados internamente. **(Martynova & Renneboog, 2009)** abordan por primera vez **el pago y las decisiones de financiación** en las F&A y muestran que las fuentes externas de financiación (deuda y capital) son empleadas frecuentemente incluso en las operaciones pagadas con efectivo y la decisión de la financiación de la operación y de la forma de pago de la misma son diferentes y condicionadas por factores distintos. Según estos autores la decisión de financiación de la operación está influenciada por las consideraciones del comprador sobre el coste del capital, de forma que los compradores ricos en efectivo optan por la fuente más barata de financiación que es el uso de fondos internamente generados, mientras que los que no tienen suficientes fondos internos recurren a capital externo para financiar las operaciones de F&A y emplean préstamos cuando tienen alta capacidad de endeudamiento y emisiones de capital cuando el sentimiento del inversor es positivo acerca del valor fundamental de la compañía. La financiación es en primera instancia determinada por el coste de capital, mientras que el coste de agencia no influye en la decisión de financiación, el modo en que se haga el pago indirectamente si lo hace.

En cualquier caso la decisión de financiación tiene **impacto significativo en el valor de la compradora (Martynova & Renneboog, 2009)**, porque los inversores interpretan como señales, tanto la elección del método de pago como la de las fuentes de financiación de la operación, cuando estiman los posibles valores sinérgicos de la operación al ser anunciada, penalizándola en el caso de pago con acciones y en cualquier operación que suponga financiación con capital (incluidos los pagos en efectivo y combinados efectivo y acciones). Los inversores consideran las emisiones de capital como una señal de que las acciones están sobrevaloradas. Las operaciones financiadas con fondos generados internamente tienen peores resultados que las financiadas con deuda, lo que sugiere que los inversores recelan que las operaciones pagadas con efectivo, en tanto que pueden ser indicio de motivación de construcción de imperios.

El tamaño relativo de las dos compañías es también relevante a estos efectos, ya que un mayor volumen absoluto de efectivo requerido para adquirir una compañía target grande, puede ser difícil de conseguir, de forma que **un adquirente que tenga grandes oportunidades de crecimiento buscará pagar adquisiciones mediante acciones ya que de esta forma preserva sus reservas de efectivo para financiar las inversiones que requiera para su crecimiento** (Martin (1996), Zhang (2003) y Swieringa & Schauten (2008)).

(Ismail & Krause, 2010) introducen variables adicionales como **las características inversoras de las compañías que se fusionan**, tales como si la operación es hostil, si hay

correlación entre las acciones de ambas empresas o la existencia de mecanismos de defensa, aunque encuentran evidencia de las explicaciones clásicas de asimetría de información, limitaciones presupuestarias o consideraciones fiscales. Sin embargo no llegan a considerar otros efectos como las condiciones del mercado bursátil, la estructura de propiedad de las empresas involucradas o el propio proceso de oferta de la F&A.

(Ooghe, Van Laere & De Langhe, 2006) estudian el caso de las operaciones con empresas no cotizadas, citan a Amihud et al. (1990), que ya mostró que las implicaciones de la indicación que da la forma de pago podría estar afectado por la estructura de propiedad de las empresas y citan a Chang (1998) & Da Silva Rosa et al. (2001) que lo confirman. Citan a Chang (1998) en su examen de los retornos del adquirente en el anuncio de una propuesta de compra cuando la target es una compañía no cotizada, indicando que el adquirente recibe retorno positivo, en contra de los resultados negativos que reciben los adquirentes de targets cotizados. En las ofertas en efectivo el oferente no recibe resultados, lo que sugiere diferentes implicaciones de la señal en función de cuál sea el método de pago entre ofertas a cotizadas y no cotizadas. Estos autores citan a **Da Silva Rosa et al. (2001)** para traer a colación los resultados en la misma línea que aportan en su estudio sobre oferentes no cotizados en Australia, en que determinan que el mayor coste de obtener información en las empresas no cotizadas está asociado a mejores resultados para el adquirente, ya que ellos capturan una mayor proporción de los beneficios esperados. **Las ofertas en efectivo generan retornos positivos, pero ofertas en acciones no están asociadas con buenos resultados para los oferentes.**

4.1.7 LA PRIMA

La literatura, según recogen (Gomes et al, 2013), ha venido señalando que “pagar demasiado” es una causa importante de fallo de las operaciones (citan a Anslinger, Copeland, & Thomas, 1996; Bower, 2001; Datta & Puia, 1995; Hayward, 2002; Inkpen, Sundaram, & Rockwood, 2000; Schweiger et al., 1993; Sirower, 1997), es una fuente de destrucción de valor (citan a Goold et al, 1994), debido a las dificultades de evaluación de target, especialmente en el caso de operaciones internacionales, debido a la asimetría de información (Seth et al., 2000). (Chatterjee, 2007) refiere en su estudio de sinergias el hecho de que la asimetría de información en el cálculo puede llegar a redundar en el pago de una prima mayor.

Uno de los factores considerados como significativo de los resultados de las operaciones **(Hitt et al., 2009)** es la magnitud de las primas pagadas en la compra (Krishnan, Hitt, & Park, 2007; Sirower, 1997), aunque ha sido examinado en una minoría de estudios. La prima es el precio pagado por la empresa target que excede de su valor de mercado pre-adquisición y su **justificación es la sinergia potencial que puede ser creada en la combinación de las dos empresas. Se paga para incitar a los accionistas de target a vender. Sin embargo la prima no debe y no puede ser mayor que la sinergia potencial si la adquisición produce resultados positivos.** Es difícil predecir el valor que puede crearse a

través de sinergias y también conseguirlas debido a los retos que se plantean en la integración (Sirower, 1997).

Según (Hitt et al., 2009) hay otras razones para pagar primas elevadas:

- El factor de agencia, cuando los máximos ejecutivos tienen comportamientos oportunistas para su propio beneficio, porque la adquisición aumenta el tamaño de la empresa y esto tiene impacto en su remuneración y aumenta su poder y si implica diversificación de la empresa reduce su propio riesgo. Dado que estos beneficios personales raramente producen resultados positivos para el adquirente, las operaciones acometidas por estas razones suelen ser no exitosas.
- *Hubris*: en cuanto al exceso de confianza de los gestores de poder conseguir las sinergias proyectadas cuando la empresa sea comprada e integrada. En estos casos las sinergias tienen pocas posibilidades de ser conseguidas en los niveles esperados y por tanto los resultados no son suficientes para compensar las primas pagadas (cita a Hayward & Hambrick, 1997).
- Que el CEO haga una due diligence no adecuada que permita ignorar la información negativa.
- La falta de familiaridad con los elementos críticos de la estrategia de adquisición
- La falta de conocimiento adecuado de target
- Problemas inesperados que tengan lugar en el proceso de integración
- Sesgo en la decisión, por ejemplo el uso de información sobre cotizaciones de 52 semanas para determinar la prima de adquisición (cita a Baker, Pan, & Wurgler 2009)
- Relaciones entre individuos de las dos compañías a nivel de consejos de administración
- Ofertas múltiples por un target que suponen que el adquirente con la oferta ganadora sobrestima el valor de target (cita a Coff, 2002)

El pago de primas elevadas penaliza el resultado de la operación, dada la imposibilidad de conseguir retornos adecuados que compensen la prima pagada, suponen una carga para los gestores de la adquirente para recuperar esos costes y conseguir las sinergias suficientes de la adquirida, lo que les lleva a emprender procesos de reestructuración para consolidar activos y vender otros que consideran redundantes o a acometer acciones más arriesgadas orientadas a reducir costes e incrementar los flujos de caja de la operación, como reducciones de plantilla a gran escala (Krishnan et al., 2007), la rotación que provocan erosiona el capital humano y reduce el desempeño de la adquirida ((Cording, Christman, & King, 2008) y daña el valor a largo plazo de los activos de la empresa adquirida. **Un 70% de las adquirentes fracasan en conseguir los resultados necesarios para compensar la prima pagada (citan a Sirower, 1997)**

Las primas pagadas por fusiones sinérgicas o entre empresas relacionadas son mayores que las de las fusiones puramente financieras o no relacionadas así como las horizontales

(dentro del mismo sector) (**Chatterjee, 2007**), precisamente por la expectativas de sinergias.

(**Laamanen, 2007**) estudia las primas (que cuantifica entre **un 20 – 30% del valor total de la adquisición**: en los 20 años anteriores a su estudio la prima promedio ha sido de 40% - 50% del valor de mercado de las target) y plantea que, al no poder explicar la prima con sinergias (cita a Slusky & Caves, 1991) la investigación previa la interpreta como un signo de poca calidad en la toma de decisión de la F&A (cita a Sirower, 1997), hubris (cita a Hayward & Hambrick, 1997), competencia para conseguir el target o imitación de prácticas en uso. Incluso hay estudios que argumentan que el pago de una alta prima de adquisición supone destrucción de valor para los accionistas de la adquirente y otros que utilizan el tamaño de la prima como una medida de la baja calidad del proceso de toma de decisiones (Beckman & Haunschild, 2002).

En cualquier caso (**Laamanen, 2007**) propone que si se siguen pagando primas, es por la existencia de diferentes combinaciones de recursos de target y de adquirente que pueden ser susceptibles de crear valor (cita a Capron, Dussauge, & Mitchell, 1998; Capron & Pistre, 2002), dichas combinaciones son difíciles de identificar y de asignarles un valor utilizando los instrumentos cuantitativos de investigación, siendo una categoría especialmente relevante el caso de las inversiones en targets I+D, pues las empresas con base tecnológica son más difíciles de valorar que las target en general. Este autor afirma que la prima se justifica cuando los recursos de target son difíciles por su valor en mercado (*market to value*) y que los resultados son más intensamente afectados por el nivel del precio total de la target, que por la influencia de la prima, cuyo papel es residual y puede ser usado para ajustar al alza la valoración de mercado, pero no para ajustar los precios de adquisición por debajo del valor de mercado. En el caso de los target I+D, las implicaciones en situaciones de F&A están relacionados con el ratio *investment-to-market* y los ratios de crecimiento de las empresas de I+D están estadística y significativamente relacionadas con la prima pagada por los adquirentes, si bien se acepta la existencia de asimetría de información, aunque el propio equipo gestor tenga incentivos para suministrar de información al mercado bursátil.

En este sentido (**Krishnan, Hitt & Park, 2007**) plantean como innegable el vínculo entre las primas pagadas en la adquisición, reducciones de plantilla subsiguientes y resultados pos adquisición, ya que cuando un adquirente paga una prima por el target, debe conseguir sinergias que excedan el coste de la adquisición incluida la prima pagada y cuanto mayor sea la prima mayores serán los retos que tendrán que afrontar los gestores para conseguir resultados positivos. La contribución de (**Krishnan, Hitt & Park, 2007**) es sugerir que una de las razones para los efectos negativos de las primas, es que a menudo inducen mayores reducciones de plantilla de las necesarias para conseguir las economías de escala, porque, a menos que tenga lugar de la venta de otros activos que lleven incorporada plantilla, las empresas son incapaces de gestionar las actividad que continúa de la empresa fusionada

con la efectividad necesaria para conseguir resultados mejorados. Además señalan la importancia del capital humano para conseguir la integración y materializar las sinergias.

Hay similitudes con el estudio de (Conyon et al. 2002) en los efectos de las F&A en el empleo, porque ambos sugieren que incrementos en productividad y eficiencias tras una F&A permiten una significativa reducción del número de empleados, aunque uno de los estudios ve a la prima de adquisición como catalizador de un exceso en la reducción de plantilla y el otro estudia los efectos en el empleo en operaciones entre empresas relacionadas y no relacionadas y muestra que en ambos casos se da una disminución significativa, aunque en las relacionadas el efecto es más pronunciado, como cabría esperar. Ambos estudios son complementarios. Conyon no llega a poder diferenciar entre la rotación voluntaria y la involuntaria, ni la identificación de que parte de las salidas de empleados están relacionadas con la venta de activos, ninguno de estos datos está disponible de fuentes secundarias.

Por su parte (**Díaz, Sanfilippo & López, 2009**) analizan el caso de las F&A bancarias en Europa y calculan a partir de qué porcentaje la prima supone sobrepago de la operación y (Dube & Glascock, 2006) estudian que transacciones hostiles tienen mayores primas que las amistosas, pero el mercado no diferencia entre F&A hostiles y amistosas en el corto plazo (citan a Schwert, 2000) según ellos mismos indican. Parte de la razón para la falta de diferencia en la reacción del mercado a adquirentes amistosos con menores primas en comparación con los hostiles puede ser que las fusiones, que son típicamente amistosas, son transacciones que aumentan el riesgo y requieren una mayor tasa de retorno.

En el contexto de las redes inter-organizacionales en decisiones de F&A, las empresas aprenden de las experiencias de sus socios de red (**Beckman, C. M., & Haunschild, 2002**), de modo que empresas con vínculos diversos pagan primas menores que las que tienen vínculos homogéneos. Estas menores primas se incorporan en la experiencia base de aquellas empresas con las que están vinculadas, aunque el problema es que sin nuevos vínculos, la diversidad se queda fuera del sistema. La implicación es que la red y la industria o población relevante de las organizaciones se moverá gradualmente hacia menores y menores primas hasta que la mayoría de la diversidad esté fuera del sistema y las primas crezcan de nuevo ya que las empresas ya no pueden aprender de otras. Un ejemplo son las industrias atascadas en prácticas específicas, incapaces de innovar, porque la diversidad ha salido de la base de experiencia de la industria. Estos autores afirman que las empresas también pagan menores primas cuando sus socios de red han completado operaciones de diversos tamaños, tienen información única y son ellos de tamaños diversos, concluyendo que la **experiencia colectiva de las redes afecta a la calidad de las decisiones de la empresa.**

4.1.8 ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN

La asimetría de información que ya describimos en epígrafes anteriores al referirlo a las implicaciones en la forma de pago de las operaciones, está presente en la toma de decisiones de las operaciones en distintas etapas de las operaciones, tanto pre como pos adquisición.

Glendon (2010) en su tesis doctoral trata la falta de evidencia cualitativa sobre la asimetría de información entre inversores en procesos de F&A, sin embargo la asimetría está presente en una u otra medida en muchos procesos, vinculada en muchas ocasiones al modelo de gobierno corporativo.

De hecho la asimetría de información es factor determinante a la hora de una buena estimación de las sinergias esperadas de una operación, puesto que el vendedor conoce mucho mejor el verdadero valor de lo que vende que el comprador (Chatterjee, 2007), sinergias que pueden finalmente redundar en prima de adquisición.

Según (Schoenberg, 2006) las reacciones ex-ante de los mercados de capitales a anuncios de adquisiciones no están relacionadas con las valoraciones ex-post de los managers, lo que refleja la asimetría de información que puede existir entre inversores y los equipos gestores de las compañías, en particular en lo relativo a aspectos de la implementación.

Autores como (Reuer et al., 2004) por su parte proponen que se recurra a mecanismos para reducir la asimetría de información a favor, tanto de la selección como de la evaluación de candidatos, para informar las decisiones y reducir riesgos, a través de ajustes en la estructura de los acuerdos.

Skaife & Wangerin (2013) ponen sobre la mesa el hecho de que operaciones con target con informes financieros de poca calidad son más propensos a terminar en quiebra. Según estos autores la investigación previa identifica cinco parámetros de información financiera de baja calidad: magnitud de provisiones discrecionales, la probabilidad de deficiencias de control interno, pasivos no reflejados en balance, errores en las previsiones de los analistas y dispersión de los análisis en proyecciones. Skaife & Wangerin (2013) concluyen que los adquirentes pagan primas más altas por target con información financiera de mala calidad, pero el hecho de aportar pruebas de esta mala calidad aumenta la probabilidad de que los acuerdos se renegocien y lo que es más, que se cierren. En esta línea (Bens, Goodman & Neamtiu, 2012) plantean que la información financiera previa puede, en determinados supuestos, estar condicionada por las presiones para que la operación tenga lugar y podría incluso redundar en la calidad de la información financiera post fusión, lo que distorsionaría las cifras relacionadas con los resultados de la operación.

En los casos de operaciones con distancia geográfica y especialmente trans fronterizas la asimetría de información toma una especial relevancia.

Autores como (Basu & Chevrier, 2011) plantean la asimetría de información en los procesos de F&A como resultado de **la distancia entre adquirente y target**. Según ellos plantean, la investigación hasta el momento ha vinculado la toma de decisiones de los inversores a la proximidad física entre los inversores y las oportunidades de inversión y el sesgo local se había tratado en la literatura en los 70s pero se había relacionado con las dificultades legales y operativas, mientras que autores como Coval & Moskowitz (1999) que ellos mismos citan, vieron que los inversores americanos preferían invertir en compañías que tenían la central cerca y que tal preferencia por la inversión local estaba relacionada con la ventaja de información disponible para los inversores locales. Si la distancia es un determinante importante de asimetría de información, ellos indican que es esperable que también impacte en otras áreas de la toma de decisiones corporativas.

Aunque estos estudios estudian la relación entre la distancia y la información asimétrica, hay pocos estudios que examinan el vínculo en el contexto de la toma de decisiones corporativa. Excepto Kedia et al. (2008), que examina fusiones en USA y su preferencia a elegir targets con centrales cerca, consiguiendo mejores resultados, aunque este estudio no considera el factor de medio de pago, que podría suponer una respuesta del adquirente a la incertidumbre (siendo el pago con acciones una forma de compartir el riesgo de sobreprecio de target con los propios accionistas de target)

Alessandrini et al, (2008) apunta que hay más formas en que la distancia influye en los resultados de la F&A, como que la distancia física puede implicar mayores costes de comunicación y redundar en mayor asimetría de información y que la distancia es un precursor de la distancia cultural entre las entidades a fusionar, aunque hay que considerar la posibilidad de que se trate de las tendencias a generar clúster geográficos, que podría explicar la preferencia por targets locales.

(Lin, Pantzalis & Park, 2009) abordan **el uso de derivados** como políticas de cobertura y su impacto en reducir la asimetría de la información relativa a los problemas de agencia, concluyendo que el uso de derivados tiene efecto en el resultado post adquisición, tema especialmente relevante para corporaciones multinacionales en el caso de adquirir targets en otros países. Los mismos autores en su trabajo de 2007 demuestran que la política de cobertura mejora la transparencia minorando la manipulación de precios.

Según (Qiu & Zhou, 2006) las **asimetrías de información generan incentivos para las empresas de diferentes países** para entrar en F&A, y desarrollan un modelo de información asimétrica para explicar las fusiones internacionales en términos de qué las incentiva y las protege. Normalmente las empresas locales, en comparación con las extranjeras, tienen más información y están más familiarizadas con las reglas y la cultura de trabajo, formas efectivas de publicitar, la red de distribución, regulaciones y las interacciones entre consumidores, proveedores y competidores, de modo que una fusión con una empresa local es la única forma que tiene una empresa internacional para

conseguirla directamente, con lo que esta asimetría de información crea incentivos para la fusión entre empresas de distintos países.

Como indican (**Benou, Gleason, & Madura, 2007**) la precepción del inversor puede ser más favorable cuando la adquisición involucra targets visibles y asesoramiento de bancos de inversión reputados, incluso la atención mediática en este caso puede tener impacto en la valoración. Visibilidad y credibilidad mejoran los beneficios percibidos del adquirente de targets internacionales que tienen sustanciales activos intangibles y un alto nivel de información asimétrica. Este es el caso de las empresas tecnológicas (en un sentido amplio: biotecnología, electrónica, software hardware, etc.), por su alta proporción de activos intangibles difíciles de valorar, pero que a través de F&A pueden construir su *core business*, extendiendo líneas de negocio y expandiéndose, geográficamente, para conseguir una posición dominante que es la mejor forma para asegurar su supervivencia. En estos casos el mercado no puede entender la tecnología propietaria porque requiere un alto nivel de conocimiento especializado, por tanto son incapaces de proyectar que tecnologías sobrevivan a la competición y resultaran líderes en la consolidación de sus mercados. Además la asimetría de información puede ser función de los incentivos para la toma de riesgo provocadas por la estructura de remuneración del equipo gestor. **El éxito de estas compañías es dependiente de un activo intangible altamente ilíquido difícil de reemplazar como es el capital humano. Todas estas condiciones provocan un alto grado de información asimétrica.** Estos autores concluyen que la respuesta del precio de las acciones a las F&A cross-border es más favorable para operaciones que involucran el asesoramiento de bancos de inversión de primera línea, lo que apoya la hipótesis de que la reputación de los bancos de inversión puede ayudar a mitigar las preocupaciones sobre el grado de información asimétrica asociada a target high-tech extranjeros.

Por su parte (Boeh, 2011) explora los costes de contratación de las F&A, entendidos como honorarios pagados y tiempo requerido en la fase de negociación y concluye que los compradores en operaciones internacionales suelen emplear mecanismos que afectan a la asimetría de información, lo que afecta **a los costes de contratación**, explicando así por qué las fusiones transfronterizas son más costosas y ejecutadas más rápidamente. **En casos de asimetría de información importante las empresas emplean mecanismos para reducirla incrementando la generación de información mediante el uso de ofertas públicas para obtener información de mercado y contratando asesores.**

La asimetría de información puede también tener impacto, tanto en caso de operaciones nacionales como *cross-border*, en temas de cumplimiento de regulación por parte de target (Ghosal & Sokol, 2013), que pueden suponer problemas a futuro, si no multas o penalizaciones, si bien puede también ser cubierto por asesores.

4.2 FACTORES SOFT

Una vez revisados los factores hard, pasamos a revisar los factores soft, considerando soft a aquellas variables básicamente cualitativas y de difícil cuantificación, en contraposición a las variables hard que están basadas en elementos medibles y cuantificables, que acabamos de cubrir en los epígrafes anteriores.

Si hay dos rasgos comunes en la literatura sobre F&A (Bogan & Just, 2009) es que todas las explicaciones están basadas en la idea de que la decisión de F&A es una acción racional y que no consiguen explicar completamente los resultados empíricos observados. Son sin embargo los factores soft, que pasamos a analizar en este capítulo, los que se postulan como la clave de las operaciones.

Hay acuerdo general entre los autores sobre el hecho de que el estudio del **impacto del factor humano** en la combinación de organizaciones llevará a un mejor entendimiento de su éxito o fracaso (Bijlsma-Frankema, 2001), hasta el punto de que el éxito o no de una F&A depende de **la percepción individual de la forma en que el proceso es manejado** y la dirección en la que la cultura se mueve (Kavanagh & Ashkanasy, 2006)

En los próximos epígrafes tratamos de recoger los comportamientos identificados como no tan racionales en la toma de decisiones sobre F&A:

La forma en que son gestionadas las F&A es determinante de sus resultados (**Marks & Mirvis, 2000**). No en vano un gran porcentaje de los fracasos en las operaciones son atribuidos a problemas relacionados con los empleados según puntualizan (**Nikandrou, Papalexandris & Bourantas, 2000**). Como ya anticipaban Marks & Mirvis (1986), durante las F&As los empleados experimentan lo que se ha dado en llamar el **“síndrome de la fusión”** (*“merger syndrome”*), que viene acompañado de un aumento en el egoísmo o interés personal (*self-interest*), ya que los empleados empiezan a preocuparse por lo que la integración realmente significa para ellos, sus ingresos y sus carreras. En este sentido, la gestión de los recursos humanos demuestra ser cada vez más importante para el resultado de las F&A (cita a Marks, 1997), que no se trata simplemente de transacciones financieras, sino de procesos que pueden afectar significativamente la vida laboral de las personas (cita a Cartwright & Cooper, 1996). Los empleados pueden estar afectados por estrés, temor y ansiedad sobre sus propias carreras (cita a McBain, 1999; Griffith, 2000), lo que puede redundar en reducción de la productividad, incremento del absentismo, baja satisfacción laboral, resistencia al cambio, derrotismo y un comportamiento negativo general (Nikandrou et al., 2000). El no tener en cuenta el lado humano de las F&As, se convierte en una de las principales razones de fracaso de las F&As (Appelbaum et al., 2000).

Los propios (Marks & Mirvis, 2011), que ya describieran el síndrome como la principal causa de problemas culturales individuales y organizacionales, plantean que una forma de mitigar sus efectos es una visión preliminar realista de la fusión que proporcione información detallada pertinente al respecto.

Las F&A son normalmente una fuente de incertidumbre y trauma y pueden terminar en conflictos (citan a Buono & Bowditch, 1989). Las **diferencias culturales pueden provocar ansiedad, evaluación negativa de los homólogos y etnocentrismo** (citan a Nahavandi & Malekzadeh, 1988) y las F&A son vistas en general por los empleados como experiencias especialmente difíciles emocionalmente por lo que suponen de incertidumbre, ansiedad, inseguridad, estrés y sentimiento de pérdida (citan a Kiefer, 2002). Estos problemas son considerados como los más comunes por varios autores como de crucial importancia de la gestión de los Recursos Humanos e incluyen: dificultad en la mezcla de culturas y sistemas, caída en la calidad de servicio, pobre motivación, pérdida del personal clave, pérdida de clientes y pérdida del foco en los objetivos a largo plazo.

Los investigadores en general están de acuerdo en que **el capital humano** es la clave de una gestión efectiva de las F&A (Appelbaum et al. 2000). Un fallo en **conseguir el compromiso de los empleados** tendrá serias consecuencias en el futuro de la empresa.

Appelbaum, Lefrancois, Tonna y Shapiro (2007) hacen un análisis de la literatura reciente sobre la influencia de los factores soft en los procesos de integración. Concluyendo que los principales problemas siguen siendo la comunicación a lo largo de todo el proceso, para gestionar la resistencia al cambio y el stress que puede generar (**Messmer, 2006**). De hecho uno de los problemas en los procesos de F&A es que algunos directivos no son conscientes de que comprar otra empresa implica más que simplemente una compra de activos, un espacio, capital y equipamiento (citan a Feldman & Murata 1991), sino que implica estructuras corporativas, estilos de gestión, expectativas de empleados y políticas y prácticas de recursos humanos (Appelbaum et al. 2000). El propio Messmer (2006) identifica dos diferentes **estrategias para gestionar la ansiedad** que todo proceso de F&A puede llegar a crear entre los empleados: comunicación desde el principio del proceso e involucración de los equipos directivos.

Pero si el management juega un papel importante en la iniciación de la F&A, los empleados tienen un rol crucial en el proceso post integración (Meyer, 2008).

(**Larsson, Driver, Holmqvist & Sweet, 2001**) postulan que al incorporar organizaciones previamente separadas, puede darse el caso de **desintegración de las carreras individuales** con despidos, reducción de oportunidades de promoción, planes de carrera alterados y otros cambios que generan resistencia. Esta es la peor representación de la movilización, motivación, experiencia, compromiso y competencia, todo lo cual es normalmente justificado como crítico para una F&A. Las organizaciones tienen la oportunidad de seleccionar nuevas combinaciones e integrar trabajo de forma que las carreras individuales puedan ser reintegradas en los objetivos de la F&A con los objetivos y motivaciones de los participantes afectados por ella, reconociendo y apoyando las diferentes motivaciones y perfiles de competencias.

4.2.1.1 LA TRANSICIÓN EN SI MISMA

Como lo describe (Marks, 2007) una transición es un evento que termina en un cambio en los supuestos sobre uno mismo y el mundo y por tanto requiere el correspondiente cambio en las expectativas de uno, comportamientos y relaciones (cita a Marks, 2003). Una transición puede ser para mejor y para peor y puede dar lugar tanto a oportunidades para el crecimiento psicológico como deterioro (cita a Moss, 1976). Normalmente el resultado de una transición tiene tanto implicaciones positivas como negativas para la misma persona, sin embargo los individuos tienden a fijar los aspectos negativos de la transición (Marks & Mirvis, 1998). En los términos en que lo utiliza Marks (2007) las transiciones organizacionales son eventos difíciles de gestionar y las condiciones en que se hacen tienden a dificultar el uso de prácticas de gestión del cambio organizacional como la articulación de una visión clara, la comunicación adecuada y en tiempo y la construcción de coaliciones políticas (cita a Kotter, 1995), los despidos son duros para los gestores y por tanto las reestructuraciones tienden a ser mal administradas con un auto impuesto sentido de urgencia para hacer los recortes lo más rápidamente posible en vez de cuidadosamente. Como indica Marks las consecuencias de una transición mal administrada tienen manifestaciones en el comportamiento y en las actitudes que en una integración puede suponer centralización de información, comunicación restrictiva y confiar en respuestas habituales que pueden ser disfuncionales, en concreto la comunicación organizacional se deteriora y aumenta la rigidez en la gestión. Los empleados supervivientes tienen falta de dirección en la priorización del trabajo, evitan riesgos e incrementan la ambigüedad de roles, el comportamiento político y las disfunciones en el trabajo en equipo (Marks & DeMeuse, 2003), trabajan duro pero no son efectivos.

En palabras de Marks, la adaptación a la transición tiene lugar en dos etapas: en la primera la energía se dirige a minimizar el impacto no deseable o debilitar aspectos de la transición y la segunda a maximizar el crecimiento o el desarrollo de las oportunidades inherentes a la transición. La transición que supone una F&A puede utilizarse para reemplazar estructuras, culturas y procesos más coherentes con las nuevas condiciones de entorno y los retos competitivos, un estímulo para ayudar a los individuos a abandonar actitudes, expectativas y comportamientos que pueden haber sido congruentes con la realidad pre-transición e identificar y adoptar nuevas coherentes con la nueva realidad. Pero los empleados tienden a percibir las consecuencias negativas de la transición y no perciben las mejoras en su situación laboral personal o en la efectividad general de la organización.

Sin embargo la adaptación a una transición discontinua es psicológicamente más agotadora que el cambio continuo (Marks, 2003). El **cambio** es un camino a un estado conocido, ordenado, incremental y con pasos continuos, en comparación con una **transición**, que es un camino a una situación no conocida, que implica muchos cambios simultáneos e interactivos y adopta nuevas formas de pensar, organizar y realizar actividades. En muchas organizaciones la transición discontinua se ha convertido en una forma de vida. El cambio continuo discontinuo no es una condición natural de vida y la resistencia es la respuesta

que puede ser esperada, resistencia que no necesariamente es una resistencia al cambio *per se* sino pérdida de lo conocido. En una F&A el potencial de pérdida (real y percibido) es grande, porque todo lo anterior está en riesgo de ser modificado en la nueva entidad corporativa. Tal como lo explicita (Marks, 2003) todas las personas en la organización se encuentran con dos fuerzas para mantener el *status quo* y para el cambio, que se contrarrestan entre sí con un balance en cambio constante:

- Terminar con lo viejo debilitando las fuerzas por mantener el *status quo*
- Aceptar lo nuevo fortaleciendo las fuerzas para crecer

Las fuerzas por uno y otro varían y cubren aspectos emocionales e intelectuales de la transición, aunque cuantos más cambios experimente una persona en el trabajo, mas emociones negativas tienen lugar. **Las emociones constituyen una legítima expresión de las experiencias individuales, que necesitan ser reconocidas y respondidas respetuosamente por el management.** Los líderes han de dejarlas aflorar y entender cómo afectan a las actividades del trabajo y las relaciones al abordar desafíos y cambios organizacionales y a nivel **intelectual** la transición se facilita a través de actividades de toma de sentido organizacional, todo ello según Marks.

De cara a facilitar la adaptación tras la transición, la combinación de las dos tareas (debilitar las fuerzas de lo antiguo y fortalecer las de lo nuevo) y los niveles emocional e intelectual, producen cuatro elementos que facilitan la adaptación:

- Empatía: dejar claro que se reconocen las necesidades, sentimientos, problemas y visiones de los empleados en el proceso, legitima las respuestas a la transición, aumenta la conciencia del proceso de adaptación y acelera el ritmo al que se mueve la transición.
- Compromiso (*engagement*): crear el entendimiento y el apoyo para finalizar lo viejo y aceptar las nuevas realidades organizacionales. Implica la adaptación de la comunicación a la situación de transición en cada etapa, involucrar a las personas en la priorización del trabajo y diagnosticar y eliminar las barreras a la adaptación.
- Energía: conseguir entusiasmo sobre las realidades de la nueva organización y apoyarles en conseguirlas, clarificando la visión de la nueva y mejor organización, creando oportunidades para la reflexión pública y éxitos a corto plazo y dando apoyo emocional a las personas.
- Aplicación (*enforcement*): consolidar un conjunto de percepciones, expectativas y comportamientos para ayudar a las personas a abordar su nueva situación, involucrándolas en la visión post-transición, alineando sistemas y estándares operativos con las nuevas realidades organizacionales y monitorizando el desarrollo de la organización deseada post-transición.

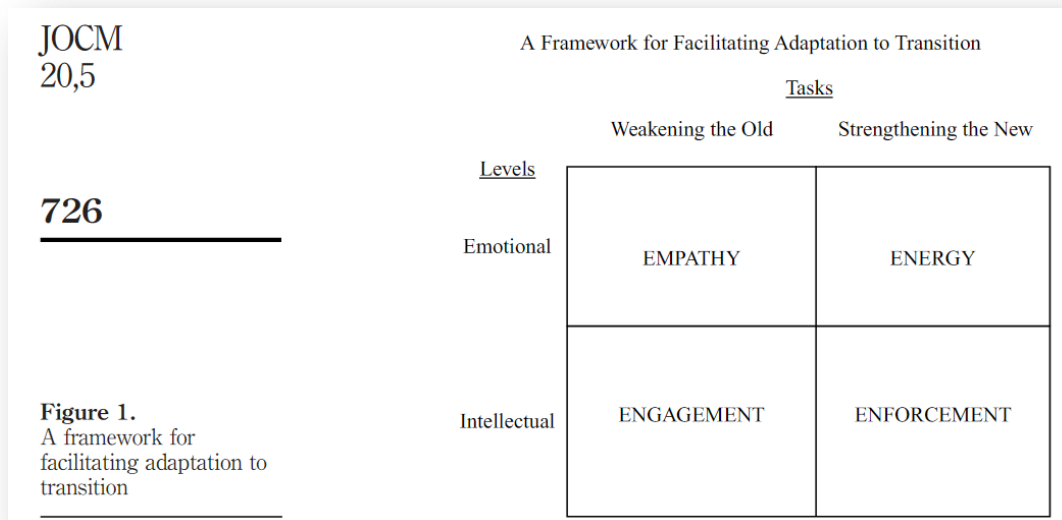


Ilustración 9 Marco de adaptación a la transición (Marks, 2007)

Según (Marks, 2005) el orden y los tiempos para una **recuperación del entorno de trabajo** varia de una situación a otra y sus elementos no son necesariamente secuenciales, porque las fases de la adaptación a la transición no son estancas y su evolución es dinámica.

4.2.1.2 EL CAPITAL SOCIAL Y LAS CAPACIDADES

(Blyler & Coff, 2003) definen el **Capital Social como los beneficios que los actores consiguen a través de sus vínculos sociales**, que es distinto de los años de educación o las horas de entrenamiento que son las medidas habituales del capital humano. Estos autores **vinculan el capital social con las capacidades dinámicas y los patrones de generación de resultados**. Capacidades dinámicas definidas como el proceso de integrar, reconfigurar, conseguir y liberar recursos (citan a Eisenhardt & Martin, 2000), para encajar y crear cambio en el mercado, lo que genera resultados a través de nuevas formas de ventaja competitiva (citan a Teece et al, 1997).

El capital social es un componente esencial de las capacidades dinámicas (Blyler & Coff, 2003) en tanto que permite la gestión de los recursos que es uno de los aspectos de estas capacidades (el capital social también puede tener impacto en los costes de rotación). El capital social esta más correlacionado con los resultados de la empresa en entornos volátiles que en entornos estables.

Según (Bryson, 2003) la literatura identifica tres factores claves que suponen importantes consideraciones para la **estabilidad de la plantilla: estabilidad laboral (*job security*), procedimientos justos (*procedural fairness*) y comunicación**.

Dando un paso más allá de los estudios que abordan las F&A desde los dos enfoques clásicos: la combinación de recursos tras la adquisición y el foco en el factor humano, (Colombo, Conca, Buongiorno & Gnan, 2007) proponen un modelo integrado donde los

efectos de ambos factores clave son testados simultáneamente y considerando tres variables claves: planificación y conocimiento de adquisiciones previas y conocimiento de relaciones previas, enfocando **el proceso mismo como una fuente de valor**. Confirmando que el principal efecto en el desempeño de la operación se obtiene a partir de la **reorganización de los recursos de gestión**, el clima organizacional aunque es importante tiene menos impacto. Cuanto antes se acometan los cambios mejores resultados se conseguirán. La planificación del proceso de integración tiene un efecto positivo en tanto que permite que el conocimiento que la organización ha conseguido de su experiencia previa se complete y **se combine con el conocimiento del adquirido de sus relaciones de asociación previas (previous partnership relationships)**.

Las organizaciones que saldrán airoas de las F&A son las que tienen las mejores capacidades para efectuar la adquisición adecuada y que pueden implementar la mejor integración, estas capacidades son *“the name of the game”* (Chatzkel & Saint-Onge, 2007):

“Quantum gains in both value and performance are very possible through acquisitions. With the perspectives developed in this paper there is no need to leave value on the table. At the same time the most significant gain is to cultivate the capability for mapping and carrying out effective acquisitions as part of a continuing strategy for enhancing performance and creating the future organization. That will be the ultimate competitive advantage.” (Chatzkel & Saint-Onge, 2007)

El foco en las capacidades es lo que caracteriza el salto cuántico en los resultados de las F&A: agilidad estratégica, agilidad de mercado, organización building (capacidad de construir la cultura adecuada, implementar los principios de liderazgo adecuados, construir confianza, procesos robustos, tener los incentivos adecuados y relacionados con las iniciativas), gestión de las personas (capacidad de reconocer el talento, construir sobre las fortalezas, selección rápida de personas y asegurarse de que todos tienen el nivel adecuado de reto que no subestime ni sobrestime sus capacidades), gestión de proyecto y de proceso, gestión del conocimiento, aprendizaje e innovación. Cuando estas capacidades interactúan con catalizadores como: estrategia de cliente, estrategia organizativa, cultura de integración, principios de liderazgo, estrategia de las personas, sistemas integrados de conocimiento y arquitectura de tecnologías de la información, la organización puede conseguir un salto cuántico en valor.

Especialmente las grandes operaciones (*larger acquisitions that are at a scale of 15 percent of greater of the acquirer’s value*), que tienen mayores requerimientos y ramificaciones, dado su tamaño y complejidad, requieren que las organizaciones se replanteen su intento estratégico, recalibren sus ofertas y relaciones y tomen decisiones para dimensionar la oportunidad de la adquisición para una transformación cuántica en una nueva entidad, que requiere mucho más que lo necesario para dar el retorno a los accionistas. Las operaciones más pequeñas son fundamentalmente incorporaciones que pueden tener lugar sin un

cambio significativo en la organización adquirente y aunque pueden ser significativas en el tiempo, no suponen el reto o posibilidades ni en el proceso de adquisiciones ni en la integración que lo que supone las operaciones mayores.

(Chun & Whitfield, 2008) en línea con estudios anteriores sobre **recursos socialmente arraigados** (*socially-embedded*), demuestra que estos recursos dificultan la capacidad de la empresa fusionada para integrar algunos recursos, confirma lo que investigaciones previas aseguraban sobre las obligaciones sociales (*social constraints*) que impiden a una empresa cambiar la forma en la que usa los recursos para establecer una ventaja competitiva e identifica dos obligaciones sociales en particular: **costes hundidos cognitivos y la reticencia a desafiar las tradiciones sociales, que contribuyen a la incapacidad de la empresa fusionada para integrar con éxito funciones determinadas tras una fusión**. El estudio proporciona evidencia empírica que apoya el argumento teórico de que recursos socialmente arraigados involucrados en los sistemas de información (IS), el conocimiento y las capacidades de cada empresa previas a la operación, les permitían establecer una ventaja competitiva en sus respectivos entornos de mercado y valida la idea de que el contexto social en que las firmas compiten, de hecho contribuye al desarrollo de su ventaja competitiva. Uno de los objetivos de los gestores en el proceso de integración ha de ser el liderar la integración de los recursos clave de las organizaciones que se combinan, para lo que es necesario entender como recursos como los sistemas de información, conocimiento y capacidades pueden ayudar o entorpecer los esfuerzos de integración.

Para **(Zollo & Singh, 2004)** las decisiones post adquisición y los **procesos de construcción de capacidades** (*capability-building processes*) afectan a los resultados de las F&A. con la perspectiva de las adquisiciones basada en el conocimiento (*knowledge-based perspective*). Para mejorar los resultados con las operaciones de F&A es necesario, no solo seleccionar un adecuado mix de integración, sino tener simultáneamente las capacidades desarrolladas para implementarlo. Las empresas desarrollan competencias colectivas no solo por acumulación de experiencia, sino invirtiendo tiempo y esfuerzo en actividades que requieren mayor esfuerzo cognitivo para producir conciencia de mejora. Aprenden directamente articulando y codificando las lecciones que aprenden de experiencias previas, incluso si no son conscientes. En muchos casos, los beneficios de las eficiencias en costes conseguidas a través de mayores niveles de integración pueden ser mayores que los costes inherentes al proceso de integración.

(Mingo, 2009) estudia el impacto **de las F&A en los resultados de otras unidades de negocio en la compañía adquirente**, que puede llegar a ser significativo y no igual en todos los casos. El periodo post adquisición puede ser particularmente disruptivo y estas unidades requerirán mayor apoyo por parte de las oficinas centrales, aunque por otra parte también tendrán los beneficios de la adición de una nueva componente de la red de empresa. Una unidad de negocio próxima geográficamente a la unidad recién adquirida experimenta una disminución en su desempeño, en contraste una unidad industrial que sea operacionalmente similar experimenta un incremento en su desempeño operacional.

Ambos efectos tienden a disminuir en el tiempo y el desempeño tiende a estabilizarse. El tamaño de la unidad previamente existente compensa el efecto de la proximidad geográfica y la similitud operacional, cuanto mayor sea el tamaño menor el impacto negativo de la proximidad geográfica y menor el efecto de la similitud operacional.

Meyer et al. (2003) por su parte muestran los potenciales escollos que puede suponer el ignorar el hecho de que **el cambio organizacional es un proceso evolutivo, cuya clave está en la capacidad de crear capacidades**, adquirentes que combinan la transferencia de recursos con la delegación a la unidad de negocio local para que desarrolle sus propias capacidades resultan más exitosos en la construcción de nuevas capacidades, que redundan en un mayor activo para el global de la operación.

Chawla & Kelloway (2004) desarrollan y testan un modelo que predice la apertura y el compromiso con el cambio a gran escala y la resistencia al cambio, aunque propone que estrategias adecuadas de gestión pueden atenuar la respuesta al cambio. Las variables del modelo son confianza, comunicación, participación, estabilidad en el trabajo y justicia. A través de una encuesta recogieron actitudes y reacciones al cambio que tiene lugar durante las F&A, sus resultados:

- Comunicación y estabilidad en el trabajo predicen la apertura y la confianza directamente e indirectamente a través de la justicia
- La participación predice confianza directamente e indirectamente pero la apertura al cambio solo indirectamente a través de la justicia
- Apertura y confianza predicen intención de salida
- La intención de salida predice negligencia

El estudio resalta la importancia de la **percepción de justicia en el cambio organizacional**: un trato justo provoca confianza y la confianza es muy importante para el éxito del cambio. En términos de plazos: la resistencia al cambio puede perdurar en el tiempo, en línea con Covin et al. (1997) que citan, que ya mencionaba la necesidad de cinco a siete años para que los empleados sientan digerida la fusión, mientras que el compromiso no necesariamente mejora con el tiempo.

La participación de los empleados en el cambio incita a la aceptación del cambio y el compromiso (Wanberg & Banas, 2000)

En otro orden de cosas, en un entorno de rápidos avances tecnológicos que reducen los ciclos de vida de producto e incrementan la complejidad tecnológica, una razón para acometer F&A es acceder al conocimiento tecnológico y **mejorar las capacidades para el desarrollo de nuevos productos** (*new product development capabilities NPD*) (Chen, Chang & Lin, 2010) examinan las posibles ventajas y efectos post-fusión de la integración departamental en el desarrollo de nuevos productos (NPD) utilizando dos determinantes: visión de producto y ventaja competitiva de producto. Los resultados revelan que la integración interdepartamental no está positivamente relacionada con la ventaja

competitiva de nuevos productos. En una primera etapa los equipos no están familiarizados entre sí, lo que dificulta las sinergias. Esto requiere un esfuerzo de integración de los equipos que disminuye el *mapping time*, una vez los empleados llegan a un entendimiento tácito mutuo, la capacidad del equipo de desarrollar nuevos productos está disminuida, y aun mas en los entornos multinacionales. El estudio confirma que cuando se formula una visión ambiciosa de producto, ventaja competitiva de nuevos productos, mejora el resultado del desarrollo de nuevos productos, que depende de una adecuada integración interdepartamental post-fusión. La visión de producto es crucial para mejorar la ventaja competitiva de nuevos productos en relación al incremento del resultado del desarrollo de nuevos productos. El desarrollo de la ventaja competitiva con nuevos productos requiere interacción de los equipos que están impactados por la integración, **la visión de producto tiene impacto directo en los resultados de la ventaja competitiva y esta visión está condicionada por la integración interdepartamental.**

Las nuevas formas modernas de relaciones pueden ser campo de investigación futura al compararlo con las F&A desde el punto de vista de comportamiento organizacional, como es el caso de *networks*, alianzas estratégicas y las relaciones entre empresas matrices y subsidiarias (Appelbaum et al. 2007)

4.2.1.3 LA CREACIÓN DE SENTIDO

En otro orden de cosas, también en relación al componente soft de la integración y en contraposición a los modelos racionalistas (Vaara, 2003) plantea la toma de decisiones en la integración post adquisición desde la perspectiva de creación de sentido para lo que define cuatro características específicas de la toma de decisiones post adquisición que a menudo crean impedimentos para la efectiva integración organizacional:

- ambigüedad inherente
- confusión cultural
- hipocresía organizacional
- politización de los problemas.

Estas tendencias irracionales interrelacionadas, se añaden a las que ponían sobre la mesa estudios previos sobre problemas frecuentes en la toma de decisiones post adquisición (cita a Birkinshaw et al 2000 y anteriores). La ambigüedad en torno a los problemas de

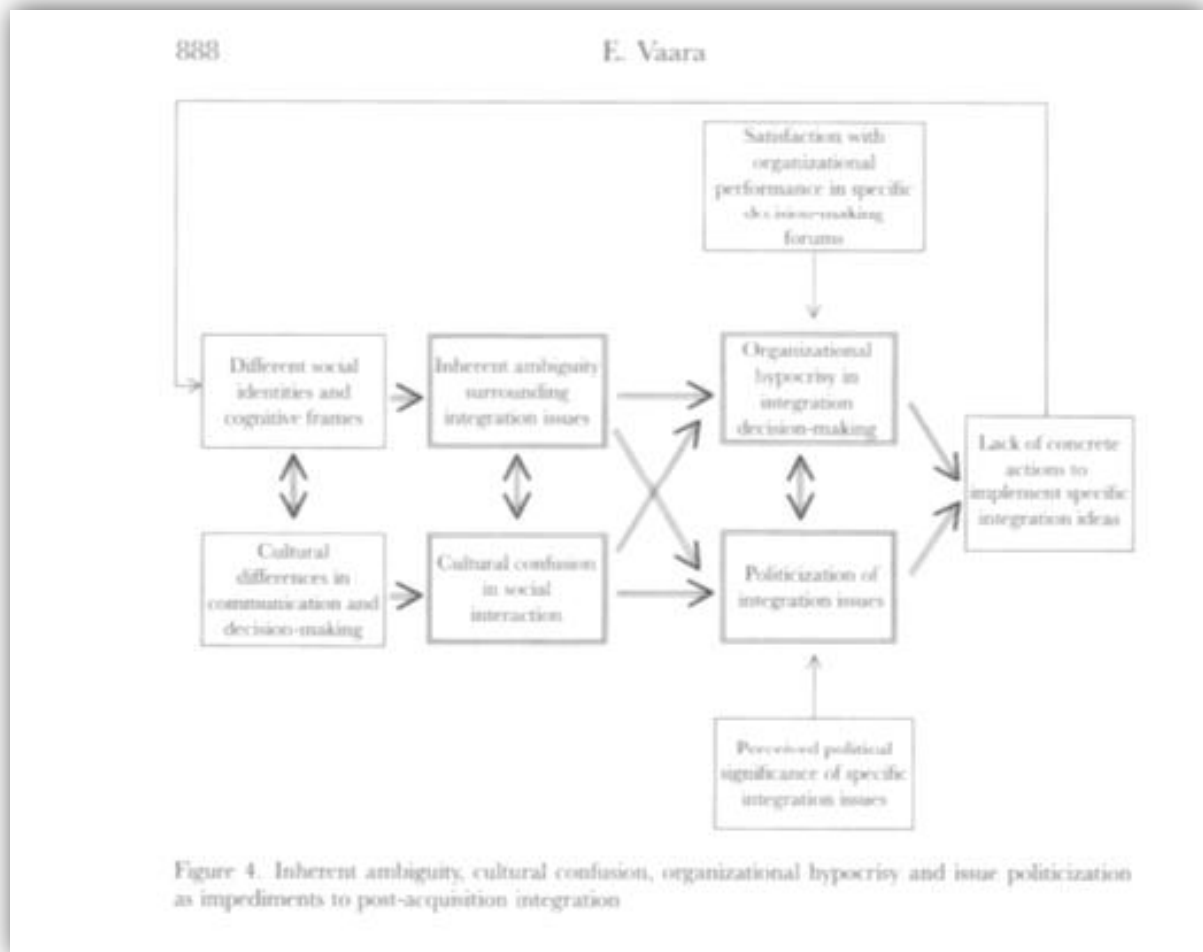


Ilustración 10 Modelo de creación de sentido (Vaara, 2003)

integración puede ser un problema fundamental inherente a la situación de integración que combina personas de diferentes orígenes e identidades sociales, ambigüedad que en contextos internacionales suele ir ligada a confusión cultural creada por diferencias en la comunicación y en las prácticas de toma de decisiones. Con el tiempo esta ambigüedad y confusión cultural puede producir hipocresía organizacional si y cuando las ideas de integración promovidas en discusiones generales no se corresponden con las acciones consecuentes en varias partes de la organización post adquisición. Ambigüedad y confusión pueden convertirse en politización en circunstancias en que los cambios son vistos como políticamente significativos, lo que es fácil que se de en organizaciones complejas en que determinados roles y responsabilidades están repartidas entre responsables clave con diferentes orígenes nacionales y organizacionales, distintos colectivos interpretan los problemas de formas diferentes. Reconocer el impacto de la estructura interna del equipo gestor es importante, porque puede suponer confrontamientos cruzados con diferentes marcos de referencia y lógicas. Estas ambigüedades *per se* crean impedimentos para una efectiva integración y son una causa fundamental de otros rasgos irracionales de la toma

de decisiones. El poder de los mandos intermedios es importante porque aporta un contrapeso a la visión formal (jerárquica) del poder de los gestores como decisores.

4.2.1.4 LA IDENTIFICACIÓN ORGANIZACIONAL

(Bartels, Douwes, Jong & Pruyn, 2006) abordan la integración en términos de **identificación organizacional** y explican su desarrollo con cinco determinantes:

- La identificación con la organización pre-fusión
- El sentido de continuidad
- Utilidad esperada de la F&A
- Clima de comunicación antes de la F&A
- La comunicación sobre la F&A

Según estos autores, la medida en que los empleados sean capaces de identificarse con la organización puede ser un factor crucial en el proceso de integración, tanto entre los empleados directamente involucrados como en los no **involucrados la identificación pre-fusión es un predictor de la esperada identificación post-fusión**. Y la medida en que los empleados estén dispuestos a identificarse con la organización post-fusión puede ser considerada un factor (socio-psicológico) clave de éxito de la fusión (Van Knippenberg et al., 2002).

Otros factores que tienen influencia durante el proceso de fusión son la utilidad esperada de la fusión y la confianza de los empleados en la fusión y son relevantes tanto para empleados directamente involucrados como para los no involucrados. Ello sugiere la importancia de los gestores de la organización durante la fusión en la monitorización y la influencia de las expectativas de los empleados sobre la operación, tanto a nivel personal como organizacional y a estos efectos la comunicación es la herramienta más importante que puede ser utilizada para manejar las expectativas de los empleados, pero además del rol que juega la comunicación en la creación de expectativas en los empleados, hay una relación directa entre la comunicación organizacional y la identificación esperada post-fusión.

Estudios anteriores muestran que el **prestigio externo percibido (PEP) y el clima de comunicación influye en la identificación organizacional de los empleados**. (Bartels, Pruyn & de Jong, 2009) muestran en una fusión interna (cuatro divisiones que se fusionan en dos nuevas) que **la identificación pre-fusión** influye en la identificación post-fusión al mismo nivel organizacional y que los determinantes de la identificación organizacional difieren de los determinantes de la identificación por división: El clima de comunicación interno es particularmente importante para la identificación de los empleados con su división y el PEP afecta a la identificación de los empleados con la organización en general.

Los cambios inducidos por la F&A pueden cuestionar los **procesos de identificación** al trastocar el alineamiento cognitivo y sus accesorios emocionales (*cognitive alignment &*

emotional alignment) (Millward & Kyriakidou, 2004) los empleados pueden resistirse al cambio organizacional a menos que la correspondiente identidad futura sea percibida como atractiva en relación con la identidad existente, lo que significa que **la percepción del paradigma de la futura organización debe ser deseable** (autoprotección si no mejora en la mayoría si no en todos los principios de identidad) **y defendible** (percibido como legítimo y válido) (citan a Ashforth & Mael, 1996). Las oportunidades de desarrollo: en la medida en que los empleados sientan que están siendo desarrollados (aprendiendo nuevas habilidades transferibles, adquiriendo conocimientos importantes o ganando credibilidad personal o confianza) y por tanto aumentando su empleabilidad, las organizaciones pueden hasta cierto punto, superar las preocupaciones de los empleados sobre su futura inseguridad en el trabajo al facilitarles seguridad subjetiva al contribuir a su máximo potencial personal. De esta forma la organización se asegura la inversión humana necesaria para el éxito en términos financieros. Aunque el desarrollo puede no ser el único anclaje, el punto es que **el capital humano es un activo crucial** y ha de ser adecuadamente gestionado y una vía es el concepto de carrera en su potencial para vincular identidades individuales y de la organización en el tiempo a través de una gestión activa de las relaciones laborales.

4.2.1.5 LA SEDE

(Lawlor, 2008) Introduce el papel y **la importancia de un nuevo entorno físico** en la etapa post-integración, que puede suponer una fuente de motivación y satisfacción en el trabajo para los participantes, aunque el componente de la territorialidad que puede ir asociado puede llevar a una mentalidad ellos y nosotros.

El impacto de la sede se refleja en la rotación y es abordado en epígrafes ad-hoc más adelante en este trabajo.

4.2.2 CONFIANZA

La motivación de los managers para cooperar viene del espíritu de equipo y la confianza, que es precisamente lo que puede faltar en la nueva empresa fusionada (Seabright, 2004). Si las personas no confían en los demás, entonces el objetivo primario de las partes será asegurar sus intereses personales, en lugar de sacrificarlos en beneficio de todos en la empresa (Flynn, 2005). Esto da lugar al oportunismo de los managers sobre las inversiones de otros managers.

Las F&A fuerzan a los empleados a examinar y, a menudo a cambiar, su entendimiento de la organización. (Searle & Ball, 2004), para lo que es fundamental el desarrollo y **mantenimiento de la confianza** en la organización que experimenta una F&A. Estos autores identifican cuatro temas centrales que revelan diferencias entre confianza y desconfianza:

- La importancia de los cambios percibidos al contrato psicológico

- La justicia organizacional

Type of theme	Trust	Distrust
Psychological contract	Personal experience of transactional contract Procedural justice – participation Clarity of new goals	Negative examples from others Lack of interactional justice – respect and information Lack of equity – more work for same/less pay
Organisational justice	Procedural justice – participation, consistency, accuracy, freedom from bias	Lack of procedural Justice – participation, consistency, accuracy, freedom from bias Lack of interactional justice – respect and information Symbolic meaning of mistakes
Reputation	Personal experience interactional justice – respect	Lack of interactional justice – respect and information Broken promises Deliberate lies Experiences of others
Risk assessment	Familiarity Benevolent intent No link with effectiveness	Not

Table II.
Determinants of trust and distrust

Ilustración 11 Determinantes de confianza y desconfianza (Searle & Ball, 2004)

- La reputación de los individuos
- La gestión del riesgo

La creación de sentido (abordada en un epígrafe anterior) **requiere de congruencia entre lo que se hace y lo que se dice y la relación entre los managers y sus subordinados es crítica en la generación de percepción de justicia. Mientras que la confianza se enfoca en el nivel individual, la desconfianza se sustenta y promueve a través de las experiencias de otros**, y la importancia de las experiencias de otros toma más importancia a falta de suficiente comunicación formal. La organización no debe depender de los supervivientes para construir los puentes a la confianza, sino que ha de gestionar activamente las relaciones necesarias, puesto que no se trata de una mera justicia del proceso, sino el tratamiento de los supervivientes, especialmente en términos de respeto.

Aunque no solo se trata de justicia organizacional, sino de justicia procedimental (Melkonian et al, 2011), ya que el impacto de la percepción de justicia distributiva en actitudes y comportamientos es más fuerte que el impacto de la percepción de justicia de procedimiento, como abordamos en el epígrafe de disposición a cooperar.

Pero las operaciones, según (Nikandrou, Papalexandris & Bourantas, 2000) tienen a menudo un impacto negativo en el comportamiento de los empleados resultando en prácticas contra-productivas como absentismo, baja moral e insatisfacción laboral. Un factor importante que impacta en unos buenos resultados es la habilidad del top management para conseguir la **confianza de los trabajadores. Las variables que impactan en la confianza en los gestores son entre otras: una comunicación frecuente antes y después de la F&A, la calidad de las relaciones entre empleados y el grado de tolerancia al cambio y en contra el sentimiento de los empleados sobre la incertidumbre**

económica. Un claro entendimiento de los factores que afectan la percepción de la fiabilidad de los managers permitirá a los equipos de adquirente y adquirido promover el compromiso de las personas y los deseos de colaborar en el desarrollo de la nueva compañía. **Las F&A son unos de los más traumáticos tipos de cambio organizacional, romper la confianza y aumentar la incertidumbre lleva a los empleados a comportamientos interesados (*self-serving behaviours*).**

(GRAEBNER, 2009) explora **la confianza y la decepción** en las F&A con una visión diádica que presta igual atención a compradores y vendedores, porque las dos partes tienen visiones asimétricas en cuanto a la fiabilidad de sus homólogos. Estas asimetrías surgen, persisten e influyen en los comportamientos, incluidas las tendencias a comportamientos decepcionantes o preventivos de la decepción y las convicciones acerca de si los homólogos son fiables y confiados son normalmente erróneas.

Existe una relación estadísticamente significativa entre la percepción de confianza y esperanza de los supervivientes a las F&A y su compromiso afectivo (Orzag, 2002). Es importante construir confianza antes, durante y después de la F&A. Según (Ozag, 2006) existe relación entre la confianza de los supervivientes de la fusión y la esperanza en la organización y sus compromisos normativos, pero no está relacionada con el compromiso de continuidad. **La confianza en el management reduce la percepción de amenaza y perjuicio y facilita respuestas de los supervivientes para la determinación de objetivos.** La esperanza aumenta la sensación en los supervivientes de que pueden manejarse con la fusión y altos niveles de esperanza producen respuestas más activas. La falta de confianza de los supervivientes en la fusión facilita respuestas destructivas, en que el foco de los supervivientes está en objetivos fuera de la organización.

4.2.3 NETWORK

Una F&A puede causar un **cambio dramático en una business network (Öberg, Henneberg & Mouzas, 2007)**, que a su vez afecta al conocimiento gerencial (*managerial cognition*) y a las actividades de management. Tras la F&A los managers necesitan adaptar sus redes previas de forma radical, puesto que una F&A constituye un cambio sustancial en las características del mercado y por tanto supone un desafío para el gestor en relación a las rutinas y visiones mantenidas durante tiempo sobre como las redes de trabajo funcionan en la práctica. Las *Network pictures* se definen como **mapas cognitivos de la red externa**. La literatura hasta el momento asume un flujo cíclico y suave entre *network pictures* y actividades de *networking*, relación que puede fomentarse con comunicación susceptible de complementarse con manifestaciones de las *network pictures* a través de artefactos organizacionales, sistemas de información, mapas, planes operativos, carteras de clientes, etc. Que ayuden a articular y codificar las *network pictures* modificadas a consecuencia de la F&A.

En términos de gestión de las propias redes (Galpin & Whittington, 2010) integran la transgresión de relaciones y la integración organizacional, para presentar un modelo de “reparación” de la red desmontada como consecuencia de la F&A, o *Merger repair* que incluye las cuestiones claves para cada paso como guía de la información que se requiere identificar:

- el estado pre-fusión de la relación empleado / empleador, en términos de confianza, afecto e intercambio
- la transgresión en la integración: integridad y/o competencia
- el impacto de las transgresiones en la relación empleado / empleador: que factores como confianza, afecto e intercambio han sido impactados y hasta qué punto
- la gestión para reparar el daño en la relación: que acciones pueden acometerse para reparar los factores dañados
- los efectos de dichas acciones: cuál es el estado de la confianza, afecto e intercambio tras la reparación

Figure 1
Conceptual Framework for Merger Repair

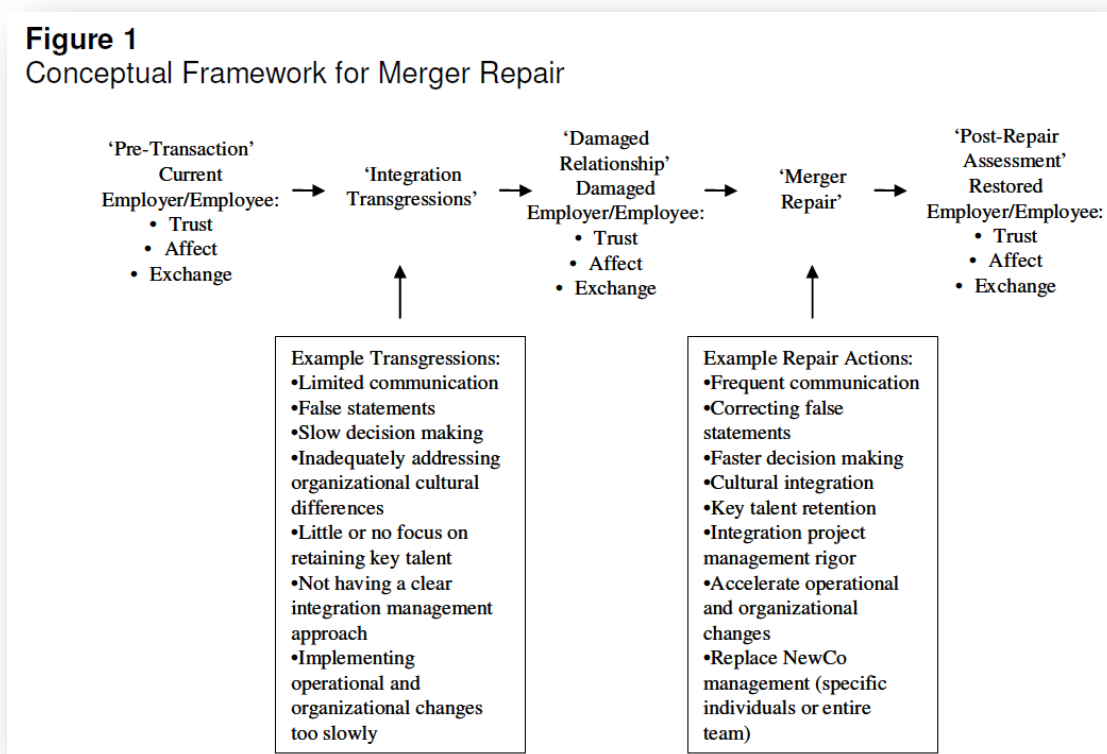


Ilustración 12 Marco conceptual para reparación de operaciones (Galpin & Whittington, 2010)

4.2.4 CAMBIOS EN EL CONTRATO PSICOLÓGICO

La percepción tanto de las obligaciones como de las contribuciones de la organización cambian tras una F&A (Bellou, 2006) y los empleados con capacidad de cambio limitada son más proclives a considerar que sus contratos han cambiado.

El contrato psicológico es crítico para entender las reacciones de los empleados al cambio (Bligh & Carsten, 2005; Shield et al., 2002 citado por Bellow, 2006) y se trata de identificar los cambios en la percepción de los empleados sobre los contenidos del contrato psicológico. En términos de Bellou (2006) los empleados asignan a la organización post-fusión menos obligaciones relacionales (como empleo a largo plazo, soporte a problemas personales, involucración en la toma de decisiones y reconocimiento) y por otra parte tienden a creer que lo que pueden conseguir de la organización integrada está por debajo de lo que solían conseguir de la pre fusionada. Los empleados que confían en sí mismos tienden a percibir la F&A y los cambios que supone como un desafío a explorar en vez de un problema que evitar o superar, por el contrario los que temen los cambios pueden estar inclinados a creer que la F&A es una limitación que causa serios problemas y afecta negativamente a su relación como empleado, lo que confirma que **en importantes cambios organizacionales la distinta naturaleza de la mano de obra supone gestión personalizada de los contratos psicológicos**. Bellou (2006) expone que es esencial para las organizaciones la gestión continua y la renegociación que acomode los términos del acuerdo con el empleado para encajar la nueva situación, que constata el hecho de que la literatura supone que el contenido del contrato psicológico se altera debido a los cambios que tienen lugar en la organización, en caso de cambios organizacionales importantes (Coyle-Shapiro & Kessler, 2000 citado por Bellow, 2006), el contenido de las promesas mutuas se hace menos claro y la transformación del contrato es inevitable, de forma que las **reestructuraciones organizacionales vienen seguidas de reestructuraciones en el contrato psicológico** (Inkson et al., 2001 citado por Bellow, 2006).

En una F&A cambia la naturaleza, orientación y carácter de uno de los socios, con lo que **necesita ser establecido un nuevo contrato psicológico entre los empleados y la organización integrada**, las características de la personalidad contribuyen a diferencias perceptuales en ruptura y violación del contrato. En este sentido una clara, consistente, comprensiva y actualizada información puede mejorar las capacidades de gestión de los empleados, lo que redundará en aumentos de su productividad (Appelbaum et al., 2000), limita sus intenciones de rotación (Chawla & Kelloway, 2004) e incrementa su deseo de contribuir al rediseño de la organización (Cunningham et al., 2002), evitando un mal desempeño de la organización post-integración (Thach & Nyman, 2001).

(Bligh & Carsten, 2005) plantean la **conceptualización multi foco del contrato psicológico**: los managers tienen una obligación bidireccional con la organización y con sus subordinados (*upward & downward contracts*). Dadas las negativas consecuencias de la ruptura del contrato y la importancia de preservar los elementos contractuales durante el

cambio organizacional es importante identificar el potencial número de contratos que pueden ser vulnerables a ser violados y los elementos contractuales destacables. Confirma que de acuerdo con Marks (2001) Los contratos psicológicos pueden mantenerse simultáneamente con múltiples miembros de la organización y cobra importancia la prioridad que dan los managers a sus múltiples contratos en la organización: por una parte han de dar apoyo emocional, honesto, comunicación directa a los empleos para mantener sus obligaciones contractuales con ellos y por otra no pueden compartir toda la información de la que disponen desde instancias más altas en la organización, lo que les pone en la posición de no poder siempre comunicar información vital que potencialmente evitaría la percepción de sus empleados de ruptura del contrato psicológico. Por otra parte, siempre, según describen estos autores, la organización ha de proporcionar a los managers los recursos adecuados en cada etapa del proceso para evitar la sensación de ruptura de esa parte del contrato, porque les dificulta el dar soporte a los empleados cuando ellos tienen la percepción de que el apoyo de los niveles más altos de la organización es insuficiente.

En cuanto a los aspectos más relevantes de las relaciones contractuales, los managers tienden a dar más importancia a los aspectos relacionales de sus relaciones contractuales como la comunicación o el apoyo emocional, mientras que los empleados de niveles más bajos de la organización ponen más énfasis en el mantenimiento de los aspectos transaccionales de sus contratos psicológicos, lo que supone el riesgo de que inadvertidamente se pasen por alto necesidades transaccionales de los empleados y aumente el riesgo de ruptura. Esto explica la razón por la que hay más rupturas de contrato por parte de los trabajadores que de los managers (Lester et al., 2002)

4.2.5 COMUNICACIÓN

La comunicación es la razón número uno de fracasos en F&A según el *Kennedy's global PMI survey* citado en Bert et al. 2003 (Appelbaum et al. 2000) y la mayor barrera para la integración es el no conseguir el compromiso de los empleados.

Hay acuerdo general en la literatura acerca de su relevancia en el proceso y su papel determinante de otros factores como incertidumbre, gestión de expectativas y foco en el negocio entre otros. A continuación recogemos las distintas menciones:

La comunicación influye en la capacidad de los empleados para adoptar una nueva cultura, apoyar el proceso de cambio y gestionar el stress (Appelbaum et al. 2000).

Estudios empíricos sobre la percepción de los empleados de los procesos de F&A desde el punto de vista de la comunicación (Lazaridis, 2003) indican que algunas veces el equipo directivo olvida mantener a los empleados informados sobre las negociaciones y los cambios que podrían afectar a sus empleos.

La existencia de un programa de comunicación (**Papadakis, 2005**) es un factor particularmente significativo en la explicación del éxito de las F&A. Del mismo modo, un survey de Bert et al. (2003) mostró que la escasa comunicación es el problema más importante, y enfatiza que los problemas post-fusión son en gran medida debidos a choque de culturas y diferentes estilos de gestión. (Lodorfos & Boateng, 2006) indican que la comunicación es crítica en la generación de confianza entre las compañías involucradas en la F&A y en consecuencia contribuye a una integración exitosa. La falta de una comunicación efectiva agudiza las diferencias culturales, creando tensión entre los empleados.

La comunicación juega un papel central en el proceso de adquisición (Gomes et al, 2013): durante la pre adquisición las compañías necesitan poner un especial esfuerzo en comunicar adecuadamente para evitar incertidumbre a los empleados, ausencia de información produce incertidumbre y la generación de rumores que pueden tener efectos dañinos. Una pobre comunicación puede dañar el proceso de adquisición (Angwin, 2001; Inkpen et al., 2000; Jemison & Sitkin, 1986; Light, 2001 citados en Gomes et al, 2013), ya que la incertidumbre puede convertirse en falta de confianza y puede llegar a causar temor e incluso acciones disfuncionales y malestar. Pero para que la comunicación efectiva sea efectiva es necesario el establecimiento de los niveles adecuados de expectativas (Hubbard & Purcell, 2001 citado por Gomes et al, 2013) y ha de ser justa, reflexiva y precisa (Angwin, 2000). La conclusión de Teerikangas (2012) es que la forma en que el adquirente comunica sus intenciones es determinante en la generación de expectativas en los empleados de la adquirida.

La comunicación ha de ser puntual y regular, honesta y dando información directa, junto con una visión realista de los futuros obstáculos y oportunidades, que reducirá el riesgo de rumores, malos entendidos o expectativas erróneas (Messmer, 2006). El no poder mantener altos niveles de motivación puede desembocar en pérdida de lealtad, resentimiento y al final rotación.

Según (**Papadakis, 2005**) puesto que la integración depende de cómo de bien las circunscripciones internas sean persuadidas, el programa de comunicación puede jugar un papel vital. Incluso en los casos en que el management no se sienta preparado para comunicar en las primeras etapas, el silencio es interpretado negativamente como un signo de liderazgo débil y objetivos no claros. **El silencio además intensifica el estrés en los miembros de la organización porque sienten incertidumbre sobre su propio futuro.** Los empleados están buscando respuestas a las cuestiones sobre ellos mismos: Como esta fusión va a afectar a “mi” carrera, cuál será mi rol en la nueva organización, por que debo apuntarme a la nueva visión y estrategia... Las operaciones exitosas comunican lo antes posible y lo más frecuentemente posible a empleados, clientes, socios, inversores y medios. **Los esfuerzos de comunicación deben ser sistemáticos y crear un clima interno de justicia.**

Aspectos de la comunicación como honestidad, consistencia, frecuencia y fiabilidad (*reliability*) han demostrado ser significativos (Nikandrou et al., 2000), por tanto algunos investigadores recomiendan que las compañías creen pronto en el proceso un programa de comunicación flexible y comprensible y comuniquen a los miembros de la organización lo antes posible el impacto que la integración tendrá en ellos.

Según (Balle, 2008) los elementos cruciales en el proceso de comunicación habrían de ser:

- **How? Selección de la estrategia de comunicación: la selección de los canales**
 - Central media: como reuniones de todos los empleados, intranet, revista interna como soportes típicos que estén a disposición de todos los empleados y puedan ser elegidos por los ellos. Se trata de proporcionar un marco de referencia y un agente cultural, para construir una identidad corporativa común y subrayar el valor de aceptar y permitir a los mandos intermedios como un comunicador crítico y agente del cambio en este proceso. Normalmente no proporciona la posibilidad de dialogo.
 - Local media: el papel de los mandos intermedios como agentes del cambio, comunicación descentralizada y con la ventaja de aportar relevancia y credibilidad.
- **What? Mensajes y contenido:**
 - Información de hechos clara, consistente y continua
 - Comunicación de identidad: tratamiento de los temas culturales y cuestiones de identidad, verbalizar las pérdidas, preparar mentalmente a los empleados para el proceso de cambio, construir puentes entre las identidades de las dos compañías para facilitar la transición y en el largo plazo construir una identidad corporativa conjunta. Esta comunicación puede tener lugar vía *Storytelling*, visualización o exposición de los agentes del cambio.
- **Who? Takeholders y diferenciación:** diferenciar los grupos objeto de la comunicación en base a su experiencia, intereses y sentimientos en relación a la F&A. Por ejemplo en términos de: profesión, posición en la organización, antigüedad, localización geográfica, jerarquía, estructura de incentivos o forma de remuneración, o cualquier otro que sea relevante a cada organización en concreto. Evaluados en dimensiones como: nivel de influencia en la integración, nivel de cambio esperado, expectativas / preocupaciones / problemas / conflictos, reacciones esperadas y papel en el proceso de cambio.

La comunicación es la herramienta más importante que puede ser implementada para gestionar las expectativas de los empleados. (Bartels, Douwes, Jong & Pruyn, 2006), pero el papel de las variables de comunicación es diferente entre dos grupos de empleados:

- la comunicación sobre la F&A solo contribuye a la identificación organizacional de los empleados directamente involucrados y la forma en que perciben los cambios.

La calidad de la comunicación sobre la fusión es un factor importante: la cantidad y calidad de información recibida y hasta qué punto los gestores escuchan sus necesidades e ideas durante el proceso.

- el clima de comunicación solo afecta a la identificación de los empleados involucrados indirectamente. Su foco está en la relación entre su propia organización y la nueva organización fusionada.

Los dos grupos de empleados pueden tener distintas necesidades de comunicación en el proceso de fusión y ésta ha de ser adaptada en sus estrategias para acomodar esta diversidad. En ambos grupos la identificación pre-fusión es un predictor de la esperada identificación post-fusión. Siempre según Bartels, et al. (2006), el principal foco en las situaciones de fusión son los empleados que serán parte de la nueva organización. El proceso de identificación post-fusión puede ser distinto para los empleados directamente y los no directamente involucrados. Además del rol que juega la comunicación en la creación de expectativas en los empleados, hay una relación directa entre la comunicación organizacional y la identificación esperada post-fusión.

Una buena comunicación es difícil de conseguir, ya que implica superar numerosos potenciales obstáculos (Appelbaum et al. 2000), que han de superar los líderes de la organización, cuyo papel es crucial. La importancia de cómo los líderes pueden gestionar efectivamente y motivar a los empleados durante la F&A se recoge en un modelo que diseñan (Thach & Nyman, 2001), basado en su experiencia práctica, que se enfoca en la etapa del proceso de integración que ellos consideran más retador y que llaman "limbo". El limbo es la primera parte del proceso de F&A y se caracteriza por la falta de información, en ocasiones debido a restricciones regulatorias o legales, incertidumbre o ambigüedad y afecta tanto a empleados como a equipo gestor. El modelo se estructura en torno a seis principales categorías de habilidades:

- "*Emotional acknowledgement*" o la capacidad de los líderes para gestionar las reacciones de los empleados al anuncio de la F&A, es importante tomarse tiempo para hablar con los empleados sobre sus emociones y también el propio líder manejar sus emociones.
- Renegociar las prioridades y los objetivos del negocio a la vista de la F&A, es inevitable una pérdida de productividad, aunque no se puede desatender al cliente en el día a día.
- Incrementar la comunicación hasta en un ratio de tres veces el nivel habitual de reuniones. Son útiles mecanismos como las políticas de puertas abiertas y *feedback* para mantener el contacto con el equipo gestor.
- Motivación e incentivos como herramientas importantes
- Creatividad e involucración, incluyendo la revisión de procesos que normalmente son difíciles de cambiar: las F&A son oportunidades de cambiar cosas

- Las operaciones del día a día no pueden ser fagocitadas por el evento que supone la F&A, aunque requerirá de esfuerzos adicionales por las personas implicadas (Messmer, 2006)

Investigaciones más recientes como la de (Moffat & McLean, 2010) "**Merger as conversation**" introducen ya estrategias de integración cultural post-merger apoyadas en **nuevas tecnologías de red** como una posibilidad de ampliar las posibilidades de participación y evitar la ambigüedad y la incertidumbre asociada con las F&A, utilizarlas para que emerjan nuevos patrones culturales. Mediante el uso de representaciones metafóricas de las culturas origen se puede crear una plataforma útil para generar diálogo y entendimiento de las culturas. De hecho los autores ponen el énfasis en la formación de la cultura en contraposición a la integración cultural, una cultura entendida como "conversación a varias voces".

Para (Kavanagh & Ashkanasy, 2006) la comunicación y la transparencia en el proceso de cambio son importantes, ya que es lo que determina no solo como será considerado el líder, sino también quien será considerado como líder. Los líderes necesitan ser competentes y entrenados en el proceso de transformar las organizaciones, para asegurar que los individuos en la organización acepten los cambios que implica la fusión.

(Van de Ven et al, 2008) métodos integradores de comunicación abierta, involucración y resolución de conflictos en una iniciativa de cambio organizacional moderan las relaciones entre la **diversidad** entre empleados y los resultados de la organización. La diversidad proporciona el potencial por más y más amplia información para la toma de decisiones, pero este potencial depende del proceso de integración, los comportamientos integradores moderan la mejora en el resultado efecto del pluralismo. Hay dispersión en las conclusiones de los estudios sobre diversidad porque usan dimensiones fácilmente observables de diferencias incluyendo atributos demográficos primarios como edad, género, raza, *background* funcional y puesto, cuando estos atributos demográficos son utilizados como indicadores de diferencias cognitivas entre individuos, que son más difíciles de medir y por tanto han recibido menos atención empírica (van Knippenberg & Schippers, 2007). Van de Ven et al (2008) abordan un entendimiento de la diversidad cognitiva examinando modelos mentales de interacciones entre individuos con comportamiento integrador que impacta en los resultados. Por otra parte, hasta este momento se habían venido manejando dos tipos de moderadores para explicarlo: factores afectivos (como conflicto y cohesión) y factores relacionados con la tarea (motivación y aptitud) (Van Knippenberg, De Dreu, & Homan, 2003), Van de Ven et al proponen que el comportamiento integrador modera la relación entre la diversidad de modelo mental y cognitivo y los resultados

La literatura sugiere (Bryson, 2003) que las estrategias de comunicación sirven para reducir la incertidumbre, pero también reconoce que el personal está frecuentemente escéptico acerca de los mensajes del management. Aún más, es evidente que tal escepticismo no

está fuera de lugar en momentos de cambio, cuando el futuro es incierto. La investigación en procedimientos de justicia enfatiza la importancia de la comunicación en dos sentidos, en que tanto managers como empleados pueden hacer oír sus opiniones, preocupaciones, deseos y dar información. Lo que también muestra es que las oportunidades para expresar opiniones son percibidas como justas, aunque esto se niega si la opinión se percibe como ignorada por quien toma las decisiones.

(Vaara, 2003) pone sobre la mesa algunas reflexiones adicionales, como el que las opciones de lenguaje tienen un profundo significado simbólico para las relaciones de poder de las partes, o que la integración post adquisición es un proceso menos fácil de controlar de lo que la literatura ha venido sugiriendo. Hay determinadas implicaciones que una planificación debe tener en cuenta: ser sensible a los diferentes tipos de interpretaciones y entendimiento que los planes de integración y entender que los planes de integración pueden ser interpretados de diferentes formas, prestar atención a la comunicación interna, el hecho de crear diferentes tipos de foros de discusión no garantiza la integración efectiva aunque ayuda a las personas a entender las diferencias en su visión y compromiso para abordar acciones y crear plataformas políticas para conseguir aceptación y legitimidad para los cambios. Las irracionalidades en la toma de decisiones pasan fácilmente desapercibidas porque el foco está en los obstáculos aparentes a la integración como diferencias operacionales o resistencias de la plantilla.

(Vaara, Tienari, Piekkari & Säntti, 2005) la elección de un lenguaje corporativo oficial no es neutral, sino que tiene muchos tipos de implicaciones de poder. La complejidad de las relaciones de poder puede ser entendida examinando las implicaciones a tres niveles de análisis:

- Interacción social episódica: el lenguaje está ligado a interpretaciones y reconstrucciones de competencia profesional. Las redes de comunicación e interacciones se establecen en base a la capacidad o no de hablar el idioma oficial.
- Identidad, vinculado a identidades nacionales e internacionales y subjetividades y la construcción de imágenes de superioridad e inferioridad, capaz incluso de reproducir identidades y subjetividades relacionadas con post colonialismos y equivalentes
- Implicaciones estructurales a largo plazo, puede contribuir a perpetuar estas relaciones de superioridad

En definitiva, las políticas de lenguaje corporativo son práctica inevitable, pero tienen implicaciones en el poder de la organización que suelen ser pasados por alto, y deben ser tenidas en cuenta seriamente según estos autores.

(Sinkovics, Zagelmeyer & Kusstatscher, 2011) introducen el papel de las emociones en las F&A cross-border. La literatura habitualmente asume que las organizaciones son entidades lógicas y racionales, no reconoce que las F&A son situaciones altamente emocionales y requieren el reconocimiento de las dimensiones de recursos psicológicos, culturales y

dimensión humana para gestionar adecuadamente la comunicación y el comportamiento. Las emociones son provocadas por estímulos percibidos como el comportamiento de los gestores y la comunicación y ello implica una disposición a la acción (*action-readiness*). Esto implica que **las emociones de los empleados tienen un impacto importante en sus deseos de contribuir al éxito de la F&A.**

En términos de comunicación, lo que supone comunicación frecuente y suficiente es solo una percepción individual y no un hecho objetivo, solo lo que sea percibido es importante, por lo que requiere especial atención la correspondencia entre la comunicación y el comportamiento del management y la valoración de calidad de la comunicación. Hay una conexión entre el estilo de comunicación (apertura, honestidad y frecuencia) y las emociones positivas / negativas de los empleados. Las redes informales son importantes en este sentido y especialmente durante el proceso de integración. En periodos de alta incertidumbre y mucho cambio organizacional es crucial para los empleados contar con un superior a quien conozcan bien y en quien confíen que les prepare para los cambios y que les informe sobre las implicaciones negativas de esos cambios, el rol de los mandos intermedios es importante especialmente en las grandes organizaciones en que la dirección y los propietarios son considerados como distantes de los empleados.

En cuanto al comportamiento, para que esté ligado a la comunicación, los mensajes deben ser consistentes y soportados por señales tangibles si quieren conseguir credibilidad, la implementación ha de tener lugar rápidamente, dejando poco hueco a la incertidumbre, proporcionando resultados visibles lo antes posible, porque generan sentimientos positivos y gratificación de los esfuerzos que ayudan a la convicción. Es importante tanto para los empleados despedidos como para los supervivientes recibir señales de aprecio sobre su contribución a la compañía: la percepción de sinceridad y honestidad en el reconocimiento incrementa el nivel de comprensión y aceptación de los cambios desagradables necesarios. Las reacciones de los empleados dependen fundamentalmente de la forma en que se comunican las malas noticias y el trato que reciben del management, la comunicación lógica y racional de las razones de la operación no son suficientes para convencer a los empleados y el evitar o intentar reducir la intensidad de las emociones no ayuda, por lo que los managers necesitan aceptar que las emociones tienen un papel crítico y tomar conciencia del impacto de sus palabras y sus comportamientos en las emociones en la comunicación y los procesos de integración.

(Lodorfos & Boateng, 2006) Para mitigar los problemas de comunicación proponen que los gestores no solo den información sino que involucren activamente a todos los *stakeholders* y especialmente a los empleados en el proceso de integración. Sugieren la implementación de un sistema de rotación de puestos de trabajo donde los actores clave intercambien sus posiciones y trabajen con sus homólogos en la compañía fusionada para familiarizarse con ellos y con la forma en que se hacen las cosas en cada una de las compañías. Incluso sugieren que el proceso de integración debe tener una subtarea para la integración de las culturas.

4.2.6 ÉTICA Y RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

La Ética es también relevante en los procesos de F&A, en conexión con la cultura organizativa: las organizaciones necesitan, no solo tener un código ético, sino también asegurarse de que se comunica a los empleados. El examen del contenido del código ético y los medios para comunicarlo permite **comparar la congruencia ética entre dos compañías**. En las F&A puede darse el caso de que haya divergencia en su compromiso con la ética de los negocios y especialmente en el caso de las *cross-country* que implica combinación diferentes ámbitos culturales. Good (2005) indica que es necesario **considerar la compatibilidad a nivel filosófico y ético de dos organizaciones que se fusionan, para evitar posibles conflictos éticos**, que si no se consideran aparecerán más adelante en el proceso y habrá de ser abordado en la etapa post-merger:

“A strong corporate culture founded on ethical business principles and moral values is a vital force behind continued strategic success”. Y por consiguiente, “culture can be examined to see the kinds of ethical signals given to employees” (Daft, 2000).

El estudio de la Responsabilidad Social Corporativa en las fusiones ha sido limitado a las responsabilidades económicas y legales y presta mucha más atención al mantenimiento de la lealtad de accionistas o consumidores (**Chun, 2009**). A pesar de que la ética de una F&A debe estar basada no solo en la consecución de los objetivos financieros sino también dependiente de sus efectos en todos los stakeholders involucrados (cita a Donaldson, 1989; Heffern, 1989). Desde un enfoque de virtud ética (**Chun, 2009**) explora las diferencias entre las visiones de los empleados de la organización fusionada en subgrupos, para explicar el impacto de la virtud organizacional percibida, en respuesta emocional a la organización fusionada incluyendo satisfacción, apego emocional, seguridad laboral y lealtad. En palabras de la propia autora, una organización puede llegar a ignorar sus responsabilidades no obligatorias para con sus empleados durante un cambio como el que supone una F&A, provocando la desafección y el sentimiento de inseguridad, ignorando la perspectiva ética. Visto con el enfoque de virtud ética para identificar las visiones de los empleados y su experiencia de la compañía fusionada, las virtudes no obligatorias tales como calidez y empatía son las más importantes en la creación de una respuesta emocional positiva de los empleados a la nueva organización fusionada. **Esto resalta la importancia de la comunicación en el proceso, porque, en periodos de incertidumbre como el que supone una F&A, los empleados tienden a rellenar los huecos en la comunicación con rumores que atribuyen los peores motivos posibles a los que tienen el control.** La autora concluye que la **incertidumbre es más dañina que las malas noticias y una pobre comunicación crea incertidumbre.**

La virtud ética es uno de los tres principales enfoques de la ética en los negocios, junto con *Kantian* (o *duty based approach*, se enfoca en las responsabilidades legales en situaciones con despidos, redundancias o transferencias) y *Utilitarian* (presta más atención a las

relaciones coste y beneficios, como la visión de que una buena empresa no lo es si no es rentable), estos dos últimos comparten el enfoque racionalista en el comportamiento ético aunque con diferentes principios. **La virtud ética se diferencia de los otros enfoques en su capacidad de capturar emociones y su preocupación por la felicidad.** (Chun, 2009) define seis dimensiones de virtud validadas a nivel de organización que incluyen tanto aspectos morales como no morales de virtud: integridad, calidez, empatía, entusiasmo, conciencia y coraje.

En definitiva una F&A representa una situación en que un grupo de stakeholders y accionistas desea un beneficio de un cambio organizacional grande, esta ganancia puede ser a expensas de los empleados, que pueden ser desafectados por el mismo cambio y las compañías deben tener una responsabilidad para con sus empleados que va más allá del salario y las condiciones. Un mal manejo de estos aspectos en la integración puede explicar un índice de fracasos en conseguir alcanzar las expectativas de los inversores.

4.2.7 CULTURA: DIFERENCIAS Y CAMBIO

En palabras de (Marks, 1999) la cultura organizativa es como la respiración, la gente no es consciente de su cultura organizativa, pero cuando entran en una combinación que supone una F&A, toman conciencia de cómo su forma de hacer las cosas es distinta de los de la otra parte y cuando se sienten amenazados por el proceso (normalmente porque se ven en la parte más débil) no solo enfatizan las diferencias, sino que también se sienten vulnerables y temen perder la forma a la que están habituados a manejarse. El mismo autor indica que el choque cultural tiene etapas previsibles: primero la gente se da cuenta de las diferencias en como los de la otra parte enfocan su trabajo y reevalúan su propia forma de hacer las cosas, entonces empiezan a evaluar las diferencias entre las compañías, y luego empiezan a atacar al otro y defenderse ellos mismos.

Las **diferencias culturales pueden provocar ansiedad, evaluación negativa de los homólogos y etnocentrismo** (Nahavandi & Malekzadeh, 1988).

La integración de dos culturas organizativas supone un reto importante en la integración post adquisición (Lodorfos & Boateng, 2006) y los managers le prestan poca atención en la selección del target y no analizan con rigor el encaje cultural de las organizaciones a fusionar, especialmente durante las etapas previas a la fusión. De hecho las diferencias entre culturas organizativas tienen más impacto que las diferencias entre culturas nacionales (Teerikangas & Very, 2006).

Según (Marks, 1999) una identificación de los posibles problemas culturales que puede implicar una combinación de empresas es recomendable en la selección de un potencial socio, reconociendo que el encaje estratégico por sí mismo no es garantía del éxito de la operación, se diseñan equipos de due diligence al efecto para un primer diagnóstico de temas relacionados con las personas, de modo que los equipos gestores puedan empezar a plantear implicaciones culturales entre los esfuerzos de integración. Aunque las

restricciones por confidencialidad son altas al principio de los procesos, la intención no es un estudio de la cultura, pero incluso un trabajo parcial al respecto es útil, puesto que solo se pretende alertar sobre potenciales futuros problemas culturales para ponerlos cuanto antes sobre la mesa. Como estos autores indican las due diligences suelen orientarse a factores hard y plantean hasta qué punto incorporar otras valoraciones puede contribuir a una mejor decisión de compra.

Es recomendable la realización de una due diligence cultural, no para eliminar el choque de culturas, que puede tener lugar en cualquier caso, ni para proponer un encaje perfecto entre las organizaciones a ser integradas (Marks, 1999), sino para concienciar y sensibilizar sobre los posibles problemas culturales que puede conllevar la combinación. (Marks & Mirvis, 2011) van algo más lejos al sugerir una due diligence conductual (*behavioural due diligence*) describiéndola como un proceso de investigación del talento, “maquillaje organizacional” (*organizational makeup*) y cultura del potencial socio, que permita entender si los valores son compatibles, si hay banquillo para reponer los managers que puedan salir y si hay sintonía en relación con las sinergias y confianza y química para impulsar la operación y que la combinación sea realmente más que la suma de las partes.

El encaje de los desarrollos culturales de las dinámicas del entorno resultado de un proceso de fusión puede llegar a suponer una ventaja competitiva significativa, es el caso de aquellos sectores en que la cultura organizativa lleva incorporada determinada filosofía de orientación al cliente, como es el caso de las entidades financieras. Lejos de crear turbulencias disfuncionales en el proceso, la propia F&A puede ser el catalizador necesario que estimule un cambio cultural (Brooks & Dawes, 1999). Sin embargo F&A entre ciertos tipos de culturas pueden ser desastrosos (Carey, 2000) en tanto que generan una ambigüedad cultural, confusión y desesperanza. Aunque un grado moderado de diferencias culturales es beneficioso para una combinación productiva.

En los términos en que lo expresa (Papadakis, 2005) mientras que estrategia, costes e ingresos marcan la mayoría de las operaciones, son los temas culturales los que determinan su éxito. No es una exageración sostener que el cómo las compañías manejen los temas culturales es probablemente el factor más decisivo que marca la diferencia en la operación. Y mientras que todos reconocemos la importancia crítica de la integración cultural en el éxito de una F&A, este tema es especialmente duro de anticipar, analizar y cuantificar. Como el propio Papadakis explica, el hecho es que en la mayoría de los casos la imposición de la cultura es la norma, no importa si es la estrategia más adecuada o no. Donde las dos organizaciones necesitan ser totalmente integradas para generar valor, debe ser generada una cultura combinada (*“compound”*), tomando lo mejor de ambos mundos. En cualquier caso, considerar las diferencias culturales y desarrollar planes específicos para superar las potenciales fuerzas de resistencia son cruciales:

“Las F&A son como matrimonios. Las compañías deben decidir qué tipo de enlace les gustaría implementar, y hay cinco principales opciones:

- *Conservación de ambas culturas : nivel bajo de cambio tanto en adquirido como en adquirente*
- *Absorción: nivel bajo de cambio en la adquirente y nivel alto de cambio en la adquirida*
- *Lo mejor de ambos: cambio en ambos adquirente y adquirido*
- *Transformación: cambios significativos en ambas cultura*
- *Fusión inversa: la adquirente domina” (Papadakis, 2005)*

En este sentido resulta crucial planificar de antemano que tipo de fusión quieren las compañías implementar y cómo van a hacerlo posible.

Es necesario un plan de integración cultural consistente (Knillans, 2009). Los líderes fallan en no darse cuenta de que la integración de culturas no es una tarea de corto plazo y que no sucede inmediatamente, requiere preocupación legítima por el bienestar de sus empleados y recordar que son humanos y por tanto sujetos a conductas irracionales.

La forma en que las personas se comportan en la organización está altamente relacionada a su cultura organizativa, por lo que la capacidad de combinar dos culturas distintas durante una F&A impacta significativamente en sus resultados (Appelbaum et al. 2007). Las culturas organizativas y la forma en que éstas se combinen a lo largo de la F&A es crucial para su resultado y (Appelbaum et al. 2007) sugieren que se pongan más atención y esfuerzos para evaluar el encaje de las dos culturas antes de seguir adelante con la fusión para aumentar sus posibilidades de éxito. En este sentido, estos autores indican que el estilo de liderazgo ejercido a lo largo del proceso puede impactar significativamente al resultado. Incluso el propio estrés originado por la fusión puede ser transformado en una experiencia positiva para los empleados.

(Okoro, 2011) examina la relación entre la combinación de rasgos culturales (misión, implicación, coherencia y capacidad de adaptación) y las medidas de resultados (compromiso de los empleados, satisfacción profesional y retención de empleados). Concluye que los fracasos de las F&A están relacionados con un no adecuado compromiso de los empleados, disminución de la satisfacción profesional e incremento en la rotación que son precursores de un mal resultado organizativo. En definitiva diferencias de cultura organizativa pueden entorpecer el resultado de las F&A.

(Slangen, 2006) por su parte propone formas en que el adquirente puede reducir los problemas de integración relacionados con la cultura son la organización de seminarios interculturales en que los empleados de las dos culturas se familiaricen entre ellas, los managers del adquirente visiten frecuentemente al adquirido y contrate consultores locales (Very & Schweiger, 2001).

Con independencia de cuál sea la cultura que finalmente prevalezca, todos los empleados afrontaran las mismas experiencias, como la de trabajar con anteriores competidores, clientes o proveedores, perder sus empleos o estar insatisfechos (Appelbaum et al. 2007).

(Schweiger & Goulet, 2005) **la distancia cultural** puede ser superada durante las primeras etapas del proceso de integración. A través del desarrollo de Intervenciones de aprendizaje cultural profundo (*Deep-level cultural learning interventions*) se puede desarrollar percepción constructiva y las actitudes en los empleados que hacen posible que se consigan las sinergias previstas.

(Larsson & Lubatkin, 2001) **la aculturación** es el resultado de un proceso cooperativo donde las creencias, supuestos y valores de dos equipos de trabajo antes independientes, constituyen una determinada cultura conjunta. Conseguirlo representa un importante reto post adquisición para el adquirente. Larsson y Lubatkin proponen para conseguir aculturación a través de actividades como programas de introducción, entrenamiento, visitas cruzadas, celebraciones y rituales sociales, en que **los empleados creen, de motu proprio, una cultura conjunta** con independencia de las expectativas de sinergias, el tamaño relativo de las organizaciones que se fusionan y las diferencias en nacionalidades y culturas. En los casos en que esto no fuera posible por restricciones en el diseño de la integración, serán necesarios mecanismos adicionales de control social, como equipos de transición, involucración del sénior management y rotación o intercambios temporales en algunas posiciones.

Mientras que la literatura hasta la fecha atribuye a diferencias culturales un impacto negativo en los resultados de las operaciones, aunque algunos autores (Björkman, Stahl, & Vaara, 2007) mantienen que diferencias culturales pueden ser fuente de creación de valor a la vez que obstáculos a la integración en realidad las diferencias culturales son asociadas con problemas. En general la cultura se considera un factor determinante de los resultados de las F&A

En este sentido (Vaara et al., 2013) examinan la tendencia de los gestores a atribuir los resultados de las operaciones a su gestión y diferencias culturales, mostrando una asociación directa entre los resultados y atributos de las acciones de la gestión pero sin encontrar una relación con experiencias previas y de las diferencias culturales y los resultados de las operaciones, si influida por experiencias previas.

Las diferencias culturales sirven como un atributo adecuado para las operaciones menos exitosas y los gestores terminan entrenándose en el uso de la retórica de las diferencias culturales en la medida en que van tomando experiencia en operaciones. Esto puede resultar en un énfasis desmesurado de los factores culturales a la hora de explicar el éxito o el fracaso (Teerikangas & Very, 2006; Vaara, 2002) e incluso una falta de apreciación de las dinámicas culturales complejas de las F&A (Clark et al., 2010; Vaara & Tienari, 2011). Por otro lado los gestores tienden a atribuir los casos extremos tanto de éxito como de fracaso

a sus propias acciones, lo que puede suponer una falsa ilusión de control y exceso de confianza.

El foco en las diferencias culturales aisladamente puede simplificar la forma en que se conceptualizan los factores que explican el éxito o fracaso de las operaciones. (King et al., 2004) y los gestores pueden estar tentados de reducir su responsabilidad sobre un fracaso atribuyéndolo a las diferencias culturales y viceversa (Vaara, 2002).

4.2.7.1 ENCAJE CULTURAL

Hay acuerdo general en que el encaje cultural constituye un factor crítico en el éxito de las F&A (Lodorfos & Boateng, 2006), en que se le debe prestar la atención necesaria en todas las etapas del proceso de F&A y que el hecho de incorporar estos factores en una buena planificación previa contribuye al éxito del proceso y la creación de valor. Aunque a menudo se subestima el impacto de la combinación de culturas distintas en las primeras etapas del proceso (Marks, 1999). Muchos estudios como Bijlsma-Frankema (2001) entre otros sugieren que el índice de fracaso en las F&A se debe a que los gestores tienden a subestimar el factor gente y el encaje cultural y (Lodorfos & Boateng, 2006) llegan a sugerir que el proceso de integración ha de contar con una sub-tarea para la integración de las culturas.

Cualquier cambio estructural implica una adaptación de la cultura, una F&A implica cuando menos un cambio temporal en la estructura y por tanto fricciones entre las (sub) culturas y la estructura en la nueva organización que puede tener consecuencias en reacciones de comportamientos no productivos de miembros de la organización o grupos dentro de esta. Para evitar estos problemas es necesario (de hecho un factor clave de éxito) un plan bien diseñado de gestión del cambio cultural que acompañe a los cambios en la estructura. Si esto no se maneja de forma adecuada las diferencias pueden acrecentarse causando problemas de productividad en forma de bajos niveles de confianza y cooperación entre grupos de empleados provenientes de las distintas entidades que se fusionan (Bijlsma-Frankema, 2001). Hay tres posibles explicaciones culturales para esta bajada de productividad:

- Los diferentes horizontes temporales entre el cambio de estructura y el cambio cultural
- El enfrentamiento entre las subculturas de las dos organizaciones originales en grupos que han de trabajar juntos para el éxito de la nueva empresa
- La falta de unidad y calidad de liderazgo en la alta dirección en su tarea de diseñar la cultura necesaria para la nueva organización.

Estos tres factores se combinan en un modelo de análisis en tres niveles (experiencia de grupos en el trabajo diario, relaciones internas entre grupos y departamentos y relaciones organización-entorno) que trata de dar soporte al entendimiento de un subóptimo resultado de los orígenes culturales. En definitiva, la idea que subyace es que las fricciones

cultura-estructura van en detrimento de la productividad de la nueva entidad (Bijlsma-Frankema, 1997a).

Cuanto mayor encaje cultural haya entre las dos empresas, menos propensión a la aversión habrá en el proceso de integración cultural. La otra cara de la moneda es si demasiado encaje puede reducir los efectos sinérgicos esperados del proceso de mezcla.

En cuanto al proceso de cambio cultural, son varios los factores que distinguen los procesos de cambio exitoso de los que no lo son:

- Legitimación de los cambios y comunicación de los posibles resultados esperados de la nueva estructura.
- Clarificación de objetivos y cambio en lo que se espera de los miembros de la organización.
- Monitorización del proceso y guía a los empleados en caso de comportamiento *non compliant*.
- Establecimiento de condiciones de seguridad psicológica y asegurar que el *feedback* sobre los resultados suceso y fracaso se da y se trabaja sobre ello.

Estos factores están relacionados entre sí, en el sentido de que cada uno actúa como condición necesaria para el siguiente.

En este sentido (Riad, 2007) explora los hechos que incitan al pluralismo y los intereses que llevan a una **cultura de cohesión**

(Bijlsma-Frankema, 2001) se plantea como se concibe el papel de la cultura en el éxito o fracaso de la combinación de organizaciones y si la gestión de la integración cultural y el proceso de cambio pueden ser un factor crítico de éxito de estas combinaciones. Exponen y discuten que factores de una integración de culturas y cambio cultural son claves para el éxito, plantea como priorizarlos o ponderarlos y si están relacionados entre sí de forma dinámica de forma que unos influyan en los otros. Estos factores son: legitimación de los cambios y comunicación de los resultados positivos, clarificación de objetivos y cambios que se esperan de los miembros de la organización, seguimiento del proceso y guía a los empleados en caso de que no cumplan, establecimiento de condiciones para seguridad psicológica y asegurando *feedback* sobre el éxito o fracaso de los resultados para trabajar sobre él, siendo cada uno de estos factores es condición necesaria para el siguiente. La **confianza** es un potenciador de la cultura en tanto que fomenta la seguridad psicológica que es condición necesaria para la apertura en que ha de estar basado el diálogo.

(Riad, 2005) vincula la cultura organizacional con el régimen de confianza, régimen que implica un proceso de normalización disciplinaria en la integración, que se ilustra con los términos: “vigilancia” y “refugio” que ilustran la reproducción y la resistencia, efectos reales de la cultura organizativa.

Pero una combinación exitosa no requiere que los socios sean clones culturales (Marks & Mirvis, 2011), sino que un grado moderado de diferencia entre ambas culturas puede redundar en el éxito de la integración, de forma que ambas partes tengan suficientes similitudes para tomar ventaja de las diferencias, pero no sean tan dispares como agua y aceite, en palabras de estos autores.

4.2.7.2 HETEROGENEIDAD Y COMPATIBILIDAD DE CULTURAS

Varios autores (Evans & Mendenhall, 2004; Lodorfos & Boateng, 2006) sugieren que la **incompatibilidad cultural** es una de las principales causas de no éxito en las F&A y la **heterogeneidad de las culturas** crea tensiones que también le afectan (Brock et al., 2000), los managers prefieren que las culturas sean homogéneas porque facilita las experiencias compartidas y supone una base para la confianza (Lodorfos & Boateng, 2006). Barreras culturales y /o las incompatibilidades pueden suponer obstáculos importantes (Very & Schweiger, 2001). Por otra parte el impacto del encaje cultural en el resultado de la F&A depende del nivel de integración adoptado (Duncan, 2006).

Autores como (Schweiger & Goulet, 2005) proponen intervenciones para aprendizaje cultural en el proceso de integración pos adquisición, argumentando que la distancia cultural entre empleados de las dos empresas fusionadas puede ser superada durante las primeras etapas del proceso de integración, una intervención de aprendizaje cultural para desarrollar percepciones constructivas y actitudes que mejoran los resultados.

Las diferencias culturales son un tema controvertido en la literatura sobre F&A, porque mientras unos autores mantienen que dichas diferencias pueden llegar a suponer importantes obstáculos para conseguir los beneficios de la integración, otros mantienen la visión contraria, aunque todos coinciden en que tiene impacto y se debe monitorizar en los procesos de fusión (Teerikangas & Very, 2006). **Las diferencias culturales entre empresas que se fusionan puede ser una fuente de creación de valor y aprendizaje** (Stahl & Voigt, 2008). Estas contradicciones entre los resultados de los distintos estudios son debidas a la simplificación del problema y a la combinación de opciones metodológicas (Teerikangas & Very, 2006) y está influido por la estrategia de integración adoptada, los modelos aculturales (*acculturative models*) elegidos por las compañías implicadas, el progreso de la integración cultural y la gestión del propio proceso de F&A.

(Schraeder & Self, 2003) desde la perspectiva de la cultura organizativa abordan el examen del éxito o no desde el punto de vista previo y post integración. En el primer caso (pre integración) la falta de esfuerzos organizativos para identificar la **compatibilidad cultural** o encaje previo al compromiso de fusión. En el segundo (post integración) sugiere incorporarlo en las estrategias de integración: considerar la compatibilidad cultural, anticipar las reacciones de los empleados, tener previstos problemas que pueden surgir en algunas tareas, desarrollar un plan de integración flexible y comprensible, incentivar la participación e involucración de los empleados, fomentar el compromiso estableciendo

relaciones y construyendo confianza, gestionando la transición con entrenamiento, apoyo y socialización y ser sensible a las consideraciones individuales y de *timing*.

(Carroll & Harrison, 2002) por su parte plantean que la integración de dos organizaciones depende de la compatibilidad de las respectivas culturas y del flujo demográfico de las personas que entran y salen de la entidad. El decrecimiento promueve la integración cultural, mientras que el crecimiento lo impide, y la integración de las culturas va más rápida cuando la adquirente es relativamente más grande que la adquirida.

Stahl & Voigt (2008) presentan un modelo que sintetiza el papel de la cultura organizativa en las F&A, desarrollando una serie de hipótesis en torno a los mecanismos mediante los cuales las diferencias culturales impactan en el resultado de las F&A y **concluyen que las diferencias culturales efectivamente afectan a la integración sociocultural, a la realización de las sinergias y a la creación o destrucción de valor, en función de aspectos específicos de la relación entre adquirente y adquirido y la magnitud de las diferencias culturales que les unen o les separan**. Pero indican que la distancia cultural es una explicación demasiado simplista, porque el impacto de las diferencias culturales depende de la naturaleza de las diferencias, como se haya enfocado la integración y como se gestionen estas diferencias. Adecuadamente gestionadas las diferencias culturales pueden ser más un activo que un problema en los procesos de F&A.

En este sentido hay toda una corriente emergente de investigación que se ha enfocado en las dinámicas culturales de las F&A y las implicaciones de las diferencias culturales en el proceso de integración (Cartwright & Schoenberg 2006) y abordan el papel de variables como la distancia cultural (*cultural distance*) (cita a Morosini et al. 1998), la compatibilidad de las culturas (*culture compatibility*) (cita a Cartwright & Cooper 1996), el encaje cultural (*cultural fit*) (cita a Weber et al. 1996), las similitudes en el estilo de gestión (*management style similarity*) (cita a Datta 1991, Larsson & Finkelstein 1999), cambio cultural (*cultural change*) (Kavanagh & Ashkanasy 2006), convergencia cultural (*cultural convergence*) (cita a Birkinshaw et al. 2000), o la aculturación (*acculturation*) (Larsson & Lubatkin 2001, Nahavandi & Maiezkzadeh 1988) en el proceso de integración y el resultado de las empresas involucradas en F&A. Sin embargo algunas revisiones (cita a Schoenberg 2000, Schweiger & Goulet 2000, Teerikangas & Very 2006, Stahl & Voigt 2005) concluyen que es necesaria más investigación práctica y teórica que de soporte a las dinámicas culturales de las F&A.

Las incompatibilidades culturales son una de las mayores causas de problemas para conseguir los resultados de las operaciones de F&A, junto con la salida de los gestores clave y los conflictos en la consolidación de las dos compañías (Nguyen & Kleiner, 2003; Bijlsma-Frankema, 2001). Cuando las culturas son simplemente incompatibles seguir adelante con la F&A dará lugar a un **“culture clash” o choque de culturas** (Bijlsma-Frankema, 2001), que es uno de los más frecuentemente citadas fuente de problemas para la integración (Schuler & Jackson, 2001).

Varios son los autores que hablan de **choque de culturas** (Carleton et al. 2004), (Brock et al. 2000). (Shelton, Hall & Darling, J.R., 2003) indican que hay estrategias innovadoras y habilidades que los líderes globales pueden utilizar para neutralizar las barreras culturales, ello requiere un set de competencias de integración cultural.

(Larsson & Lubatkin, 2001) **choque cultural** es la resistencia que implica menor compromiso y cooperación y mayor rotación de los equipos de gestión de la adquirida, lo que tiene impacto en el valor de la F&A. La mera diferencia entre culturas organizativas o el hecho de que provengan de distintos países no implica un choque cultural. Para conseguir evitarlo, en la medida en que el equipo gestor de la adquirente esté preocupado por conseguirlo, ha de dedicarle tanta atención al proceso de integración informal como a la parte estratégica, organizacional y cultural relacionado con la F&A.

En un intento de desarrollar herramientas para entender los retos de combinar culturas organizacionales distintas, Runge & Hames (2004) presentaron una extensión a los modelos de Vega et al.'s (2000) y Very et al.'s (1997) que citan, que trataban de medir la influencia de la cultura organizacional en la adquisición. Este nuevo modelo reintroduce el **índice de compatibilidad cultural percibida (siglas CCP o PCC *perceived cultural compatibility*)** para analizar la influencia de la cultura organizativa en las F&A, a través de 23 cuestiones que conceptualizan cultura. El modelo maneja la causa de la percepción de compatibilidad cultural como un factor de segundo orden que explica el fenómeno mejor que los anteriores, que manejaban factores de primer orden como las relaciones laborales, el clima de la organización, delegación, etc.

Las diferencias en tamaño entre el adquirente y el adquirido implican un potencial problema de manifestación física de dominación (Gammelgaard et al. 2008) aunque no se ha encontrado una correlación positiva entre el tamaño y la aculturación (*acculturation*) (Larson & Lubatkin, 2001), cuando la adquirente es mucho mayor en términos de capital, recursos y empleados, la diferencia de tamaño puede intimidar a la adquirida.

Y aunque los managers están de acuerdo en que las diferencias culturales generan desafíos organizacionales, la atención que prestan a los temas relacionados con la integración cultural durante las F&A son en el mejor de los casos débiles e indirectos y en algunos casos reactivos (**Lodorfo & Boateng, 2006**). Por ello estos autores sugieren un planteamiento en cuatro etapas para manejar las diferencias culturales:

- **Fase I: fase previa a la fusión y la planificación previa.** Esta fase implica la recopilación de información y el desarrollo de la confianza a través de la interacción uno a uno entre los miembros de ambas compañías. Esta etapa tiene como objetivo la identificación de brechas culturales y aclaraciones vía talleres y rotación de puestos al objeto de identificar:
 - Características físicas y estructurales de cada negocio
 - Creencias y valores subyacentes a dichas prácticas
 - Procesos de toma de decisiones y líneas de comunicación

- Fase II: fase de planificación. Esta fase tiene como objetivo generar el plan de acción para facilitar el proceso de integración cultural. Las principales tareas a realizar son las siguientes:
 - Negociación de la composición de un sub-grupo de trabajo (*sub task force*) para la integración de la cultura
 - Decidir sobre el grado de integración cultural
 - Decidir sobre los métodos y tiempos de cambio
 - Evaluar los riesgos potenciales
 - Identificación de las necesidades de formación
 - Establecer los objetivos de integración
 - Y determinar el presupuesto para la integración
- Fase III: fase de aplicación: diseñada para integrar la estructura y sistemas de control, implica actividades como:
 - Creación de un ambiente de integración cultural
 - Comunicación
 - Desarrollo de la formación a los empleados
 - Re-organización
 - Integrar las estructuras, funciones y sistemas de control
- Fase IV: fase de evaluación, revisión y reflexión:
 - Evaluar los resultados en relación con los esperados
 - Identificar aprendizajes

En el caso de operaciones *cross border*

Shelton et al. (2003) hablan del desalentador y delicado proceso de la integración de las culturas y el reto que supone una integración de dimensiones globales: en fusiones basadas en las sinergias entre compañías con diferentes culturas nacionales, requieren de estrategias innovadoras y extraordinarias (*quantum*) habilidades de liderazgo. Líderes que necesitan aprender a “pensar globalmente actuando localmente” (“*think globally while acting locally*”), crear organizaciones globales que compartan objetivos y valores mientras a la vez reconocen las diferencias nacionales, en definitiva lidiar con el reto de la integración cultural aprendiendo como crear unidad manteniendo la diversidad.

(Slangen, 2006) estudia el **efecto de la distancia entre las culturas nacionales o distancia cultural** en los resultados en una adquisición extranjera, mientras que algunos estudios argumentan que este efecto es negativo y otros que positivo, depende del nivel de integración pos adquisición. Teniendo la distancia cultural impacto negativo cuando se dan altos niveles de planificación de la integración e impacto positivo cuando los niveles son bajos. Los managers de las adquirentes no deben imponer unilateralmente su cultura y prácticas al adquirente si quieren sacar partido de las diferencias culturales que existen entre ambas. En su lugar deben tratar de mantener esas diferencias para garantizar al adquirido un nivel considerado de autonomía para poder seleccionar las prácticas del adquirido que considere atractivas y útiles

(Chakrabarti, Gupta-Mukherjee & Jayaraman, 2009) investigan el efecto de la distancia cultural en los resultados a largo y corto plazo en F&A cross-border. Sus resultados muestran que las operaciones se comportan mejor en el largo plazo si el adquirente y el target provienen de países que son culturalmente más dispares, lo que contradice la reacción esperada. Dichos resultados contradicen la percepción general creada sobre choque de culturas que impide la integración, porque no está claro si la prevalencia y la magnitud de los problemas de integración compensan los beneficios en una operación típica cross-border. Mientras que las diferencias culturales pueden suponer retos durante la integración, las fusiones con distancia cultural pueden proporcionar mayores sinergias y fortalezas organizacionales que ayuden en su desempeño. En caso de entornos no familiares pueden darse efectos inesperados de las diferencias culturales, que pueden ser beneficiosos y más fuertes que los problemas ocasionados por las diferencias culturales.

(Holland & Salama, 2010) Demuestran con el estudio de varios casos que el impacto de las **diferencias culturales en una adquisición internacional** puede ser minimizada cuando la empresa adquirente se toma el tiempo de crear una atmósfera positiva para la transferencia de las habilidades antes de iniciar ninguna consolidación humana y de activos físicos. Ilustran las estrategias de integración adecuadas que pueden superar diversidad cultural y fomentar el aprendizaje cultural. Lo que plantea que la cuestión fundamental no es si las organizaciones parecen mantener un conjunto similar de valores y creencias, sino que la diversidad en temas culturales puede ser una ventaja competitiva, considerando que el proceso de aprendizaje es más rico. Como ya anticipaba Gaertner et al. (1989) la cuestión no es: ¿encajamos?, sino: ¿estamos dispuestos a encajar? (*fundamental question is not: "do we fit?" but: "are we willing to fit?"*)

4.2.7.3 IDENTIDADES CORPORATIVAS

En general los gestores **tienden a promover la difusión de una única identidad corporativa** como impulsor de una mayor eficiencia y eficacia en las condiciones operativas y de hecho algunos estudios indican que una única identidad, tanto si es una de las preexistentes como si es una totalmente nueva, reduce la ambigüedad (Gioia et al., 2000) y por tanto mejora el nivel de predictibilidad de los comportamientos humanos. Algunos autores como (Empson, 2001) atribuyen a la centralidad de la identidad corporativa un papel preponderante en la transferencia de conocimiento. **Otros estudios se centran en los distintos atributos de la identidad** y en esa línea Schultz & Hernes (2013) enfatizan el papel de la memoria del pasado en la reconstrucción de la identidad actual y las formas en las que el pasado influencia la articulación de los requerimientos de la identidad futura.

(Vaara, Tienari & Santti, 2003) proponen la conceptualización de **la identidad cultural como un proceso metafórico**, como una alternativa al análisis de la cultura y sus diferencias. Centran su análisis en dos procesos inherentes al contexto de las fusiones cross-border: la construcción de las imágenes de “nosotros” y “ellos” y la de un futuro común. Según estos autores la perspectiva metafórica revela aspectos cognitivos,

emocionales y políticos de la construcción de la identidad cultural que no son visibles con otros planteamientos tradicionales. Como ellos mismos indican es claro que este análisis metafórico es específico a cada caso y cada contexto, pero es relevante para investigar las identidades organizacionales y nacionales en general y sirve como ejemplo de la fortaleza de las imágenes de identidad nacional en entornos multinacionales. Las metáforas son instrumentos útiles para explorar emociones y conocimientos que de otra forma serían difíciles de identificar.

Pero no necesariamente las identidades originales han de pasar a ser una única tras la operación, (Bernardis et al, 2015) muestran que **múltiples identidades pueden sobrevivir dentro de la misma nueva entidad** y que, **en ocasiones, la opción de mantener múltiples identidades puede ser incluso más apropiada que la tendencia de hacerlas converger en una de las originales o en una nueva**. El sentido que empleados y managers dan a las mismas palabras, así como el sentido que tienen para ellos, refleja la percepción que tienen de la identidad organizacional. Estos autores muestran que la existencia de múltiples identidades y su ambigüedad intrínseca no es un problema *per se*, sino que puede constituir una plataforma ideal para construir una nueva identidad basada en la pluralidad.

4.2.8 CAMBIO Y ESTRÉS

Desde un punto de vista de estrés, las F&A pueden ser comparables a eventos vitales como la pérdida de un familiar (Panchal & Cartwright, 2001), aunque este estrés y ansiedad pueden ser mitigados con una frecuente y honesta comunicación durante el proceso de fusión.

La combinación de culturas y el cambio que suponen las F&A son causa de estrés y ansiedad en los empleados, entender estas dinámicas puede ayudar a gestionar el proceso para que sea más fluido (Appelbaum et al. 2007). La literatura demuestra que la combinación de incertidumbre y la expectativa de cambio, tanto en positivo como en negativo, producen estrés y terminan afectando a las percepciones, los juicios, relaciones interpersonales y las dinámicas de la propia combinación de negocios (Appelbaum et al. 2007).

4.2.9 TRANSFERENCIA DE CONOCIMIENTO

Una transferencia de conocimiento efectiva en las F&A es crítica para conseguir las sinergias y rendimiento en la fase de post adquisición (Birkinshaw et al., 2000). Pero la transferencia de conocimiento supone transmisión (enviar o presentar conocimiento a un potencial receptor) y absorción por una persona o grupo. El mero hecho de hacer el conocimiento disponible no implica transferencia de conocimiento (Davenport & Prusak, 1998 citado por Yoo et al, 2007).

Las propias operaciones de F&A suponen *per se* una discontinuidad en el *knowledge sharing* (Yoo, Lytinen & Heo, 2007). Si bien en operaciones relativas, en que el adquirente

está familiarizado con la industria del adquirido, el proceso de aprendizaje es más fácil *per se* (Hitt, Harrison, & Ireland, 2001)

Tal como lo expresan (Yoo, Lytinen & Heo, 2007) las F&A suponen un importante mecanismo de adquisición de conocimiento, en contra de lo que pasaba en olas anteriores de F&A, las operaciones complementarias adquieren *expertise*, tecnologías y capacidades que son difíciles de obtener a través de otros mecanismos (citan a Jensen, 1993; Farjoun, 1994; Brush, 1996; Rantf & Lord, 2002) y se buscan sinergias en los recursos de conocimiento. En esta línea Larsson & Finkelstein (1999) encontraron que los socios que se fusionan requieren, no solo que sus recursos de conocimiento sean similares o complementarios, sino que también se creen las interacciones adecuadas para que la transferencia tenga lugar. En este sentido Vermeulen & Barkema (2001) señalan que el *knowledge sharing* durante la F&A puede revitalizar las empresas apalancando nuevas capacidades.

El ***knowledge sharing*** es el proceso de crear un inventario mutuo de conocimiento entre individuos o grupos (el conocimiento que alguien en la organización ya tiene) a través de interacciones directas o indirectas. Los desafíos para una adecuada transferencia de conocimiento son (Hansen *et al.*, 1999):

- **La naturaleza tácita del conocimiento de los individuos** que supone que ha de trasladarse a conocimiento explícito y ser codificado para poder ser gestionado (el *codification approach*).
- **La naturaleza contextual del conocimiento:** el conocimiento es construido socialmente y mantenido colectivamente en las relaciones (el denominado *personalization approach*).

Sin embargo estos enfoques no son alternativos y excluyentes, sino que su coexistencia es necesaria: Birkinshaw & Sheehan (2002) argumentan que han de combinarse mientras el conocimiento madura y Nissen (2006) plantea los flujos dinámicos del conocimiento.

Incluso el conocimiento maduro puede ser difícil de compartir en un contexto de nueva creación como el que supone una F&A (Birkinshaw *et al.*, 2000)

(Yoo, Lytinen & Heo, 2007) conceptualizan el conocimiento en dos dimensiones:

- ***Knowledge-as-content (nodos):*** el conocimiento explícito que tienen los individuos, plasmado en documentos y sistemas de información digital y el conocimiento tácito (historias, *know-how*, metáforas)
- ***Knowledge-as-connections (vínculos):*** meta-conocimiento de *know-who* y *know-where*, modelos mentales compartidos y el entendimiento de cómo interactúan. Está soportado por las tecnologías de información y por la disposición física y los códigos de conducta que promueven o dificultan la interacción cara a cara.

Según Yoo et al (2007) las actuaciones del management determinan las estrategias de *knowledge sharing* de la empresa en forma de la configuración deseable de *knowledge-as-content* y *knowledge-as-connection*. A su vez los individuos se apropian de las configuraciones de conocimiento, aceptando, rechazando o modificando las normas en su práctica diaria. Sobre esto, acciones posteriores del management transforman los recursos del conocimiento en respuesta a las apropiaciones de los empleados y esto constituye un **círculo de configuración, apropiación y transformación de conocimiento en la organización**. De esta forma se establecen configuraciones específicas de *knowledge-as-content* y *knowledge-as-connection* que resultan efectivas para la organización. En opinión de estos autores las F&A trastocan estas configuraciones, en tanto que cambian los recursos disponibles de conocimiento, cambian las formas en que los actores se apropian /asignan los recursos y todo ello combinado con la presión y la incertidumbre del proceso de integración convierten al *knowledge sharing* que era satisfactorio antes de la F&A en inadecuado. Sin embargo **la elección de la estrategia post-fusión de *knowledge sharing* puede venir más condicionada por la inercia, el pasado o por el proceso de integración y no necesariamente dar respuesta a las nuevas demandas.**

La cultura se reconoce como un elemento crítico para un efectivo *knowledge sharing* (Bock *et al.*, 2005; Wasko & Faraj, 2005) y es fruto de la interacción de diferentes actores a diferentes niveles en la organización (Garud & Kumaraswamy, 2005).

(Gammelgaard, Husted & Michailova, 2002) establecen un vínculo conceptual entre los obstáculos en el proceso de adquisición y la hostilidad individual para el *knowledge sharing*, para identificar cómo el comportamiento individual puede impedir las sinergias de conocimiento en las F&A. Capturar las sinergias del *knowledge sharing* en las F&A es un proceso complejo que puede ser problemático por la hostilidad individual a compartir el conocimiento, que aunque se justifica como un comportamiento racional, es contraproducente desde el punto de vista organizacional. La hostilidad individual puede ser analizada en relación al comportamiento del que transmite el conocimiento, el comportamiento de quien lo recibe y el comportamiento individual en relación a la esencia del conocimiento. A estos efectos (Gammelgaard, Husted & Michailova, 2002) clasifican las F&A en tres categorías en función de la dirección del flujo de conocimiento en base a la motivación de la propia fusión:

- **(Headquarters oriented):** donde el conocimiento fluye fundamentalmente desde el adquirente hacia el adquirido, los valores y las prácticas del adquirente son diseminadas en la organización adquirida, consiguiendo que ésta se parezca al adquirente, implica un alto grado de cambio para la comprada y poco o ninguno para el adquirente. (Steuer & Wood, 2008)
- **(Target or subsidiary oriented):** donde la adquisición es motivada por el conocimiento de la organización comprada y entonces el conocimiento fluye de la comprada a la adquirida.

- **Hacia la integración (*Integration based acquisition*):** donde el objetivo explícito es capturar las sinergias y potenciar las capacidades (Evans et al, 2002 citado en Stewer & Wood, 2008) entre ambas: adquirente y adquirida, implica cambio para ambas organizaciones (Stewer & Wood, 2008)

La base de esta clasificación, según estos autores, es que tradicionalmente la literatura se ha centrado en la naturaleza del conocimiento, la relación entre la transferencia de este conocimiento y las ventajas competitivas, las interacciones entre transferencia de conocimiento e influencias culturales, y los obstáculos para una eficiente transferencia del conocimiento, asumiendo una predisposición positiva de las personas a esta transferencia. Steuer & Wood (2008) y Husted & Michailova (2002) cuestionan esta predisposición y plantean una resistencia en contra no solo a compartir su conocimiento, sino a recibir conocimiento externo. A causa de esta hostilidad muchas “sinergias de conocimiento” (*knowledge synergies*) no llegan a materializarse.

Los problemas culturales en el proceso de adquisición son cruciales para las sinergias de conocimiento (Birkinshaw et al. 2000). La capacidad de capturar las sinergias de conocimiento a través de la transferencia del mismo, explican en buena parte los problemas por diferencias culturales, tamaño y poder.

La literatura distingue entre **conocimiento tácito y explícito**: el tácito es más difícil de compartir que el articulado formalmente y por tanto más difícil de transformar en sinergia, si bien todo tipo de conocimiento incluye una parte tácita. Una barrera fundamental para la transferencia del conocimiento es el desconocimiento mutuo, más acentuado cuanto mayor es la organización y una eficiente transmisión de conocimientos depende de que los individuos indiquen a la organización el conocimiento de que disponen y lo transmitan cuando les sea requerido, lo que se convierte en un obstáculo cuando convergen diferencias de cultura organizativa y una distribución asimétrica de poder en la nueva organización. Los adquiridos están más preocupados por su seguridad en el empleo y no están predispuestos a compartir el conocimiento a menos que sean adecuadamente incentivados para ello (Gammelgaard et al. 2008). Es aquí donde tiene cabida la literatura que aborda la hostilidad en la transferencia de conocimiento (Husted & Michailnova, 2002) que analiza los comportamientos de transferencia de conocimiento a nivel de individuo.

Gammelgaard et al, construyen un **modelo de hostilidad en la transferencia de conocimiento** a partir de Husted & Michailnova (2002) y distinguen entre tres parámetros:

- El comportamiento de quien transmite el conocimiento que otra persona en la organización requiere
- El comportamiento del receptor de la información, quien necesita el conocimiento de otro en la organización
- El comportamiento individual en relación a la esencia del conocimiento.

El modelo sugiere que la hostilidad por el emisor del conocimiento está relacionado con el acaparar información, mientras que la hostilidad por el receptor está asociada con el rechazo del conocimiento. En el tercer caso, el origen del comportamiento está asociado con las actitudes hacia compartir conocimiento sobre errores y fallos. Mediante la evaluación de los tres tipos de comportamiento individual se pueden establecer distintos niveles de hostilidad en la transferencia de conocimiento en la organización. (Gammelgaard et al, 2008)

En otros términos (Castro & Fontela, 2007) plantean que **la medida en que el conocimiento se transfiere dentro de una empresa o entre empresas depende de la naturaleza del propio conocimiento**, desarrollando el concepto de **conocimiento socialmente complejo** (*socially complex knowledge*) que se refiere a las formas en que el conocimiento se distribuye y comparte entre miembros de un grupo u organización, no reside en un individuo sino en la forma en que varios miembros del grupo interactúan. ((Ranft, 1997) & (Ranft & Lord, 2002) citados en (Castro & Fontela, 2007)).

Berman et al. (2002, p. 16) point out that “without the experience of working with each other, the individuals will not have had the chance to construct the interpretative cognitive schemata – or patterns – required for successful mutual adjustment”. (Ranft & Lord, 2002)

Por tanto el conocimiento del grupo será mayor que la suma del conocimiento de sus miembros. Este tipo de conocimiento reside fundamentalmente en las relaciones especializadas entre individuos y grupos y las particulares normas, actitudes, flujos de información y formas de tomar decisiones que modelan los acuerdos entre ellos. Por otra parte, cuanto más socialmente complejo es el conocimiento, más difícil es para los competidores imitarlo, y por tanto constituye una base más sólida para la ventaja competitiva y más lento o más difícil es de transferir. Este conocimiento genera barreras que han de ser superadas si va a ser transferido o utilizado en otros contextos.

En general la transferencia de conocimiento es mayor cuanto más socialmente complejo es el conocimiento, mayor la base de conocimiento de la empresa adquirente (el aprendizaje es más fácil cuando quien lo recibe está preparado para recibir el conocimiento, aunque también está relacionado con el grado de relación entre las actividades de las dos empresas combinadas, que modera su capacidad de aprender) y mayor la frecuencia de uso de soportes de comunicación durante la primera etapa del proceso de integración, porque mitiga la ansiedad del personal y la falta de confianza entre los miembros de las dos empresas, facilitando la interacción entre ellos. De esta forma se confirma lo que Castro y Neira (2005) indicaban acerca de que la frecuencia de una rica comunicación entre el personal de las empresas combinadas promueve la transferencia de los recursos con base en conocimiento con independencia de su naturaleza. En relación con la retención del talento (Ranft & Lord (2002)) ésta puede ser una forma de preservar el conocimiento más que de transferirlo.

(Yildiz, Carl F. Fey, 2010) se centran en **la compatibilidad de nuevo conocimiento con las necesidades de los receptores**, interpretaciones de experiencias pasadas y sus normas y el des-aprendizaje organizacional (*organizational unlearning*), que moderan las relaciones entre la compatibilidad y la medida del éxito de la transferencia del conocimiento.

El éxito de la transferencia de conocimiento, según estos autores, depende de en qué medida las prácticas son compatibles con las de las unidades receptoras, interpretación de experiencias previas y los valores existentes. En caso de que no haya compatibilidad o que sea pequeña, la organización debe desaprender aquellas partes de las estructuras cognitivas existentes, hábitos de comportamiento y valores normativos que causan la incompatibilidad con nuevo conocimiento.

El caso de empresas consultoras de ingeniería y otras organizaciones de servicios profesionales es necesariamente diferente del de otro tipo de organizaciones, por sus especiales características en términos de estrategias y manejo del conocimiento. (Bröchner, Rosander & Waara, 2004) la influencia de la heterogeneidad técnica y cultural en la transferencia de conocimiento post-merger, aconsejan medir el proceso de transferencia y comunicarlo interna y externamente y se confirma que la integración de los equipos debe preceder a una eficiente tarea de integración post adquisición (Birkinshaw *et al.*, 2000), en que es importante el papel de individuos facilitadores.

En el caso de operaciones cross-border, algunos autores como (Deng, 2010) plantean la perspectiva de **la capacidad de absorción** (*“absorptive capacity theories”*) y abordan los errores críticos argumentando que compañías con débil capacidad de absorción disminuye su capacidad de asimilar, integrar y aplicar nuevo conocimiento externo y lo hace sobre un caso de operaciones fallidas en China. Cualquier intento de explorar opciones estratégicas como cross-border F&A requiere un entendimiento e incorporación de la capacidad de absorción de la adquirente y sus determinantes en múltiples dimensiones porque de lo contrario pueden terminar destruyendo la fuente de su ventaja competitiva. Proponen como alternativa una guía para decisores interesados en formular e implementar una estrategia basada en los recursos (*“resource driven M&A strategy”*), en virtud de la cual las compañías deben construir su propia capacidad de absorción como un pilar de su estrategia antes de abordar operaciones de F&A.

4.2.10 LA DISPONIBILIDAD A COOPERAR

En todo caso la transferencia de conocimiento depende en buena medida de la disponibilidad a cooperar en el proceso de integración, que (Melkonian *et al*, 2011) valoran como un factor crítico de éxito para la integración. Estos autores estudian la evolución en el tiempo de la disposición a cooperar por parte de los empleados y concluyen que está relacionada con la percepción de la justicia distributiva (*distributive justice*) y que difiere entre los empleados de la empresa adquirente y los de la empresa adquirida. Estos últimos, dado que se sienten más en riesgo, pueden ser especialmente sensibles a

comportamientos ejemplares que pueden actuar como fuentes de reafirmación y subrayan la necesidad de poner foco en la percepción de justicia distributiva de forma marcada durante las primeras etapas de las F&A. Melkonian et al. citan a (Lipponen et al. 2004), quienes trataban de predecir los resultados de la organización en fusiones, no en términos de que los resultados de las decisiones fueran más previsibles, sino advirtiendo de **la justicia procedimental como una limitación**. Sin embargo la aportación de Melkonian et al. es la confirmación, a través de un trabajo empírico, de que **el impacto de la percepción de justicia distributiva en actitudes y comportamientos es más fuerte que el impacto de la percepción de justicia de procedimiento**, lo que reta el supuesto clásico mantenido por autores como (Ambrose & Cropanzano, 2003) a quienes también citan, que mantenía que la justicia en procedimiento tiene más valor predictivo que la justicia distributiva con independencia del contexto. Sus resultados empíricos confirman el argumento de que **los comportamientos de las figuras relevantes de autoridad constituyen una base vívida y duradera en que los empleados evalúan la fiabilidad de la organización y deciden sobre su voluntad de cooperar**, siendo más cierto en las etapas tempranas de las F&A y para los aparentemente más débiles (los empleados de la empresa adquirida), que se sienten más en riesgo y están especialmente sensibles a los comportamientos de cooperación de otros referentes.

4.2.10.1 EL ROL DE RRHH

En este sentido toma especial relevancia **la necesidad de atención por parte de la función de Recursos Humanos y la alta dirección en desarrollar las percepciones de los empleados en relación con la percepción de justicia de las decisiones** relativas a departamentos y relacionadas con el futuro de las distintas partes de la organización, y de los comportamientos mostrados para cuidar la percepción sobre decisiones que pueden percibirse como no justas, como cambios de emplazamiento, pérdida de prerrogativas y de poder de decisión, etc. En ocasiones incluso a través de la exhibición de atributos positivos de la organización y comportamientos ejemplares (Hollensbe et al., 2008).

En general el papel de la función de Recursos Humanos y su contribución a la efectividad de las F&A ha sido ampliamente abordado por la literatura, de hecho de las cuatro líneas de investigación en F&A propuestas por Birkinshaw, Bresman & Hakanson (2000): económico financieras, gestión estratégica, comportamiento organizacional y teoría de proceso, las dos últimas abordan la parte “humana” de las operaciones. La capacidad de la organización adquirente de identificar y explotar las oportunidades de la F&A reside en sus capacidades de gestión (Zahra & Hayton, 2008) y en la creación de esas capacidades de gestión.

Son muchos los autores que han examinado las diferentes actividades en las distintas etapas de los procesos de F&A, Antila (2006) & Schuler & Jackson (2001) citados por (Bagdadli et al. 2014) los esquematizan en un modelo de tres fases: la fase de pre

combinación, la combinación o integración y la post integración. (Bagdadli, et al., 2014) lo resumen en la siguiente tabla:

TABLE I M&A Types and HR Activities			
M&A Typology/ HR Activities	Human Resource Planning, Selection, and Turnover	Performance Appraisal and Compensation	Employee Relations and Training and Development
Extension	No effect on number and type of managers or employees Retention of existing managers	No changes in both systems	Need for communicating the reasons for mergers
Redesign	Major changes Replacements or significant development effort to favor integration High level of managerial turnover	Relevant changes in performance criteria and compensation	Extensive need for communicating and training and development in the acquired firm
Collaborative	Major changes New teams Reduction in staff High level of managerial turnover	Relevant changes in performance criteria and compensation	Greatest need for communicating and training and development in both firms

Source: Our elaboration based on Napier (1989).

Ilustración 13 Tipos de operaciones y actividades de RRHH (Bagdadli et al., 2014)

E indica que la función de Recursos Humanos ha de adaptarse a las distintas etapas y al tipo de operación, pero no hay evidencias que soporten esta adaptación (Antila, 2006; Bjorkman & Soderberg, 2006), además del hecho de que la función estratégica suele ser subestimada (Bjorkman & Soderberg, 2006), de entre las funciones que (Bagdadli, et al., 2014) esquematizan en la tabla:

TABLE II HR Roles and M&A Stages			
Role/Stage	Precombination	Integration	Postcombination
Strategic Partner	Partner definition Cultural due diligence M&A rationales	Long- and short-term planning Communication planning Training planning Key-employee retention planning	Assessing new strategies Reviewing lessons learned
Administrative Expert	Forming HR M&A team HR due diligence (e.g., Comp. & Ben.)	Creating new structure HR policies/practices transition	Assessing new structure Assessing new policies/practices
Employee Champion	HR due diligence (employee relations)	Communication implementation Key-employee plan implementation Ownership clarity Role definition Building trust (relocation aid)	Assessing employee climate surveys
Change Agent	Cultural barrier identification Share vision Develop contingency plans	Implement transition plan Cultural integration Speed of process management Develop organizational trust	Celebrate and learn

Source: Adapted from Anttila (2006).

Ilustración 14 Roles de RRHH y etapas de las operaciones (Bagdadli et al., 2014)

En este marco (Bagdadli, et al., 2014) sobre la base del estudio de tres casos, sugieren un patrón en virtud del cual cuanto mayor sea el grado de integración deseado, más tiempo será necesario de orientación al rol de la función de Recursos Humanos. De forma que en las operaciones con menor grado de integración el foco es casi exclusivamente en temas administrativos en el corto plazo y en la medida en que incrementa el nivel de integración se observa un progresivo aumento en el interés por los temas relacionados con las personas y evoluciona hacia un foco de más largo plazo, aunque demasiado foco en temas estratégicos puede derivar recursos críticos de los temas más importantes que suponen foco en las personas. En particular el tipo de operación es un factor determinante de los roles que la función de Recursos humanos desempeña en la práctica, lo que supone un cambio de la lógica universal de que RH ha de jugar un rol estratégico en cualquier proceso de F&A, en definitiva, el nivel de integración es una variable crítica que determina la necesidad de un rol completo de RH versus un rol más técnico.

4.2.11 EL PAPEL DEL MANAGEMENT

La **involucración del equipo directivo** asegura la cooperación y el apoyo en la fase post-integración. El hecho de dar participación en la toma de decisiones reduce la resistencia al cambio y facilitará un posible cambio en la cultura organizativa y en la aceptación de cambios (Messmer, 2006).

Desde el punto de vista de cómo los ejecutivos de la adquirida pueden influir en los resultados de la operación (**Bergh, 2001**) sugiere que una razón, dada la frecuencia de adquisiciones fallidas, puede ser **la retención / salida de los erróneos altos ejecutivos de la compañía adquirida**, propone elegir a quienes tengan más tiempo de permanencia en el cargo, porque aunque puedan ser más rígidos, comprometidos con el status quo y tengan dificultades en adaptarse a cierta incertidumbre, añaden mayor valor post adquisición que sus equivalentes con un periodo más corto de permanencia y es por tanto a quienes hay que tratar de retener como parte importante del proceso de implementación, aquellos que cuenten con más conocimiento específico de la organización que facilitará la implementación efectiva de la adquisición. En este sentido, afirma Bergh, que el valor creado por la experiencia específica de compañía, conocimiento y memoria parece mayor que el generado por la creatividad, la flexibilidad y la innovación. En línea con la RBV **mantener los altos ejecutivos de la adquirida consigue mejores resultados de la operación porque son depositarios de conocimiento específico de la organización que facilita la implementación de la adquisición**. De hecho Krug (2003) entra también en el debate entre las teorías RBV y *Upper Echelon Theory* para determinar la oportunidad de retener a ejecutivos que hayan pasado más o menos tiempo en la adquirida.

Según (Kavanagh & Ashkanasy, 2006) los líderes necesitan ser competentes y entrenados en el proceso de transformar las organizaciones, para asegurar que los individuos en la organización aceptan los cambios que implica la F&A. El éxito o no de una F&A depende de la forma en que el proceso es liderado y gestionado. El líder ha de elegir la estrategia más efectiva para la gestión del cambio que facilite el cambio cultural y aborde las consecuencias para los individuos tras la fusión.

Otros managers específicos, como el *“relationship marketing manager”* (Richey, Kiessling, Tokman & Dalela, 2008) juegan también un rol importante en mantener los resultados tras las operaciones.

En términos de las operaciones transnacionales, (Shelton, Hall & Darling, J.R., 2003) ponen sobre la mesa que los líderes necesitan aprender a pensar globalmente mientras actúan localmente (*“think globally while acting locally”*), aprender a crear organizaciones globales con valores y objetivos compartidos y a la vez reconocer las diferencias nacionales.

4.2.11.1 EL TOP MANAGEMENT TEAM

Uno de los factores críticos en la valoración de adquisiciones es la determinación del valor de los activos intangibles de la compañía, (Kiessling & Harvey, 2008) exploran el valor de uno de esos **activos intangibles claves: el top management team (TMT)** el comité de dirección, de una empresa target exitosa. Utilizan la RBV y la *Upper Echelon Theory* como base para esta valoración y exploran el valor de la retención del TMT tras la adquisición en tanto activo intangible, entendiendo que parte del valor intangible adquirido se registra como activo no recurso humano, como es el caso de copyright, derechos, marcas, redes de relaciones, etc. y que los contribuidores clave del desarrollo, coordinación y gestión de esos activos intangibles son el TMT, de una empresa adquirida previamente exitosa. La asignación de un valor a este intangible requiere de acuerdo entre los cuerpos regulatorios globales para su uniformidad, la profesión contable en su papel de trasladar valor económico de las transacciones a números y dado que este valor intangible está tomando relevancia, tendrán que desarrollar métodos para valorarlo.

En la misma línea ya (Kiessling & Harvey, 2006) analizaban el papel del TMT y su retención en los resultados de la pos adquisición, resaltando el papel y la importancia del conocimiento en las adquisiciones como una fuente básica de ventaja competitiva, por lo que los empleados de la empresa target son los primeros depositarios de conocimiento tácito no transferible (citan a Wright, et al., 2001), el alto rendimiento de la empresa target es probablemente debido a este conocimiento y el éxito post adquisición puede ser determinado, no solo por la retención de estos empleados, sino también por la capacidad de continuar recogiendo su *expertise* y conocimiento (Hitt et al., 2001) y el TMT es un conducto importante de la recopilación y diseminación del conocimiento en la organización a través del desarrollo de la cultura corporativa. Siendo el TMT el primer repositorio de conocimiento en una empresa, lo convierte en un recurso de valor que puede ser una razón para la adquisición, y por tanto **la retención del TMT se convierte en un imperativo estratégico**. Los autores mantienen que la organización es el reflejo del TMT y ayuda a explicar el comportamiento competitivo de la empresa y como mucho del conocimiento estratégico es tácito (la experiencia o la guía del TMT) la pérdida del TMT puede poner en riesgo el resultado de la organización adquirida. En definitiva, la influencia y contribución del TMT a una empresa de éxito que ha sido adquirida es necesario para una exitosa pos adquisición, debido no solo a su conocimiento del mercado externo (clientes, competidores, industria, etc.) sino también a de la maquinaria interna de la empresa (empleados, estrategia, cultura corporativa, desarrollo de los recursos humanos, etc.)

Los managers son depositarios de conocimiento tácito (Polyani, 1967 citado por (Richey, Kiessling, Tokman & Dalela, 2007)) y conocimiento físico e intangible del mercado, procesos y tecnología de producto (Gerpott, 1995 citado por (Richey, Kiessling, Tokman & Dalela, 2007)), así como de relaciones dentro de la firma, entre ellos y fuera con *stakeholders* claves del mercado que pueden ser una fuente de capital social valorable. De hecho algunos miembros del *management* de target son depositarios de relaciones que

son necesarios mantener en la post-integración. Es el caso de *relationship marketing manager de target* (Richey, Kiessling, Tokman & Dalela, 2007), que mantiene la cadena de suministro y las relaciones con clientes que se han venido consolidando en el tiempo y la valoración de target previa a la adquisición está basada en las ventas, reputación y posición de mercado y el futuro de la adquisición es altamente dependiente de la retención de los managers y empleados involucrados en las *relationship marketing activities* y los acuerdos implícitos que haya suscitado para target, esta figura supone un vínculo con otras empresas y clientes de target. El mantenimiento de los acuerdos entre caballeros o la parte implícita de los acuerdos proporcionará a la operación mayores posibilidades de supervivencia y éxito y tendrá un efecto estabilizador e impacto positivo en la productividad de los empleados subordinados. Estas personas son los *key success factor* que permite a target mantener su funcionamiento efectivo tras la F&A. Su pérdida y la ruptura de los contratos implícitos es una situación habitual en muchas operaciones de F&A.

(Vasilaki & O'Regan, 2008) Estudian el vínculo entre la **efectividad del TMT y los resultados organizacionales** post adquisición y afirma que el TMT juega un papel importante en el proceso de integración, ya que serán capaces de asimilar la información, delegar tareas, usar sus habilidades para abordar la transición y conseguir los objetivos organizacionales deseados y deberían ser portadores de habilidades que les permitirán prevenir un posible fallo de la adquisición a través de la gestión exitosa del proceso de integración y mejorando el desempeño organizacional. Estas habilidades pueden establecerse en dos niveles: el individual y el de unidad de equipo. Los miembros del TMT deben comportarse en interés de la empresa y el equipo para asegurar el éxito de la adquisición. Este estudio define las características del TMT, no las encaja en el proceso de integración, el siguiente paso es identificar un constructo adecuado de medida de impacto de la efectividad del TMT en el proceso post adquisición para así ser evaluado.

El equipo gestor está activamente involucrado en ambos lados de la ecuación de adquisición (adquirente y target) desde la valoración (en la pre adquisición) y a lo largo de todo el proceso de integración (la post adquisición) (Kiessling, 2008). El equipo gestor de un target de éxito es esencial para el éxito del pos adquisición. Los cambios que necesariamente tienen lugar para constituir la nueva empresa combinada tienen impacto en la retención del equipo gestor y constituyen un factor clave en la rotación de sus miembros y por tanto en la disminución del valor de la firma adquirida.

Hay relación entre el tipo de top management y la estrategia de integración post adquisición (Angwin & Meadows, 2009) y en este sentido la distinción que hace la RBV entre creación de valor y captura de valor parece tener más influencia en la elección del máximo ejecutivo que la aplicación del encaje organizacional, lo que sugiere que hay motivaciones estratégicas por encima de las limitaciones organizacionales en la selección del máximo ejecutivo para gestionar la integración pos adquisición.

4.2.11.2 LOS MANDOS INTERMEDIOS

La literatura se ha centrado en los factores que determinan las opciones del diseño de la integración a nivel de la alta dirección, sin preocuparse de cómo este diseño de integración se hace operativo a niveles más bajos de la organización. **La intervención de los mandos intermedios** en el proceso post-fusión se ha venido enfocando en los conflictos de intereses con la alta dirección en la implementación del propósito estratégico y (**Meyer, 2006**) sugieren una visión más compleja de su intervención donde el propósito estratégico es operativo en la tensión entre grupos de mandos intermedios movidos por sus propios intereses, demostrando dinámicas destructivas. El enfoque simbiótico de integración no es solo retador en términos del manejo de las relaciones horizontales entre las partes involucrada en la integración, sino que plantea el balance entre grupos que buscan integración y otros que quieren preservar la organización: el dilema entre perseguir diferenciación e integración como clave en las decisiones de diseño organizacional. El planteamiento de estos autores requiere cambiar la visión simplista de los mandos intermedios como resistentes a promover el cambio, no ya porque dependa del contexto, sino porque esas fuerzas pueden presentarse al mismo tiempo en distintos grupos de managers. Su intervención puede llegar a ser destructiva, pero no entendida como resistencia, sino a la interacción entre respuestas divergentes en distintos grupos de mandos intermedios. Durante el proceso la dirección está enfocada en manejar las diferencias culturales entre las partes en la operación y no ponen su atención en como los mandos intermedios hacen operativa la estrategia.

4.2.11.3 EL LIDERAZGO

“una razón clave para el fracaso de las operaciones es el fracaso persistente de los CEOs en proporcionar fuerte liderazgo mientras la operación está teniendo lugar, especialmente en la fase crítica de la integración post-fusión.” Clemente (2001, p. 35) citado en (Waldman & Javidan, 2009)

(**Waldman & Javidan, 2009**) es cada vez más evidente que los resultados de la post F&A, especialmente en términos de conseguir la integración de las empresas, está fuertemente influida por factores organizacionales, como el liderazgo. Los modelos de evaluación del desempeño de las operaciones de F&A están basados en factores estratégicos y financieros, que claramente no pueden recoger adecuadamente los elementos humanos que resultan definitivos para el éxito o no de una implementación de F&A (Birkenshaw, Bresman, & Hakanson, 2000; Larsson & Finkelstein, 1999), estos elementos incluyen **factores como liderazgo, compromiso con el cambio e integración cultural y organizacional** (Bastien, 1987; Buono & Bowditch, 1989; Cartwright & Cooper, 1993 todos citados por (Waldman & Javidan, 2009)). **El liderazgo es un catalizador de los elementos humanos asociados con la implementación de las F&A y por tanto de su éxito.**

(Sitkin & Pablo, 2005) concluyen que no se han tratado sistemáticamente las variables relacionadas con el liderazgo en los procesos de implementación de F&A a pesar de su

importancia potencial y en la búsqueda de un mayor entendimiento de la efectividad en los procesos de integración, plantean que **el uso formas alternativas de liderazgo carismático** pueden ser relevantes, reconociendo la distinción entre líderes carismáticos personalistas versus socializadores (*personalized carisma vs. socialized power motive*), en base a los comportamientos que emanan de cada tipo y la posibilidad de sus efectos en la organización post operación:

- Personalista: estrategia de absorción, stress, resistencia al cambio y rotación que varía en grado entre adquirente y adquirido
- Socializador: visión – formación colaborativa y proceso de toma de decisiones que consigue la transformación de ambas empresas implicadas.

Las estrategias de absorción pueden resultar efectivas en la integración de targets en adquirente cuando las condiciones pre F&A son desfavorables.

Dado el importante papel del cambio organizacional en las F&A, se plantea el estudio de los procesos en términos de liderazgo neo carismático y en este sentido (**Tikhomirov & Spangler, 2010**) hablan del **liderazgo neo-carismático** (*neo-charismatic leadership*) en las F&A como un área reciente de investigación en liderazgo (citan a Nemanich & Keller, 2007; Nemanich & Vera, 2009; Waldman & Javidan, 2009): el éxito en la preparación pre-fusión y la integración post-fusión son diferentes aspectos demandantes del liderazgo del CEO, que ha de responder a todas las demandas del proceso y sus implicaciones generales para el resultado de la operación, es quien asegura el éxito de la operación. Su modelo examina cómo las demandas situacionales se traducen en requerimientos específicos del liderazgo.

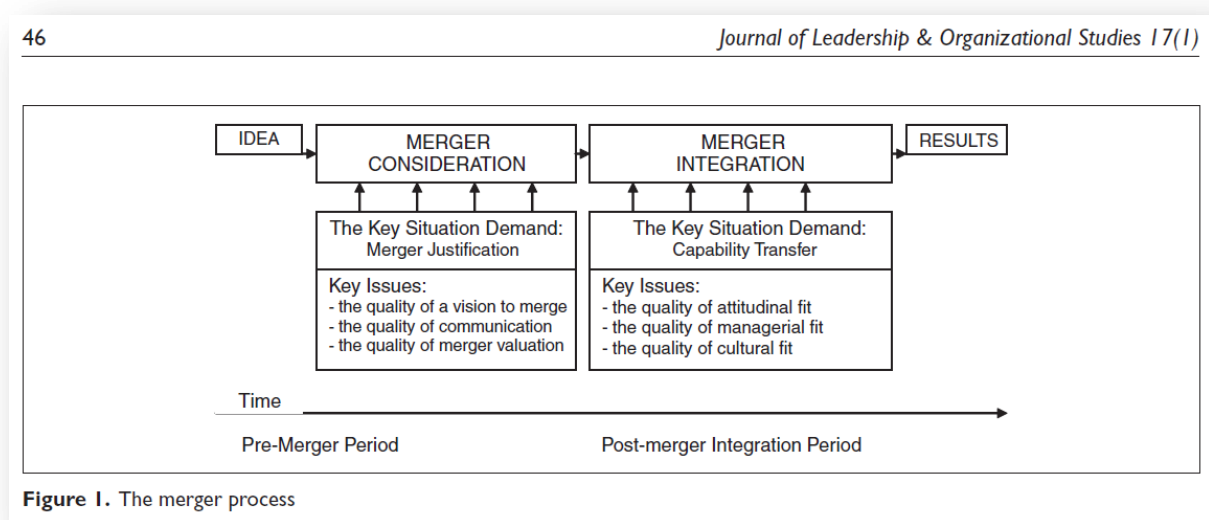


Ilustración 15 El proceso de fusión (Tikhomirov & Spangler, 2010)

El modelo plantea que el CEO ha de dar respuesta a distintas demandas situacionales del proceso a lo largo del mismo para gestionar la F&A con éxito y los problemas que pueden enturbiar la satisfacción de tales demandas:

- La pre-fusión: requiere justificación de la operación, en el marco de la confidencialidad de las negociaciones y el ruido debido a la presión del proceso. Para satisfacer esta demanda el CEO tendrá que afrontar: la calidad de la visión de la fusión, la calidad de la comunicación y la calidad de la valoración de la operación.
- La integración: la presión para materializar las sinergias previstas, maximizar la potencial creación de valor lo que requiere de su capacidad de transferencia entre las entidades que se fusionan, para lo que debe minimizar los obstáculos de la unificación organizacional abordando la calidad del encaje actitudinal, la calidad del encaje de los equipos gestores y la calidad del encaje cultural entre las dos empresas.

4.2.12 TEORÍA DE AGENCIA

La Teoría de agencia, a veces llamada *managerialism*, sugiere que las F&As ocurren porque benefician al management del adquirente a expensas de sus accionistas, estos comportamientos reducen el valor total de la empresa combinada.

Según cita (Dalton DR et al, 2003):

"Adam Smith, in An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, provided one of the earliest discussions of the problem of the separation of ownership and control. He suggested that managers of other people's money cannot be expected to "watch over it with the same anxious vigilance" one would expect from owners and that "negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company" (Smith, 1776/1952: 324). This sentiment presages the essence of agency theory, a theory that has been characterized as "a theory of the ownership (or capital) structure of the firm" (Jensen & Meckling, 1976)."

La teoría de agencia se ha venido caracterizando como una teoría de la estructura de propiedad de la empresa. **(Dalton DR et al, 2003)** en su meta análisis retan esta teoría y como resultado proponen considerar una alternativa teórica para dar respuesta a las relaciones propiedad – desempeño (*ownership-performance*), aparte de otras perspectivas teóricas ya planteadas como la legalista (que aborda la protección legal a los accionistas (cita a Coffee, 1999; Shleifer & Vishny, 1997)) y la teoría de la administración (o *stewardship*) (que se enfoca en explicar porque los intereses de los managers han de estar alineados con los de los accionistas, por lo que son preferibles estructuras que faciliten el poder a los managers a las que lo restringen, viendo el control como potencialmente contraproducente (cita a Davis et al., 1997). **La nueva teoría está basada en hipótesis de sustitución**, que coincide con la teoría de agencia en los temas relativos a la separación de la propiedad y el control en las corporaciones públicas, pero buscando **explicar la efectividad de los mecanismos de gobierno en limitar el oportunismo del management**, mientras que la teoría de agencia recurría a la habilidad de los mecanismos de gobierno

para resolver los problemas de agencia entre accionistas y managers entre ellos. Plantea que la estructura de propiedad es un mecanismo de gobierno a ser considerado entre un rango de otros mecanismos. Las categorías de propiedad pueden ser sustituidas entre si y **mecanismos alternativos de gobierno pueden sustituir la estructura de propiedad.**

Las F&A son vistas como el principal mecanismo a través del que se solventan los problemas de agencia, ya que los gestores que no actúan en interés de los accionistas son más proclives a ser vistos como target en una compra y aumentan por tanto las probabilidades de ser despedidos, según la hipótesis de gestión ineficiente que se contempla en la literatura. **(Paliwal, 2007)** incorpora **el papel de los mecanismos alternativos de control** como *managerial ownership*, *institutional holdings* y apalancamiento en el análisis de los resultados operativos de target, como formas alternativas de controlar los problemas de agencia y da soporte a esta hipótesis, mostrando que los target en general se caracterizan por unos gastos operativos mayores, en línea con lo que predicaban (Trimboth, Frydman & Frydman, 2001 a quienes cita) que concluyen que la ineficiencia en costes es determinante del riesgo de ser un target en una operación y en contra de la tesis de Agraal & Jaffe (2003) que cita, que no encontraban evidencia de peores resultados en target. Por otra parte los resultados adicionales con el anuncio de la operación son mayores para los targets de peores resultados previos, indicando que el mercado espera mejoras en su desempeño post adquisición.

La evidencia empírica facilitada por varios autores (Jensen (1986), Stulz (1990) & Shleifer & Vishny (1989)) sugiere que los managers se benefician de diversificación que destruye valor por la teoría de agencia, tal es el caso del *empire-building* y el afianzamiento en el management (*managerial entrenchment*) y otros autores (Morck et al., 1990) presentan una teoría basada en el interés egoísta de los managers (*managerial self-interest*) en empresas de tamaño grande y casos de diversificación. Otros (Fluck & Lynch, 1999) ven las F&A como una forma de tecnología que permite a las empresas financiar *marginally-profitable*, posibles proyectos de horizonte corto que los inversores de otra forma hubieran rechazado como proyectos individuales debido a problemas de agencia.

En este sentido **(Bodolica & Spraggon, 2009)** ponen sobre la mesa que la más popular línea de investigación basada en la teoría de agencia (citan a Fama & Jensen, 1983) sugiere que el comité de dirección y los incentivos basados en desempeño son el mecanismo crítico de gobernanza que permite reducir comportamientos oportunistas de ejecutivos y alinear sus intereses con los de los accionistas (citan a Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Tosi *et al.*, 2000). Los defensores del enfoque político mantienen que el fallo aparente del consejo para cumplir sus responsabilidades de seguimiento pueden explicarse por el hecho de que el CEO utiliza su poder de facto, asociado con su posición para influenciar las decisiones relativas a compensación, en vez de ayudar a evitar que se cuestione que esté al servicio de disfunciones que puedan provocar juicios injustos sobre su gestión. Aunque estudios previos muestran que la compensación del CEO aumenta en el periodo post adquisición (Wright, Kroll, & Elenkov, 2002) no es claro si es debido a la propia operación de F&A. Sin

embargo (Certo et al., 2008 citado por (Bodolica & Spraggon, 2009)) concluyen que los directores tienen incentivo para actuar sin ética y beneficiarse de decisiones que podría potencialmente perjudicar a los accionistas, lo que explicaría las primas de control y la forma de pago como determinante de los incentivos de los ejecutivos tras las operaciones. Los consejos pueden ejercer presión sobre los ejecutivos para negociar menos prima de control para simbolizar un compromiso con los intereses de los accionistas.

En los términos planteados por **(Bodolica & Spraggon, 2009)**, cuando los problemas de agencia son mayores, manifestados por grandes primas de control y pobres resultados de la empresa, los consejos tienden a implementar mecanismos más fuertes de alineamiento de incentivos en torno a las transacciones de F&A, lo que explica la capacidad de los directores para desempeñar su función de monitorización, lo que muestra que los consejos son más reactivos que proactivos en el manejo de los problemas de agencia.

Aunque estas afirmaciones tienen la contrapartida en lo mantenido por (Peng & Fang, 2009), según ellos las características del consejo de dirección no tienen relación significativa con la inclinación de la firma adquirente para acometer ulteriores operaciones, en línea con el argumento de la teoría de la administración y en contra de la teoría de agencia.

En otro orden de cosas, **(Martynova & Renneboog, 2009)** ponen de manifiesto que la decisión de financiación no está relacionada con los problemas de la teoría de agencia que puede venir inducida por conflictos de interés entre el management y los accionistas: empresas con estructura accionarial dispersa no prefieren efectivo y capital en vez de préstamos, es la opción menos preferida como fuente de financiación por los gestores afianzados.

Lo que hasta ese momento solo se había planteado como un juego a dos bandas, toma una nueva dimensión con **(Goranova, Dharwadkar & Brandes, 2010)**, que plantean la situación de participaciones cruzadas en las compañías fusionadas, mostrando que tiene impacto negativo en los resultados del adquirente. La dispersión de los principales intereses en estas situaciones, combinados con pocas restricciones a las decisiones del equipo gestor de sus propios intereses, está asociada con un dilema de agencia especial, en que convergen tres intereses contrapuestos entre propietarios y managers. En concreto los accionistas simultáneamente de adquirente y target tienen diferentes perspectivas de la combinación de negocio propuesta que los que son inversores solo en una de las dos compañías. **El solape de propietarios crea problemas de agencia adicionales y se acentúa con la proporción del propio solape.** Estos autores plantean que la teoría de agencia ha de ser modificada para considerar las implicaciones de este tipo de solapes en los accionariados combinados, solape que está relacionado con la destrucción de valor. Dado el número creciente de inversores institucionales que pueden estar en este caso se hace recomendable **fomentar una coalición entre inversores que monitorice la operación**, porque puede facilitar a los managers de una oportunidad única para perseguir sus propios

intereses en la expansión de la compañía, es más, la combinación de hubris con el solapamiento de propiedad entre adquirente y target puede magnificar el impacto de la teoría de agencia. Por otra parte el solape puede promover el sobrepago por target en detrimento del valor del adquirente. Además **si los intereses de los managers coinciden con los de algunos accionistas pero no con los de otros, se plantea la cuestión de la relatividad del problema de agencia**. En este sentido la aprobación de la operación de F&A por una mayoría puede incrementar la percepción de legitimidad de la operación, aunque el problema va más allá de la propia operación en el momento en que puede haber intereses encontrados acerca de la elección de la propia estructura de gobierno corporativo. En este sentido, y siempre según estos autores, las alianzas resultan más versátiles que las adquisiciones, por lo que podría plantearse por algunos grupos de interés en la combinación que la compra puede no ser la estrategia óptima en estas situaciones. Por otra parte el comportamiento puede ser distinto en el caso de *blockholders* o carteras de inversores, que pueden tener distinta postura si están a uno o ambos lados de la operación, o el caso de participaciones significativas a ambos lados del acuerdo que pueden tener potencialmente ventajas en información que no tienen los que no se solapan. En estos casos de F&A con inversores institucionales cruzados se puede facilitar la transferencia de valor del adquirente a target. A estos efectos (Goranova, Dharwadkar & Brandes, 2010) consideran cinco mecanismos distintos de gobierno corporativo: independencia, liderazgo y tamaño del consejo, propiedad en manos de los managers y remuneración vía opciones, aunque sería útil incorporar mecanismos adicionales dada la importancia de seguimiento requerido de los consejos en estos casos.

En el caso específico de las operaciones transfronterizas, autores como (Moeller et al., 2005) mantienen que los compradores consiguen menos retorno cuando los activos están localizados en un país diferente, lo que puede explicarse por unos mayores problemas de agencia en los compradores involucrados en este tipo de operaciones que habitualmente son de mayor tamaño y más susceptibles de sufrir problemas de agencia.

4.2.12.1 LA CARRERA DEL CEO

Son varios los autores, como **(Walters, Kroll & Wright, 2007)** que estudian la relación entre la presencia del CEO y los resultados de las F&A, para observar que ésta varía con el tiempo: aumenta con el tiempo y se deteriora en los últimos años, como consecuencia, primero de su experiencia y familiaridad con la compañía en específico y la posterior rigidez estratégica asociada con el tiempo en el cargo. En este sentido (citan a Shen, 2003) **el rol de monitorización del consejo se hace más importante en la medida en que avanza el mandato del CEO**. De acuerdo con la teoría de agencia, directores que son *blockholders* y con participaciones en capital tienden a reforzar el éxito de las adquisiciones. La inclusión de miembros externos independientes en el consejo o el nivel de directores externos reduce el afianzamiento del CEO y le hace menos proclive a ser complaciente y legitimador del pasado y más proclive a involucrarse en incursiones en su entorno, por otra parte la involucración de directores en el proceso de decisión de una F&A contribuye a evitar la

simplificación estratégica y a balancear la preservación del capital humano de la empresa (considerado que el talento ejecutivo puede ser una fuente de ventaja competitiva) en la búsqueda de adquisiciones que creen valor y pueden crear una atmosfera de colaboración en que el CEO mantenga una perspectiva fresca del cambio de circunstancias de la compañía y le capacite a utilizar su experiencia de forma más productiva.

(Matta & Beamish, 2008) abordan la relación entre la carrera del CEO y los problemas de agencia: la propia teoría de agencia sugiere que cuanto mayor es la duración de la relación entre agente y principal más eficiente es (citan a Eisenhardt, 1989). La relación a largo plazo reduce el riesgo de agencia de fluctuaciones en el desempeño de la empresa debido a factores fuera de su control. Una consideración específica de esta duración en la relación entre agente y principal es **el caso del horizonte de carrera del CEO** (*chief executive officer*), ya que los beneficios de una relación a largo plazo pueden estar comprometidos cuando el CEO se acerca a la jubilación y esto le incita a aumentar su aversión al riesgo, y su preocupación por conservar su legado de éxito le induce a evitar opciones estratégicas arriesgadas con impacto negativo en el corto plazo, con lo que consideraciones miopes (citan a Bernartzi & Thaler, 1999) le harán enfocarse en las implicaciones a corto plazo de las decisiones estratégicas en vez de consideraciones de crecimiento de la empresa (citan a Gibbons & Murphy, 1992). (Matta & Beamish, 2008) identifican que las remuneraciones variables con base en capital, suponen un remedio a la orientación a corto plazo de los agentes. Tal alineamiento ha demostrado no ser tan directo cerca de la jubilación, porque es menos aplicable a un CEO cerca de su retiro. Por otro lado las adquisiciones internacionales se asocian con motivos personales del CEO de la adquirente, y sus fallos a veces atribuidos a su oportunismo (citan a Berkovitch & Narayanan, 1993; Seth, Song, & Pettit, 2000, 2002; Grinstein & Hribar, 2004). Lo que sugiere que el comité de remuneración debe tener en cuenta no solo el estatus profesional del CEO y su benchmark de remuneración en la industria, sino también su horizonte de carrera y su cartera acumulada de remuneración anterior con base en capital, aunque en la práctica es una tarea complicada para el comité que normalmente ha sido nombrado por el propio CEO.

4.2.12.2 EL MERCADO DE CONSEJEROS Y LAS ATPS

Los consejos corporativos y el mercado de tomas de control son dos canales distintos de gobernanza corporativa, la primera es el mecanismo interno y la segunda, en forma de F&A es el mecanismo externo, ambos mecanismos son complementarios (Cremers & Nair, 2005). En este sentido surgen las **ATPs o antitakeover provisions** en el mercado de consejeros y directores, como la defensa de una empresa contra el riesgo de ser comprada, limita su susceptibilidad a los mecanismos externos de gobernanza y puede influir en el papel y la efectividad del propio consejo. El conflicto de intereses entre managers y accionistas (Masulis, Wang & Xie, 2007) es mayor en las empresas con mayor ATP. Y en las empresas target (Cotter, Shivdasani, & Zenner, 1997) los consejos independientes usan estos mecanismos para proteger a los accionistas resultando en mayores primas.

(Ashraf, Chakrabarti, Fu & Jayaraman, 2010) valoran el mercado de directores no ejecutivos en relación a su nivel de *antitakeover provisión* (ATP), concluyendo que los directores no ejecutivos que sirven en varias empresas con los mismos niveles de ATP serán penalizados en el mercado. La hipótesis de aversión al riesgo de los CEOs implica que éstos traten de rodearse de directores que tengan su misma inclinación y altos niveles de ATP. Empresas grandes con pocas oportunidades de crecimiento y valoración y bajo ROA con un consejo efectivo (consejo grande con mayor proporción de directores no ejecutivos) aumenta su vulnerabilidad a ser comprada al bajar sus niveles de ATP y empresas más pequeñas más proclives a ser target que tengan niveles altos de ATP son más proclives a incrementar dichos niveles de ATP. Directores con preferencia por cierto nivel de ATP tienden a cambiar los niveles existentes en dirección a su preferencia.

En definitiva los directores con preferencia por determinado nivel de ATP y en función de su flexibilidad para cambiarla, tendrán diferente tipo de facilidades para participar en más o menos consejos de uno u otro nivel de ATP. Por otra parte mientras que una buena F&A tiene efecto positivo en la reputación de los directores no ejecutivos, incrementando sus posibilidades de conseguir posiciones en nuevos consejos, no hay evidencia de que el mercado penalice a los directores que aprobaron pobres F&A. también se valora la capacidad de los directores de adaptar su nivel de ATP en función de situaciones específicas de la empresa.

Según (Harford, 2003) los directores externos se consideran críticos para la función de control interno del consejo y su incentivo para una buena gestión viene en parte de la penalización que supone si el mercado hace las veces de control por ellos, costándoles su posición en el consejo. Los consejos en que predominan los directores externos son generalmente considerados más alineados con los intereses de los accionistas (también en Walters, Kroll & Wright, 2007), mientras que su compensación no hace mucho por alinearlo, el potencial de sus acciones para mejorar sus propias carreras como directores (a modo de incentivo reputacional) pesa más, aunque se tiende a incrementar su remuneración con base en capital para reforzar ese alineamiento de intereses, y a su vez incrementa la propensión a que el CEO sea despedido por bajo desempeño.

En cuanto a la influencia del consejo: (Cosh, Guest & Hughes, 2006) la **composición de propiedad del consejo** (*overall board ownership*) tiene un fuerte impacto positivo en los resultados de la operación, que son aún mayores cuando el consejo se reparte entre CEO y directores ejecutivos y no ejecutivos. **El tamaño** tiene un impacto negativo (Guest, 2009) debido a la pobre comunicación y toma de decisiones que socava la efectividad de los consejos grandes.

El equilibrio puede venir dado por la presencia de múltiples directores en el consejo (Ahn, Jiraporn & Kim, 2010), ya que a partir de cierto límite, afecta a la calidad de su gestión e influencia las decisiones de F&A, aunque el efecto no es lineal en los resultados de la operación. Gestores de empresas en que los directores del consejo están demasiado

ocupados son más proclives a acometer operaciones que pueden terminar en pérdida de valor, lo que sugiere que los beneficios del tamaño del consejo se compensa con el hecho de que estén ocupados y no supervisan adecuadamente las operaciones que implican conflicto de agencia lo que les lleva a involucrarse en operaciones de destrucción de valor.

Otra alternativa es contar con la figura del *chief acquisition officer* (CAO) (Falcone, 2010), responsable de monitorizar las actividades de adquisición, evaluándolas e incrementando el uso de competencias en su gestión. (Quizás específico de las agencias americanas: *federal acquisitions*)

4.2.13 HUBRIS

El síndrome “*managerial hubris*” según lo describe (Papadakis, 2005):

“In ancient Greek mythology, the word “hubris” meant disrespect/arrogance against the Gods. That is why the Gods came down from Mount Olympus to punish the arrogant. In the business world, a large number of CEOs suffer from this syndrome. They have larger-than-life egos, believing that as they are close to being gods themselves, not only can they not make mistakes, but also whatever they choose to do will be a success.” (Papadakis, 2005)

De la misma forma otros ejecutivos ven las F&As como el perfecto terreno de pruebas para buscar ascensos en su carrera y gratificación de su ego (Donaldson & Preston, 1995) y cegados por su “*managerial hubris*” algunos ejecutivos involucran a sus compañías en arriesgadas F&As.

“In ancient Greece, Gods came down from Mount Olympus to punish the disrespectful and arrogant. Today, it is the “modern gods of business” (now called shareholders, and other stakeholders) that punish arrogant executives.”(Donaldson & Preston, 1995)

(Campbell, Goodie, & Foster, 2004) definen los CEOs altamente narcisistas como aquellos que tienen una visión inflada de sí mismos y que están preocupados con reforzar continuamente esa visión, puede esperarse que se involucren en comportamientos y tomen decisiones que tengan consecuencias no solo para los individuos que interactúan con ellos directamente, sino también con grupos mayores de stakeholders, influyendo en las decisiones estratégicas, de estructura y dotación de personal. (Chatterjee & Hambrick, 2007) recurren a medidas no intrusivas del narcisismo de los CEOs (*Chief executive officers*) como la prominencia de su fotografía en los informes anuales, presencia en prensa, el uso de la primera persona del singular en las entrevistas, la compensación, para medir su efecto en la estrategia y los resultados de la empresa. En particular en la industria de hardware y software el narcisismo del CEO está relacionado positivamente con el dinamismo estratégico y la grandiosidad, así como al número y tamaño de las adquisiciones y fluctuaciones en el desempeño organizacional. El CEO narcisista favorece acciones

audaces que llaman la atención y resultan en grandes ganancias o grandes pérdidas, aunque en estas industrias estos resultados no destacan por mejores ni peores que otras empresas equivalentes con CEOs no narcisistas.

(Seth, Song & Pettit, 2000) diferencian entre hubris y *managerialism*: la **hipótesis hubris sugiere que los managers de la empresa oferente se equivocan al evaluar la empresa target, pero emprenden la adquisición presumiendo que sus valoraciones son correctas.** Aunque la hipótesis hubris fue propuesta como explicación para operaciones domésticas, es relevante también para operaciones cross-border. Está basada en las convicciones asimétricas de adquirente y target sobre las ganancias asociadas a la adquisición, siendo el error del adquirente una sobrevaloración equivocada de target, estando convencido de que su valoración es correcta. Estos errores en valoración son tan posibles en operaciones cross-border como en las domésticas, aun mas considerando que en las cross-border hay mayor asimetría de información entre adquirente extranjero y target doméstico que entre adquirente y target doméstico.

En términos de (Seth, Song & Pettit, 2000) la **hipótesis *managerialism*, sugiere que los gestores se embarcan en adquisiciones para maximizar su propia utilidad a expensas de los accionistas de la empresa,** a diferencia de hubris, que propone que los managers pagan sobreprecio no intencionadamente por las empresas target, la *managerialism* sugiere que los managers pagarán sobreprecio intencionadamente: se embarca en operaciones para maximizar su propia utilidad a expensas de los accionistas de la empresa y en la medida en que parte de su remuneración suele estar vinculada a la cantidad de activos bajo su control, los managers tienden a pretender mayores ratios de crecimiento en activos más que en beneficios. Además los managers pueden también estar incentivados a involucrarse en actividades de diversificación en un esfuerzo por reducir el riesgo asociado con su capital humano. Igual que hubris, *managerialism* fue propuesta como motivo para operaciones domésticas, pero es relevante para operaciones cross-border: en un entorno de mercados de capital integrados, la diversificación de actividades para reducir riesgo se considera no maximizadora de valor, ya que el accionista individual puede aumentar el beneficio de estas actividades a un menor coste, sin embargo los managers pueden pretender estabilizar la corriente de ingresos a través de la adquisición de un target internacional, dada la poca correlación entre resultados en distintos países, la ausencia de fuertes mecanismos de control de gobierno corporativo puede incitar a los managers a sobre pagar por estas adquisiciones.

El *Managerial Hubris* (Moeller et al., 2004) lleva a menores resultados para adquirentes de las acciones de las empresas con mayor dispersión y mayores cambios en su valoración (*analyst forecasts*), así como para las empresas con mayor volatilidad idiosincrática.

En otro orden de cosas, no faltan autores que contraponen hubris y aprendizaje, sugiriendo que (Aktas, Bodt & Roll, 2009) los CEOs son generalmente capaces de asignar un valor esperado correcto y con el tiempo mejoran su capacidad de juzgar y controlar el riesgo que

supone la integración de una nueva adquisición y a través de sucesivas operaciones aprenden que los riesgos son mayores que los esperados y ajustan sus cálculos de valor a la baja, lo que supone precios más bajos en siguientes operaciones, aumentando el retorno para los accionistas. En este sentido, CEOs con hubris empiezan pagando demasiado por cada operación y van ajustando a la baja en las siguientes operaciones, mientras que los CEOs conservadores por el contrario empiezan ofreciendo demasiado poco y crean mucho valor cuando ganan, pero raramente ganan, resultando en más operaciones de éxito pero con menos retornos cada una.

4.2.14 EXCESO DE CONFIANZA

“The chance of gain is by every man more or less overvalued, and the chance of loss is by most men undervalued.” Adam Smith - The Wealth of Nations (1776, Book I, Chapter X)

(Malmendier & Tate, 2005) La literatura sobre **Behavioural economics** y **Behavioural Corporate Finance** parte del modelo económico tradicional y le incorpora evidencias psicológicas de preferencias y creencias no estándar, como aversión al riesgo, la falacia de los costes hundidos o el exceso de confianza. Estas preferencias y creencias son importantes porque reconocen que los inversores cometen errores que los managers aprovechan y que los managers comenten errores sistemáticos que el mercado no puede corregir completamente. Un ejemplo específico de sesgo en la gestión (*managerial biases*) es el exceso de confianza del CEO y su impacto en las inversiones corporativas.

La sobreconfianza es la tendencia de los individuos a considerarse a sí mismo por encima de la media en características positivas, este efecto también afecta a la atribución de causalidad: puesto que el individuo espera que su comportamiento produzca éxito, atribuye resultados a sus acciones cuando tiene éxito y a la mala suerte cuando falla, esta atribución de resultados refuerza el exceso de confianza. (Malmendier & Tate, 2005) proponen una medida de exceso de confianza del CEO en tanto a distorsión en inversiones corporativas, en función de la percepción de outsiders en vez de las propias acciones del CEO. Managers con exceso de confianza hierran en generar mejores resultados relativos que los conseguidos por managers con comportamiento racional, lo que pone de manifiesto que **la auto atribución de resultados induce a exceso de confianza**. La hipótesis de exceso de confianza indica que los managers tienen exceso de confianza y sobre invierten, convencidos de que sus habilidades son superiores y son más competentes que otros. Este sesgo cognitivo les induce a apostar en base a su propio juicio y embarcarse en tareas complejas como adquisiciones múltiples. Estos managers tienden a subestimar los riesgos y sobreestimar las ganancias por sinergias asociados con las F&A y por tanto tienen menos tendencia a posponer decisiones sobre operaciones. Son en general optimistas y predispuestos a adquirir targets rápida y frecuentemente, son propensos a acometer operaciones múltiples porque creen que tal serie de decisiones de inversión están a favor

de los intereses de los accionistas mejor que lo que un manager con comportamiento racional haría.

(**Doukas & Petmezas, 2006**) dan soporte a la predicción de Malmendier: los oferentes con exceso de confianza anuncian resultados positivos, pero son considerablemente menores que los resultados conseguidos por oferentes normales, **en realidad los oferentes con exceso de confianza presentan pobres resultados a largo plazo**. Adquisiciones siguientes (**más de 5 adquisiciones acometidas en el plazo de tres años**) **están asociadas con peores retornos que las adquisiciones primeras, lo que sugiere que los managers tienden a atribuir el éxito inicial a su propia habilidad** y les genera más autoconfianza para acometer más operaciones, lo que indica que el sesgo que supone la auto atribución motiva el exceso de confianza.

(**Xia & Pan, 2006**) presentan un modelo dinámico de operaciones basado en el exceso de confianza de los managers, incorporando el exceso de confianza en las sinergias de la F&A. Este modelo explica las olas de operaciones, los mejores resultados para los accionistas de las empresas involucradas en el momento del anuncio de la operación y el impacto de la competencia en los resultados de los accionistas. El modelo genera predicciones de resultados adicionales de las empresas involucradas en relación a las características del sector, el nivel de exceso de confianza del management y el nivel de competencia y concluye:

- Los resultados para los accionistas son normalmente positivos si el nivel de exceso de confianza del management no es especialmente alto.
- Los resultados para los accionistas del oferente pueden ser negativos si el nivel de exceso de confianza es alto
- Los resultados para los accionistas del oferente son inversamente proporcionales al tamaño de las empresas con bajo nivel de exceso de confianza o competencia.
- La competencia lleva a disminuir los resultados adicionales del adquirente e incrementa los de target.

(**Malmendier & Tate, 2008**) diseñan un modelo de exceso de confianza, en que los managers sobrestiman su capacidad de generar valor de las F&A y analizan el impacto del exceso de confianza en las decisiones de F&A. Según su modelo, el exceso de confianza no predice necesariamente más operaciones, que dependen del balance entre la percepción de subvaloración del CEO de su compañía aisladamente y la sobrevaloración de futuros retornos de la adquisición, pero **el CEO con exceso de confianza es inequívocamente más propenso a acometer adquisiciones de menor calidad cuando la empresa cuenta con abundante recursos internos**. El estudio mide el exceso de confianza de dos formas: tomando las decisiones de inversión privada del CEO para recoger sus creencias manifiestas y **usando la prensa para medir la percepción de externos del CEO** y los resultados confirman las predicciones de exceso de confianza.

Sin embargo, según (Bogan & Just, 2009) el exceso de confianza y *empire building* como teorías de comportamiento, solo son explicaciones parciales que actúan en combinación con otros sesgos del comportamiento, como el sesgo de ratificación (*confirmation bias*) **que hace que los ejecutivos persigan equívocamente operaciones que no son aconsejables**. El **sesgo de ratificación** se describe como la situación en que el individuo concede demasiada importancia a la información que apoya su visión en relación a la información que va en contra de su visión (“*a situation in which an individual attaches too much importance to information that supports his views relative to information that runs counter to his views*”) (Shefrin, 2006) **y también determina el tipo de información que el individuo busca**. Puede conducir a la insistencia en falsas creencias y a la auto convicción de certeza de cualquier creencia que tenga. En este sentido, los consejeros ejecutivos buscan y evalúan información sobre F&A de diferente forma que aquellos no ejecutivos y son menos proclives a cambiar de opinión tras revisar nueva información relevante. Este estudio demuestra con un experimento la existencia del sesgo de ratificación, que genera decisiones sub-óptimas, e influencia el comportamiento de toma de decisiones y aunque no sugieren que este sesgo sea la única explicación para actividades de F&A mal aconsejadas, si muestran evidencia empírica que justifica la existencia de este sesgo que pueden inducir a decisiones de F&A equivocadas.

4.2.15 ROTACIÓN DE DIRECTIVOS

En palabras de (Bert et al. 2003) las posibilidades de crecimiento de la nueva compañía dependerán de su capacidad de atraer y retener un equipo competente.

Los ejecutivos de las compañías adquiridas constituyen una pieza clave para el éxito de la estrategia de adquisición, las compañías que retienen a sus *top executives* tienden a tener mejores resultados que aquellas que no lo hacen (Cannella & Hambrick, 1993; Krishnan. Miller & Judge, 1997 citados por Bert et al. 2003), sin embargo es difícil retener a todos los ejecutivos de la compañía adquirida, y muchos se pierden a los pocos años de la adquisición (Krug & Hegarty, 1997; Walsh, 1988, 1989; Walsh & Ellwood, 1991 citados por Bert et al. 2003). La retención del talento es un ingrediente crítico para el éxito de la F&A (cita a Kay & Shelton, 2000), por lo que cuanto mayor sea la rotación de empleados tras una F&A, mayor es su índice de fracaso (cita Ulrich, 1998)

Como (Bruner, 2004) indica en su revisión de literatura y los métodos al uso, “*all M&A is local*” en el sentido en que cada operación es distinta, esto es especialmente cierto en el caso de la rotación, ya que al tratarse de personas, depende en buena medida del encaje que haya entre las personalidades de las dos partes fusionadas, los perfiles de cada uno de los equipos, etc. El mismo Bruner (2002) ya apuntaba que **las definiciones de éxito específicas de cada operación garantizan la imposibilidad de generalizar**.

De hecho parte de la prima pagada en la compra de la compañía lo es por el valor que se atribuye a su equipo gestor (Kiesling & Harvey, 2006) o sus directivos clave. Las razones

estratégicas para la adquisición y el éxito de la empresa combinada son debidas al valor de los recursos humanos de la empresa target, por lo que la retención de esos individuos puede afectar a los resultados post adquisición. La retención de los recursos humanos tras la adquisición indica el valor de los activos que suponen el conocimiento tácito, no solo del mercado externo (clientes, competidores, industria, etc.) sino del engranaje interno de la compañía (empleados, estrategia, cultura corporativa, despliegue de los recursos humanos, etc.) **la no imitabilidad del activo humano y la disposición estratégica de los recursos humanos puede ser una fuente de ventaja competitiva importante en las F&A.**

Como ya anticipaba **(Walsh, 1988)** lo que sí es un hecho es que los ratios de rotación en los equipos de las adquiridas son significativamente mayores que los normales y los ejecutivos más sénior tienen más probabilidad de salir que sus colegas menos visibles, aunque no se ha valorado por tipo de adquisición

(Krug & Hegarty, 2001) abordan las explicaciones del destino de los ejecutivos tras procesos de F&A examinando sus percepciones sobre la F&A, en concreto tres eventos son los más relevantes: el propio anuncio de fusión, las interacciones con los managers de la adquirente tras la fusión y los cambios post-fusión que determinan los efectos a largo plazo de la fusión. Como ya apuntaban Schweiger & DeNisi (1991) el anuncio de fusión provoca reacciones disfuncionales como el incremento de la insatisfacción en el trabajo e intentos de rotación en empleados de la adquirida, que se pueden mitigar a través de programas de comunicación que mantengan a los empleados informados de los cambios antes de que ocurran. Sin embargo una buena comunicación no es suficiente para superar una primera impresión negativa de la fusión **(Krug & Hegarty, 2001)**. Según ellos, los ejecutivos están motivados por un complejo conjunto de criterios y a menudo desarrollan ampliamente interpretaciones divergentes del mismo hecho que dificulta para los investigadores el hacer predicciones adecuadas sobre su comportamiento. Incluso el nivel de autonomía perdida podría estar relacionado con salidas subsiguientes (Lubatkin et al. 1999), pero no todos los ejecutivos tienen la misma necesidad de autonomía que otros. La propia negociación pre-adquisición tiene impacto en la percepción de los ejecutivos y puede influir en la capacidad y el deseo de los equipos gestores para trabajar juntos tras la fusión y por tanto influyen en los índices de rotación, aunque esto no llega a explicar la rotación del equipo directivo de la adquirida (Walsh, 1989). Otras variables no relacionadas con la percepción resultan inadecuadas para reflejar la complejidad de la decisión individual de los ejecutivos de quedarse o salir tras la adquisición.

Por otro lado el proceso que determina la salida en operaciones domésticas puede no ser igualmente aplicable a las operaciones cross-border **(Krug & Hegarty, 2001)**. La mayor diferencia es que mientras que en las adquisiciones domésticas los mayores efectos tienen lugar durante los primeros tres años tras la adquisición, en las internacionales tienen lugar en un periodo de seis años, un periodo de integración más largo, que en promedio toma el doble de tiempo en mostrar resultados positivos en las operaciones internacionales y este más largo proceso de integración explica el por qué en estos casos se intensifica la

percepción de los ejecutivos sobre los resultados tanto positivos como negativos (**Krug & Nigh, 2001**). En muchos casos la propia multinacional prefiere posicionar a sus propios talentos en la adquirida, dejando margen para los ejecutivos más junior para quedarse, que muestran la percepción más positiva porque se ven como parte de un esquema mayor que les ofrecerá mayores oportunidades para mejor remuneración y promociones y mayor estatus futuro

En los términos en que lo explicitan (**Krug & Nigh, 2001**), las razones por las que los ejecutivos deciden quedarse tras la adquisición son: satisfacción en el trabajo, status, seguridad, autonomía y razones personales, aunque el status requiere una medida más allá del reflejado en el título y que recoja las impresiones generales del ejecutivo sobre sus oportunidades de mejor remuneración y promoción entre otros factores en la nueva compañía. Los ejecutivos interpretan normalmente los resultados de la adquisición de formas totalmente dispares, a pesar de estar expuestos al mismo fenómeno, por ejemplo, una mayor involucración de la matriz extranjera puede ser visto como algo positivo por lo que supone de oportunidades adicionales para conseguir exposición a sistemas de gestión global más sofisticados. El enfoque que haga el adquirente extranjero de la integración determinará si los ejecutivos verán la adquisición como positiva o negativa.

Desde el punto de vista de cómo los ejecutivos de la adquirida pueden influir en los resultados de la operación (**Bergh, 2001**) sugiere que una razón, dada la frecuencia de adquisiciones fallidas, puede ser debida a la retención y salida de los erróneos altos ejecutivos de la compañía adquirida, eligiendo los que tengan más involucración organizativa, porque aunque puedan ser más rígidos, comprometidos con el status quo y tengan dificultades en adaptarse a cierta incertidumbre, añaden mayor valor post adquisición que sus equivalentes con menos involucración en la gestión y es por tanto a quienes hay que tratar de retener como parte importante del proceso de implementación. En este sentido el valor generado por la experiencia específica de la compañía, conocimiento y memoria tiene más peso que el generado por la creatividad, flexibilidad e innovación y en línea con la RBV sugiere que mantener los altos ejecutivos de la adquirida consigue mejores resultados de la operación porque son depositarios de conocimiento específico de la organización que facilita la implementación de la adquisición (Davis, Nair, 2003).

Dos estudios abordan la relación entre los cambios organizacionales y la rotación: (Morrell et al. ,2004) y (Chawla & Kelloway, 2004). Los primeros sugieren que entender el papel del shock en la precipitación de las decisiones es importante para entender la relación entre los cambios organizacionales y la rotación de empleados. Los cambios pueden terminar tanto en rotación evitable como inevitable, la empresa ha de decidir si actuar preventivamente y limitar sus consecuencias negativas o reaccionar a su efecto. Definen tres diferentes escenarios, identificando las estrategias más adecuadas para cada caso:

- Si la rotación es fundamentalmente inevitable: el coste de la pérdida puede ser comparado con los beneficios de implementar el cambio.
- Si la rotación es evitable: la organización podría tomar acciones preventivas y compensar los efectos del cambio.
- Si la rotación es en parte evitable y en parte inevitable: el impacto de los cambios es más difícil de evaluar, ni prevención ni control son adecuados.

Cuanto mayor es el cambio mayor es la oportunidad de tener rotación inevitable.

(LEHN & ZHAO, 2006) examinan la rotación del CEO en relación al valor que crea o destruye a través de F&A, lo que implicaría que los mecanismos de gobierno corporativo u otros mecanismos de control externos son efectivos en aplicar disciplina a managers que hacen adquisiciones que implican pérdida de valor, lo que resulta especialmente relevante a la vista del decremento en la actividad de compras hostiles (cita a (Holmstrom & Kaplan, 2001) y (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001)). Managers que hacen adquisiciones que destruyen valor tienen mayor probabilidad de ser reemplazados que los que hacen operaciones que crean valor, y CEOs que cancelan operaciones al observar reducción en el precio de las acciones, tienen un riesgo significativamente menor de ser reemplazados que los que siguen adelante con las operaciones de reducción de valor. El autor asegura que tal afirmación contradice lo expuesto por (Shleifer & Vishny, 2003 a los que cita) en cuanto a que las adquisiciones son provocadas por acciones sobrevaloradas de la adquirente, porque la probabilidad de rotación del CEO no esté relacionada al uso de acciones o efectivo como medio de pago, con lo que resultados negativos del comprador son indicativos de operaciones que destruyen valor y no a que sus managers utilicen capital sobrevalorado para acometer las operaciones que sirven al interés de sus accionistas.

(Sudarsanam & Mahate, 2006) unos buenos resultados en el valor del accionista post adquisición y las compras hostiles mejoran la capacidad de los gestores para mantener sus empleos al menos en el primer año tras la operación. Los managers de target pueden estar tentados de buscar mecanismos de protección para ellos mismos, con dispositivos anti compra y buscando caballeros blancos (*White knights*) y TMT de las adquisiciones amistosas sufren más pérdidas de empleo que los de las compras hostiles, quizás en pago del precio por su inferior contribución a la creación de valor.

En cuanto al papel de la mujer **(Krishnan, Park & Kilbourne, 2006)** desarrollan un modelo conceptual que sugiere que los determinantes de la rotación necesitan ser examinados a tres niveles: entorno, organización e individuo. Una alta rotación entre las mujeres puede ser dañina para la organización al destruir sus recursos base. Este tema toma especial relevancia en la medida en que las mujeres promocionan en las grandes organizaciones, y para reducir su rotación es necesario que las organizaciones creen un clima que permita asimilar diferencias, holístico y más propicio a los estilos de management femeninos. Lo que tiene implicaciones en el desarrollo de carrera de las mujeres especialmente en las grandes organizaciones.

(Kiesling, 2008) el equipo gestor está activamente involucrado en ambos lados de la ecuación de adquisición (adquirente y target) desde la valoración (en la pre adquisición) y a lo largo de todo el proceso de integración (la pos adquisición). El equipo gestor de un target de éxito es esencial para el éxito de la post adquisición. Los cambios que necesariamente tienen lugar para constituir la nueva empresa combinada tienen impacto en la retención del equipo gestor y constituyen un factor clave en la rotación de sus miembros y por tanto en la disminución del valor de la firma adquirida.

En cuanto a los directores no ejecutivos, entendidos como aquellos que están presentes en el consejo pero no están involucrados en las operaciones diarias. Mientras que todos los estudios se han centrado en los ejecutivos (Li & Aguilera, 2008) se centran en la explicación de la rotación post adquisición del director no ejecutivo de target, asumiendo que su presencia en el capital no es suficiente como para haber actuado como accionista en el proceso, desde la perspectiva de RBV es esperable que se quede si su experiencia es valorable para el adquirente, si es especializada o complementaria para conseguir ventaja competitiva de la empresa combinada y desde la perspectiva del capital social, aquellos que cuenten con un valioso capital social, como la interlocución a ciertos niveles o incorporen acceso a fuentes de información probablemente se quedarán pos adquisición. Aunque al tratarse de un concepto multifacético, tiene sentido examinar su impacto de seguimiento (*monitoring*), asesor (*advisory*) y rol social (*social role*) simultáneamente, lo que facilita un mejor entendimiento de su rotación y el proceso de construcción del nuevo liderazgo y permite incorporar la complejidad que suponen nuevos tipos de adquisiciones. (Ver el gráfico)

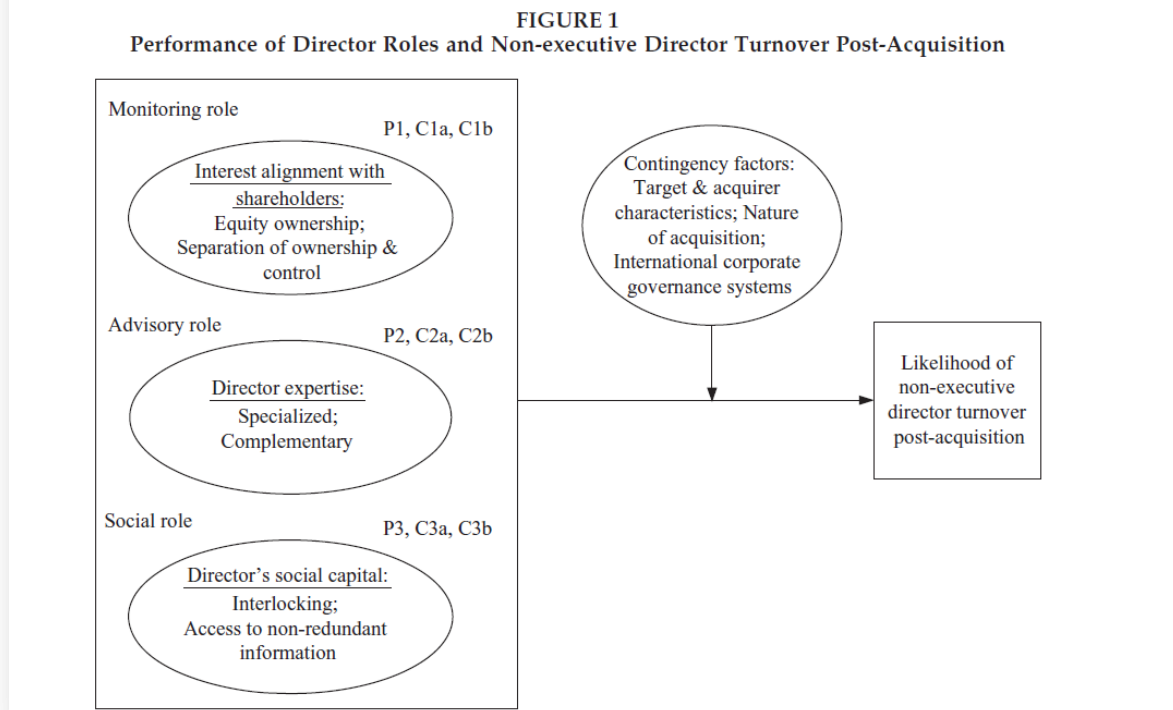


Ilustración 16 Roles de Directores ejecutivos y no ejecutivos (Li & Aguilera, 2008)

(Li & Aguilera, 2008) A consecuencia de las F&A el gobierno corporativo experimenta cambios sustanciales, se constituye un nuevo comité (*board of directors*), aunque algunos directores de target permanecen como miembros del nuevo equipo otros salen, normalmente de forma voluntaria.

En términos de la cuantificación de rotación en sí, **(Krug, 2003)** en promedio aproximadamente la cuarta parte de los ejecutivos del TMT (*top management team*) de la adquirida sale en el primer año, un ratio tres veces mayor que en compañías comparables que no han sido adquiridas. Un 15% adicional sale en el segundo año, aproximadamente el doble que un ratio de rotación normal y aunque se asume que los ratios de rotación de directivos vuelven a la normalidad en dos años no es claro que sea el caso: Los fichajes posteriores a la integración también muestran unos ratios significativamente por encima de lo normal a partir de los dos años posteriores a la adquisición. Los directivos continúan saliendo a un ratio dos veces el normal por un mínimo de nueve años tras la adquisición! (ver el gráfico "*executive turnover rate*")

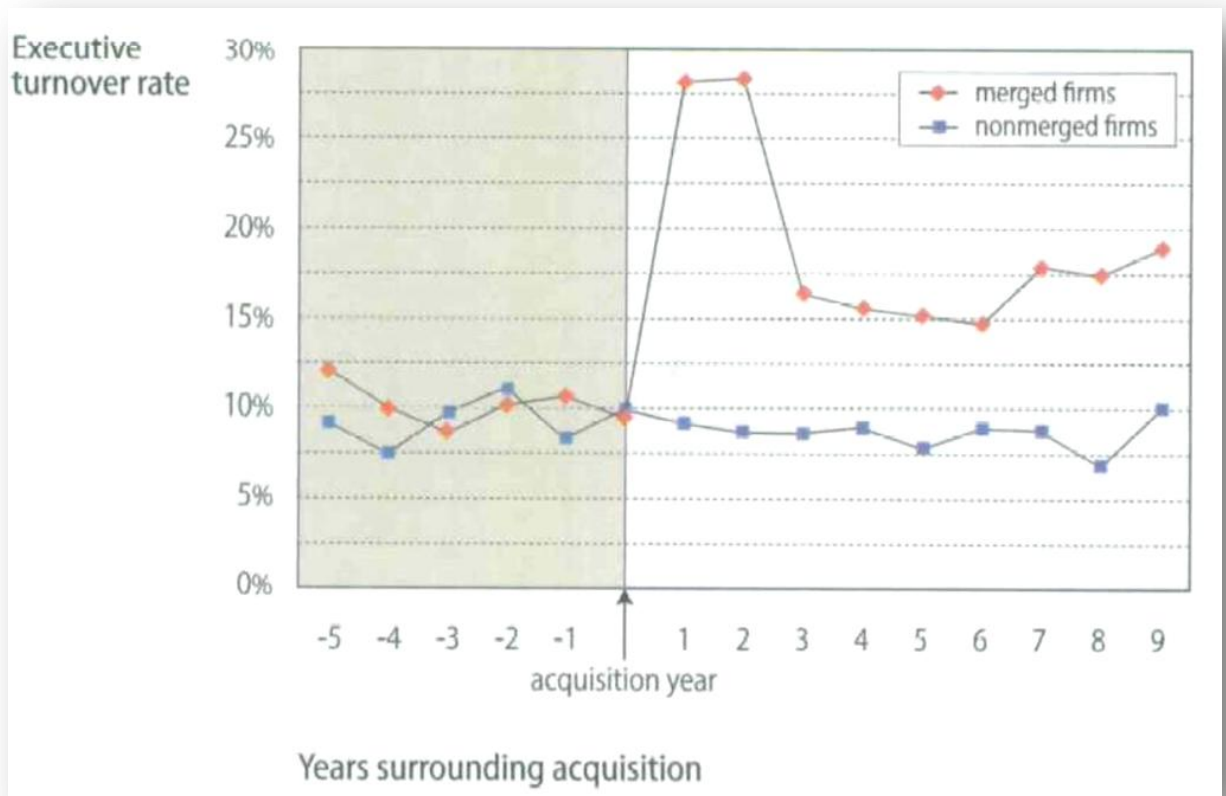


Ilustración 17 Rotación de directivos tras la adquisición (Krug, 2003)

(Krug, 2003) de los ejecutivos originales un tercio sale involuntariamente y otro tercio a causa de alienación o insatisfacción en el trabajo. Los nuevos fichajes provienen de rotaciones de la adquirente en target para acelerar el proceso de transmisión de conocimiento y asimilación de la cultura y su llegada disminuye la estabilidad del liderazgo, interrumpe las líneas de comunicación y fractura la cultura de la organización, a estos ejecutivos se les achacará el fallo o al menos el no cumplimiento de las expectativas y terminan saliendo. En realidad **una alta rotación tras la adquisición es más que un síntoma de problemas en la organización, puede ser la causa**. La pérdida de los ejecutivos anteriores en un principio afecta directamente a la operación y tiene un efecto indirecto en la desmoralización de la plantilla. Un error en la retención de las personas críticas de la vieja guardia puede tener un efecto dominó en la organización que se arrastrará al menos por nueve años y quizás incluso más.

(Siegel & Simons, 2010) Hay toda una serie de estudios de rotación de TMT y CEOs, pero estas transacciones afectan también a rotación, remuneración y resultados de carrera para todos los trabajadores, algunos estudian promedios de trabajadores a nivel de planta o empresa, pero en ningún caso el efecto a los empleados individuales, ya que la información de este detalle no está disponible a acceso público, por lo que no hay evidencia empírica a gran escala de los efectos de las F&As sobre los trabajadores individuales. Consistente con la teoría del capital humano: las F&A mejoran la productividad de las plantas, aunque

pueden suponer un *downsizing* de los establecimientos y empresas. La productividad sube más en adquisiciones parciales que en compras completas de empresas, mientras que los resultados de la empresa no caen en estos cambios de propiedad. Las F&A tienen impacto positivo en las carreras de los trabajadores al mejorar la clasificación y el encaje (*sorting & matching*) de trabajadores y managers a empresas e industrias que encajan mejor con sus habilidades. Las fábricas involucradas en F&A experimentan un *upgrading* en la calidad de su capital humano. En definitiva las F&A suponen un mecanismo para mejorar la clasificación y el encaje de fábricas y trabajadores a usos más eficientes.

En este contexto (Rafferty & Restubog, 2009) exploran el papel del proceso de cambio y el contexto de cambio interno como antecedentes de las reacciones de los empleados a las F&A, concluyendo que información de alta calidad sobre el cambio disminuye la ansiedad y está positivamente relacionada con el compromiso afectivo con el cambio. Por otra parte la combinación de satisfacción laboral y las intenciones de rotación están asociadas a rotación voluntaria una vez que la integración ha terminado. Pero hay también efectos indirectos y todos implican compromiso afectivo con el cambio, por lo que la influencia del proceso de cambio y contexto en la rotación voluntaria se transmite a través del compromiso afectivo con el cambio. Los autores tratan de aportar al desarrollo de modelos de cómo el proceso de cambio y contexto influye en las reacciones de los empleados al cambio, así como la búsqueda de respuestas sobre cómo implementar de forma efectiva cambios a gran escala.

Por su parte (Butler, Perryman & Ranft, 2012) en su meta-análisis de la literatura empírica sobre la retención de los TMT y los resultados de la operación, ratifican el impacto negativo que tiene la retención del TMT de target sobre los resultados.

No obstante, y ya en 2015 (**Krug, Writght & Kroll, 2015**) con una perspectiva más amplia que abarca factores a nivel micro, grupo, meso y macro motivadores de adquisiciones, sugieren que la relación entre rotación y resultados post adquisición es más compleja de lo que se venía considerando por la literatura en los 20 años anteriores y el hecho de retener ejecutivos de target puede ser clave de éxito pero lo contrario, en términos del reemplazo de ejecutivos puede ser una fuerte de creación de valor igualmente importante, en función de los objetivos idiosincrásicos de cada operación. De hecho plantean un esquema en que combinan las distintas perspectivas de la adquisición y el tipo de ejecutivos que han de ser retenidos (ver tabla).

TABLE 2
Integration of Theoretical Perspectives and Prescriptions for Integrating Target Company Top Management Teams

Perspective	Theory	Executive retention desired	Executive replacement desired	Theoretical links
Market	1 Agency theory		Inside directors Chair (separate CEO and chair positions) Poor performers, especially more-senior executives	Separation of ownership and control in public firms Agency theory
	2 Market for corporate control		Empire-building CEO and chair Incompetent executives	Agency theory Agency theory
Top management	3 Empire-building theory		Executives with non-compatible traits	Organizational fit
	4 Hubris theory		Executives with redundant skill sets	Strategic fit
	5 Upper echelons theory		Increase global efficiencies, restructure assets, and consolidate capacity	Empire-building theory, hubris theory, bandwagon effects
Industry	6 Top management team complementarity	Executives with compatible traits Executives with complementary skill sets	Mature industry, global industry structure	Hubris theory, industrial organization, efficiency theory
	7 Theory of merger waves		Industry maturity, industry consolidation	Theory of merger waves, industrial organization
Firm	8 Industrial organization	High-growth industry, local industry structure	Acquirer has adequate supply of executives to operate the target firm using its own executives	Efficiency theory, resource-based theory, upper echelons theory
	9 Efficiency theory		Objective is to leverage acquirer capabilities to improve target performance	Theory of the growth of the firm
Country	10 Diversification	Acquirer executives lack knowledge to integrate the target firm	Acquirer has significant international experience	Transaction cost theory
	11 Resource-based theory of the firm	Target executives have idiosyncratic knowledge and capabilities	Protect investments in knowledge assets by transferring knowledge using acquirer's executives	Transaction cost theory
	12 Uppsala model	Acquirer lacks international experience	Acquired assets support global efficiencies through consolidation and rationalized production	Locational economics
	13 Internalization theory			Resource-based theory
	14 Eclectic paradigm and OLI model	Country-specific assets or government regulations require local knowledge		
	15 Evolutionary view of the MNE	Target executives support organizational learning and transfer of knowledge		

4.2.15.1 RETENCIÓN DE RECURSOS CLAVE

(Kummer, 2008) Hay toda una serie de razones por las que **motivación y retención de las personas claves** son difícil de conseguir: el daño a la confianza y la motivación es a menudo hecho antes de que se cierre la operación y durante las negociaciones los rumores resultan contraproducentes. Es difícil la identificación de los empleados clave y los que han de ser despedidos y ha de hacerse rápida y eficientemente. Las F&A afectan drásticamente a la motivación que depende de tres factores como son los objetivos, el entorno y el bienestar. Además la propia operación desafía el compromiso de los empleados con la organización y su desempeño.

El efecto retención y motivación ha de conseguirse de forma efectiva a través del diseño de paquetes y planes de retención, que requieren compromisos previos y una compensación basada en los resultados, así como el uso de incentivos no solo dinerarios, sino preferiblemente mixtos y estar disponibles relativamente rápido para que tengan efecto inmediato y han de ser vinculantes y sostenibles.

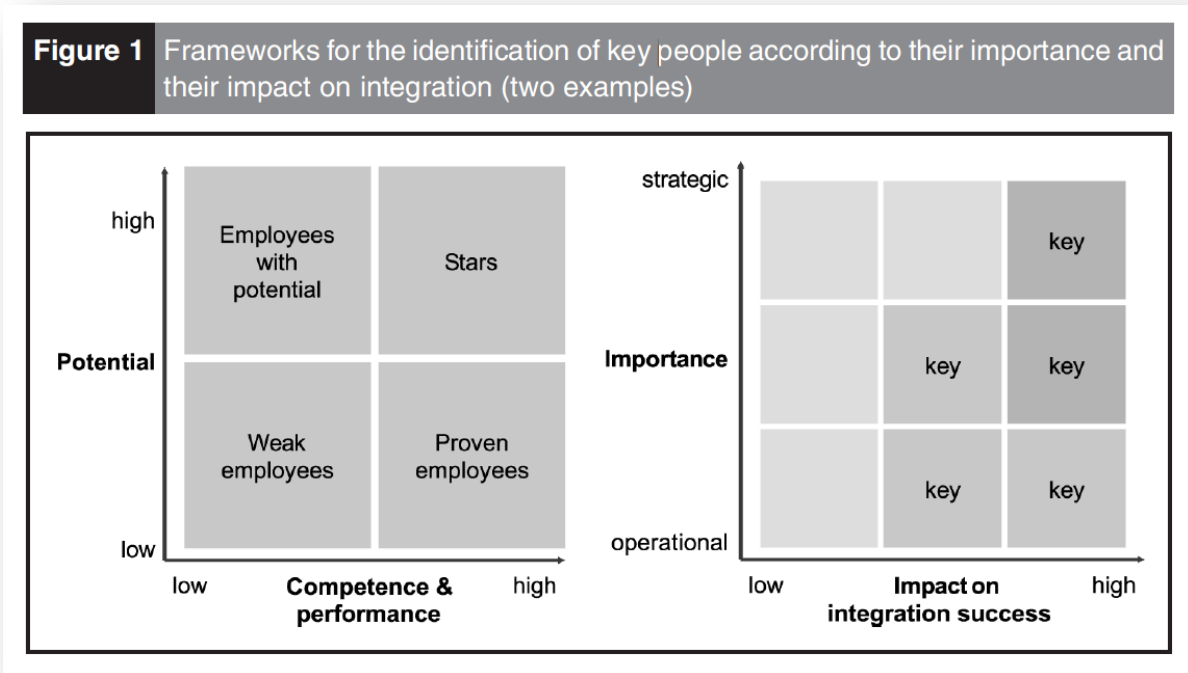


Ilustración 19 Marco para la identificación de personas clave (Kummer, 2008)

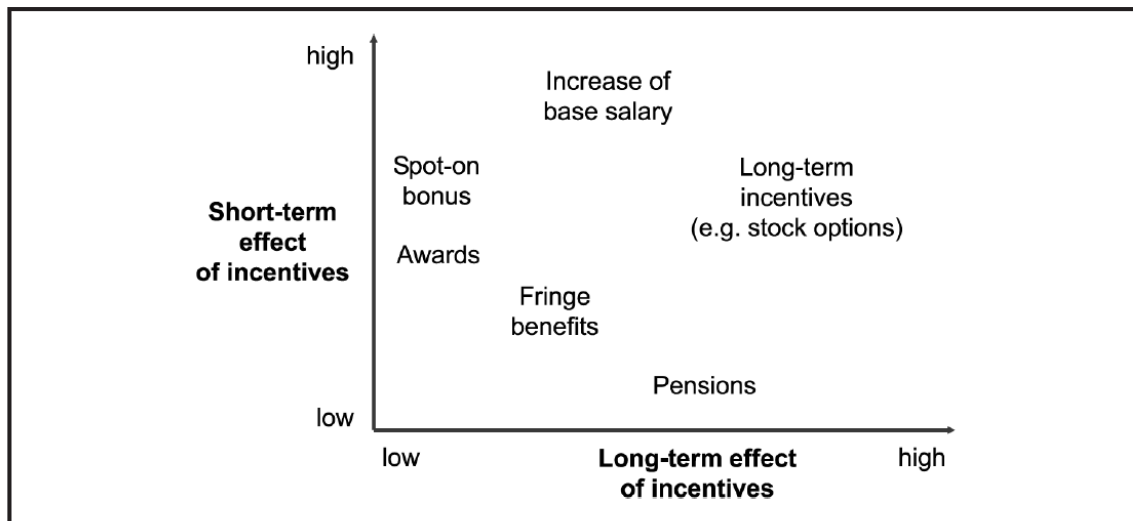
Figure 2 Effectiveness and sustainability of incentives for the design of retention programs

Ilustración 20 Efectividad de los incentivos de retención (Kummer, 2008)

Un recurso identificado como clave a ser retenido por su vínculo directo con los resultados post-operación es el ***relationship marketing manager de target*** (Richey, Kiessling, Tokman & Dalela, 2008), ya que es quien mantiene la cadena de suministro y las relaciones con clientes que se han venido consolidando en el tiempo y considerando que la valoración de target previa a la adquisición está basada en las ventas, reputación y posición de mercado, el futuro de la adquisición es altamente dependiente de la retención de los managers y empleados involucrados en las *relationship marketing activities*, así como los acuerdos implícitos que haya suscitado para target. Según estos autores, esta figura supone un vínculo con otras empresas y clientes de target. El mantenimiento de los acuerdos entre caballeros o la parte implícita de los acuerdos proporcionará a la operación mayores posibilidades de supervivencia y éxito y tendrá un efecto estabilizador e impacto positivo en la productividad de los empleados subordinados. Estas personas constituyen factores clave de éxito (*key success factor*) que permite a target mantener su funcionamiento efectivo tras la F&A. Su pérdida y la ruptura de los contratos implícitos es una situación habitual en muchas operaciones de F&A.

4.2.15.2 LA IDENTIFICACIÓN DE LOS EMPLEADOS

La identificación de los empleados con la nueva compañía está en relación a la rotación (Cartwright & Schoenberg, 2006), dos estudios empíricos (Bartels et al., 2006; Van Dick, Ullrich & Tissington, 2006), investigan los antecedentes potenciales de la identificación post fusión y muestran una variedad de contextos de trabajo en que la identificación social de los empleados de alto nivel con la identificación de la organización se materializa en un incremento del esfuerzo de trabajo, mejor rendimiento, menor rotación y más frecuente

involucración en comportamientos positivos organizacionales (citan Haslam & Ellemers, 2005). En su estudio de una operación holandesa Bartels et al. (2006), examinan la contribución de un rango de variables, incluida la identificación pre fusión, sentido de continuidad y utilidad percibida de la fusión, en la determinación de los niveles esperados de identificación post fusión de los empleados. Van Dick, Ullrich & Tissington (2006) examinan la contribución de un conjunto similar de variables en la identificación de los empleados involucrados en una operación alemana. Aunque los datos fueron recogidos en diferentes momentos del proceso de fusión, los resultados de ambos estudios son consistentes en demostrar que **la identificación pre fusión es predictiva de identificación post fusión.**

4.2.15.3 EXPERIENCIA DE TARGET

Según (Haleblian et al. 2009) la experiencia del *management* y los aspectos cognitivos de la personalidad también juegan su papel y las características de los managers tienen una importante influencia en la decisión de adquisición y en los resultados de la misma. El mercado parece valorar la experiencia y el conocimiento de los ejecutivos clave de target, ya que su salida post adquisición muestra un negativo efecto en los resultados de la operación (citan a Cannella & Hambrick, 1993; Krishnan, Miller, & Judge, 1997) y la satisfacción de la empresa adquirente con la decisión de adquisición (citan a Saxton & Dollinger, 2004). La investigación sugiere que las influencias cognitivas afectan a los resultados de la operación, en concreto la percepción de tareas, cultural y características políticas (citan a Pablo, 1994). Otras investigaciones muestran que la percepción de los top managers de las diferencias culturales entre adquirente y target tiene un impacto negativo en los resultados en el anuncio para el adquirente (Chatterjee, Lubatkin, Schweiger, & Weber, 1992 citado en Haleblian et al, 2009) y en la percepción de los managers de los resultados post adquisición (Very, Lubatkin, Calori, & Veiga, 1997 citado en Haleblian et al, 2009). Este deseo de encaje es consistente con la investigación que muestra que las similitudes estratégicas y la experiencia en alianzas entre adquirentes y targets (Porrini, 2004 citado en Haleblian et al, 2009), mejoran la realización de sinergias durante la integración e influyen los resultados contables de la adquisición a largo plazo.

De hecho (Haleblian et al. 2009) animan la investigación acerca de la relación entre los top managers de ambas compañías:

“Specifically, we encourage future research that explores the processes that foster effective integration and how the dynamics among acquiring firms’ top managers and between the acquiring and target top management teams influence acquisition implementation success.” (Haleblian et al. 2009)

4.2.15.4 QUIENES SON LOS MÁS ADECUADOS EN CADA ETAPA

(Angwin & Meadows, 2009) **ponen sobre la mesa que distintas estrategias post adquisición pueden requerir el despliegue de diferentes tipos de TMT**, en definitiva la

relevancia del contexto en la selección del tipo de altos ejecutivos para gestionar la post adquisición. Plantean la existencia de un vínculo entre el tipo de TMT y estilos específicos de pos adquisición, lo que convertiría a unos managers en más adecuados que otros en cada caso, condicionando la rotación, ya que en alguna medida es la naturaleza del *management*, sus experiencias organizacionales previas, lo que condiciona su retención o reemplazo. No en vano **las adquisiciones son altamente variadas en naturaleza, no solo en términos de integración post adquisición y requiere el uso de diferentes tipos de ejecutivos para llevarlas a cabo**. Estos autores afirman que los estudios que vinculan el tipo de alto ejecutivo con los resultados de la post adquisición podrían estar confundidos porque no tienen en cuenta los cambios que tienen lugar en la fase de pos adquisición. Los autores distinguen entre *insiders* (altos ejecutivos proveniente de dentro de la *focal firm*) y *outsiders* (proveniente de fuera de la *focal firm*) y confirman que los outsiders tienden a hacer más cambios organizacionales que los insiders, por lo que en función de los diferentes niveles de cambio organizacional requerido, puede ser más adecuado uno u otro perfil. Prueban empíricamente que el *background* organizacional previo de los de los altos ejecutivos está vinculado con diferentes estrategias pos adquisición, determinados por el **nivel de interdependencia estratégica con la matriz:**

- Con altos niveles de interdependencia estratégica están asociados con el uso de outsiders y bajos niveles con *insiders* (los outsiders pueden aportar nuevas perspectivas a la adquirida e integrar más ágilmente actividades cruzadas)
- En casos de baja interdependencia estratégica y en que el valor de la adquisición es más capturado que creado, predominan los *insiders*, el énfasis está en gestionar los cambios internos rápidamente para mejorar los resultados de la adquisición en el corto plazo, para lo que el *insider*, que es parte de la red social en vigor, es la opción adecuada para gestionar la adquisición.

Desmienten que la autonomía organizacional esté negativamente asociada al cambio en el top *management*, aunque altos niveles de autonomía se asocian con *insiders* más que con outsiders para mantener las capacidades distintivas de la adquirida, la reducción del nivel de autonomía no está claramente asociada con cambios de este tipo. Y en términos de las diferentes estrategias post adquisición específicas:

- En adquisiciones de preservación (*preservation acquisitions*): cuando el mantenimiento de las capacidades distintivas es crítico para los resultados, los *insiders* tienen diferentes habilidades que el adquirente.
- En absorciones: dominan los *outsiders*, ya que los beneficios sinérgicos de la adquirida surgen de la integración total de la organización en el adquirente, en estos casos las características distintivas de la adquirida son de menos valor que las comunes entre ambas empresas y los outsiders están más dispuestos a imponer cambios radicales para conseguir el alineamiento con la nueva matriz.
- Adquisiciones Holding: dominan los *insiders*, lo que se explica por la necesidad de mejoras rápidas en los resultados de la adquirida y ellos están mejor posicionados

para entregar cambios rápidos y sustanciales, aunque los *outsiders* están asociados a mejores resultados, lo que puede indicar un enfoque más quirúrgico para el cambio.

- Adquisiciones simbióticas: los *insiders* resultan críticos para preservar la integridad de las capacidades de target en las primeras etapas de la integración, aunque más adelante en el proceso una convergencia gradual con la adquirente puede dar mejores resultados a través de un cambio inter-organizacional, requiriendo *outsiders*. Los diferentes *timings* en estos casos en los requerimientos sugieren una calidad dinámica de la elección por parte de la adquirente.

		ORGANIZATIONAL AUTONOMY	
		LOW	HIGH
STRATEGIC INTERDEPENDENCE	LOW	HOLDING Insider	PRESERVATION Insider
	HIGH	SYMBIOTIC Outsider	ABSORPTION Outsider

En definitiva desafían el supuesto generalizado de una injustificada homogeneidad para la integración e incorporan importantes matices en las relaciones entre el tipo de alto ejecutivo y subsiguientes niveles de cambio organizacional en función del contexto de la propia integración. De hecho podrían contribuir a explicar rotaciones persistentes en el tiempo como las puestas de manifiesto por el estudio de las operaciones de Krug (2003) y Krug y Shill (2008)

4.2.16 REMUNERACIÓN

El establecimiento de una estructura de incentivos adecuada para los managers es valiosa, tanto para los propios managers, como para los accionistas, y puede reducir potenciales conflictos con independencia del entorno y las circunstancias de la operación de F&A, por lo que cuando las empresas crecen mediante F&A, un adecuado sistema de incentivos puede ser la clave para optimizar las ganancias y/o minimizar pérdidas y retener a los managers. (Williams, Michael & Waller, 2008) completan una taxonomía de la relación entre incentivos al equipo gestor, actividad en F&A y sus resultados. El vínculo se establece en tanto que algunas operaciones de M&A pueden representar **coste de agencia que unos incentivos adecuados pueden limitar**. Tamaño y desempeño están relacionados con la remuneración del manager, las formas de remuneración con base en el capital de la compañía, en particular las opciones, parecen las más apropiadas de ligar los intereses de

los managers con los de los accionistas y son efectivas para reducir la sobre inversión y la falta de inversión problemas de agencia. En cuanto a la relación entre remuneración y la toma de riesgos, parece que la sensibilidad de la remuneración con base en capital a cambios en el riesgo de la empresas es un indicador de cómo los managers están dispuestos a arriesgar más en nombre de los accionistas, habiendo una fuerte relación directa entre el incentivo de riesgo inherente a las *stock options* y la volatilidad de los retornos de capital tras las fusiones. **Los managers con mayor compensación ligada a capital toman mejores decisiones relativas a los accionistas** y la estrategia de fusión de la compañía y los resultados a largo plazo post-fusión pueden ser función de la compensación como sería esperable (**Williams, Michael & Waller, 2008**).

(**Bliss & Rosen, 2001**) las F&A tienen un impacto neto positivo en la remuneración del CEO, principalmente vía el efecto de tamaño, esta remuneración generalmente aumenta aunque la operación provoca bajadas en el precio de la acción como es típico en un anuncio de F&A. La forma de compensación afecta a las decisiones de acometer F&A, puesto que el CEO con más compensación con base en acciones es menos proclive a acometer adquisiciones.

La diversificación supone una prima en la remuneración del equipo gestor. La remuneración es utilizada para retener y atraer talento en función de sus habilidades y no es usado por los gestores que cambien el grado de diversificación para aumentar su remuneración, puesto que hay correlación negativa entre cambios en la diversificación y la compensación de los gestores (**Williams, Michael & Waller, 2008**). El CEO de las empresas target tiene gran poder de negociación y puede conseguir acuerdos que le favorezcan más que a sus accionistas, incluso puede aceptar salir a cambio de compensaciones. Los managers de las empresas target reciben un incremento en sus *golden parachutes* y bonos adicionales en efectivo al completarse la operación, asociados a su nivel de remuneración adicional recibida antes de la operación, aunque la mayoría de estos managers, ni los CEOs termina no siéndolo en la empresa combinada (cita a Hartzell et al, 2004).

En cuanto a los adquirentes (Grinstein & Hribar, 2003), los bonos de sus managers están relacionados con el tamaño de la operación, el tiempo necesario para llevarla a cabo y el número de *board meetings* durante el año de la adquisición, si bien **no están relacionados con los resultados de la operación**, aunque en el caso de los CEO los bonos están relacionados a su poder de negociación en el consejo.

Para determinar si la decisión de acometer una F&A puede estar relacionada con una mejora en la riqueza de los managers, Bliss y Rosen (2001) distinguen entre compensaciones en efectivo y con base en capital, encontrando que cuanto mayor compensación en base de capital menos proclives estarán a favor de adquisiciones como forma de crecimiento, lo que es consistente con la idea de que este tipo de remuneraciones son útiles para alinear intereses. Por otra parte el incremento en la

remuneración post F&A representa una estructura de incentivos para animar a los gestores a responder a los retos de liderar una organización más compleja.

En el caso de operaciones sucesivas (Rossen, 2005), las primeras tienen más impacto en la remuneración del CEO que las siguientes, sugiriendo que esto limita su capacidad para usar las operaciones para enriquecerse. Según la frecuencia de las operaciones, incrementos en remuneración son más pronunciados para los CEOs responsables de conducir varias operaciones y depende de si estas operaciones consiguen incrementar el precio de las acciones de la adquirente, caso contrario el incremento en su remuneración será equivalente a otras empresas con crecimiento orgánico.

La relación entre el nivel de riesgo de las F&A y la estructura de remuneración del equipo gestor, los que reciben más proporción de remuneración con base en capital son más proclives a comprar targets de alto crecimiento, en comparación con gestores que reciben menos y las adquisiciones acometidas por firmas que usan más esta forma de remuneración muestran más riesgo total incluso corregida con los cambios en el endeudamiento, con lo que Datta et al (2001) concluyen que las compensaciones con base en capital pueden ser usadas para animar a los managers a acometer más riesgo y darles mejores retornos a los accionistas. Cambios en la riqueza de los accionistas de la adquirente y la proporción de composición en opciones está relacionada positivamente con empresas con mayor proporción de remuneración con base capital a sus managers que pagan menores primas en la F&A en promedio.

(PAGANO & VOLPIN, 2005) muestran que si los managers tienen una pequeña participación en capital y valoran como positivos los beneficios de una vida tranquila, tanto managers como trabajadores son aliados naturales en contra de un riesgo de adquisición. Los managers ofrecen contratos a largo plazo para protegerse de los *raiders*, y los trabajadores tienden a tomar acciones para proteger sus salarios, en este sentido hay dos fuerzas en juego:

- las compañías donde los *raiders* potenciales tengan pequeñas palancas, los incumbentes pueden convertir a los empleados en un repelente de tiburones (*shark repellent*) mediante contratos de trabajo a largo plazo que hagan la empresa menos atractiva.
- los empleados actúan como escuderos ("*white squires*") para los managers incumbentes, resistiendo adquisiciones hostiles para proteger salarios altos y supervisión laxa.

Este modelo, a diferencia de los modelos existentes de contratos implícitos, da una base racional para la convergencia de intereses entre trabajadores y los managers incumbentes:

- la compensación promedio del empleado está negativamente correlacionada con la participación de control de los accionistas en compañías que no son targets.

- Tras una adquisición los nuevos managers recortan salarios e incrementan la intensidad de la monitorización, mientras que el precio de las acciones sube en consecuencia.

Según estos autores, para ser un disuasor de adquisiciones, la política de empleo requiere cierto grado de protección a empleados frente a *raiders* potenciales, lo que implica que las adquisiciones hostiles deben ser menos frecuentes en países con una fuerte protección al empleo. Cuando la política de empleo no constituye un disuasor efectivo, los managers con una pequeña participación en capital y mucho control de los beneficios pueden confiar en los empleados para oponerse a compras hostiles, bien rehusando vender sus acciones al *raider* o haciendo *lobby* contra la adquisición. En estas circunstancias el management tratará de organizar un ESOP (*ESO* o *employee stock options package*) para dar a los trabajadores participaciones de capital.

(Montmarquette, Rullière, Villeval & Zeiliger, 2004) el comportamiento de los ejecutivos en relación a su desempeño, motivación y cooperación es un elemento determinante del éxito o fracaso de las F&A. La armonización de los paquetes remunerativos de dos compañías tras una F&A es suficiente para motivar a todos los gestores para cooperar, los incentivos unificados no son suficientes para crear cooperación entre grupos de trabajo heterogéneo, el pasado pesa y más en términos de cambio en la composición del equipo que en términos de incentivos, porque el cambio de dos esquemas de incentivos distintos pre-fusión a uno unificado incrementa la reacción en la misma proporción. Individuos procedentes de distintas culturas organizativas que implican diferentes códigos de justicia y comportamientos de comparación social tienden a reaccionar de distinta forma. No en vano compañías con diferentes políticas de incentivos probablemente atraen a diferentes tipos de managers. Lo que sugiere que **el cambio en la composición de los equipos puede limitar, al menos a corto plazo, la eficiencia de una política de compensación si no se ha tenido en cuenta en el diseño**. La combinación de dos culturas requiere más tiempo del que toma la integración de las políticas de incentivos y remuneración y requiere especial atención. Sin embargo la introducción de tareas complejas no es necesariamente negativa para el desempeño y la cooperación. El concepto de trabajo retador tiene más peso que el pedir grandes esfuerzos a los empleados.

Dado el incremento en el uso de *stock options* incluido en los paquetes de remuneración a empleados (*ESO* o *employee stock options*), y la controversia que ha suscitado su valor justo **(Alexandridis, Antoniou & Zhao, 2004)** modifican el modelo de valoración de *stock options* para incorporar la salida de empleados y el impacto de F&A.

(Coakley & Iliopoulou, 2006) el poder del manager prevalece sobre la teoría de agencia a la hora de determinar la remuneración del management. En el debate en torno a la remuneración del CEO y los demás ejecutivos, las M&A y la asociación con los resultados post adquisición, cuanto menos independiente es el consejo mayores niveles salariales y de bono post M&A aunque el mercado reacciona negativamente a estas operaciones,

mientras que las compensaciones en efectivo post M&A no están afectadas por los resultados de la operación ni habilidades de gestión, pero si están relacionadas con el tamaño de la operación, que aunque puede sugerir la relación entre la remuneración del CEO y la complejidad de la operación, también suscita preocupación sobre la posibilidad de que el CEO acometa grandes operaciones para conseguir estos pagos. Las diferencias entre los sistemas de remuneración americano u europeo se explican en parte por la prevalencia de los CEO en USA, también actuando como presidentes del consejo.

(HARFORD & LI, 2007) Las políticas de compensación afectan a los incentivos de los CEO a buscar una F&A y las nuevas políticas de compensación adoptadas en los 90s han alterado la relación entre el manager propietario y sus decisiones de adquisición. La separación entre propiedad y control supone muchos potenciales conflictos de interés entre accionistas y gestores, el foco ha estado en alinear sendos intereses a través del diseño de los modelos de remuneración. Los managers con mayor propiedad o más incentivos basados en capital son menos proclives a acometer acciones que destruyan valor. Como consecuencia de esto tuvo lugar en los 90s un crecimiento explosivo de la concesión de incentivos basados en capital (opciones y *restricted stock grants*) (cita a Murphy, 1999), de modo que si la remuneración se aumenta tras una F&A, el efecto de esta compensación dinámica puede descompensar el alineamiento del CEO. Lo que hace estos esquemas de remuneración menos efectivos para controlar el conflicto de agencia de lo que se pensaba, porque el flujo esperado de nuevos incentivos tras la F&A reduce la efectividad de los incentivos existentes.

(HARFORD & LI, 2007) El impacto de las inversiones internas y externas en la remuneración es distinta, de acuerdo con Andrade & Stafford (2004), lo que puede incitar a riesgo de agencia: mientras que las F&A proporcionan la posibilidad de renegociar su paquete de remuneración, no es el caso con grandes gastos de capital equivalentes, por lo que le incentiva a minimizar el riesgo estimado de las operaciones en el resultado de las operaciones.

(Guest, 2009) considera por primera vez target no cotizados y cross-border (añadido a los considerados en investigaciones anteriores que solo eran domésticos y cotizados). Las F&A suponen un incremento en la remuneración el año siguiente a la operación en un bono de pago único (*one-off bonus payment*) en lugar de un incremento de salario permanente. El impacto es mayor en el caso de las Cross-border, porque incrementan la exposición internacional y esto está ligado a un mayor pago. Las operaciones cuyo target tiene niveles de pago mayor que los del adquirente suponen un aumento en el pago.

(Guest, 2009) en cuanto a la motivación para acometer F&A que podrían suponer los incentivos, los adquirentes que remuneraron más son más proclives a acometer futuras operaciones y relativamente grandes. No hay relación entre los pagos y los resultados de las operaciones. Sin embargo en operaciones que destruyen valor la pérdida de valor de las acciones del CEO compensa en exceso el incremento en su compensación, por lo que no

parece haber distorsión en los incentivos para acometer operaciones que supongan destrucción de valor. Además este autor no encuentra relación entre un alto incentivo pagado por la adquisición y un gobierno corporativo débil, por lo que no se puede considerar una manifestación de pobre gobierno corporativo.

(Bodolica & Spraggon, 2007) examinan si la implementación de atributos especiales de remuneración está ligada a la actividad en F&A y si los LTIPs y mecanismos de compensación tienen efectos congruentes en alinear los intereses de managers y accionistas o si las propiedades asimétricas de ambos grupos de incentivos inducen a toma de diferentes decisiones de gobierno corporativo. Por primera vez examina simultáneamente los determinantes de la adquisición y del adquirente en los cuatro componentes de los paquetes de remuneración del CEO: LTIPs, blindajes, indemnizaciones (*employee agreements & severance provision*) y cláusulas de *golden parachute*. Confirman la asimetría de las propiedades de riesgo entre la propiedad de acciones y *stock options*, los LTIPs incitan al CEO a mayores niveles de aversión al riesgo, mientras que los mecanismos de protección a su remuneración los incrementan. Por lo que el consejo tiene la opción de elegir la forma más eficiente de compensación para conseguir el alineamiento de intereses: la adopción de LTIPs en detrimento de las otras opciones es más habitual cuando los problemas de agencia son mayores en función de mayores primas de control y peores resultados de la compañía tras la F&A. los sistemas remuneración que incluyen mecanismos de protección aumentan el coste de agencia, pero sirven como mecanismo de atracción de talento a través de la oferta de paquetes de compensación atractivos que incluyan acuerdos de contratación (*employee agreements*), blindajes y cláusulas de *golden parachute*. En función del nivel de aversión al riesgo que incitan ambos tipos de mecanismos pueden estar al servicio de los consejos como instrumento efectivo de gobernanza para motivar a los ejecutivos a acometer aventuras arriesgadas (como es el caso de las F&A) que de otra forma no hubieran estado dispuestos a acometer y utilizar los LTIPs para reducir la búsqueda de riesgo aceptable por el consejo y los accionistas.

(Bodolica & Spraggon, 2009) Los estudios hasta la fecha exploran los determinantes del nivel de los componentes de la compensación de los ejecutivos explicando la estructura y el diseño de los contratos de remuneración. Aunque varios atributos especiales de los contratos de remuneración del CEO, incluyen propiedades asimétricas e incentivan comportamientos opuestos, como los planes de incentivos a largo plazo (*long-term incentive plans o LTIPs*) y provisiones de indemnización, que pueden ser visto como **mecanismos más o menos eficientes para controlar el coste de agencia**. En un entorno de operaciones F&A creciente el CEO tenderá a buscar protección negociando condiciones y cláusulas que le garanticen su compensación en un entorno inestable y no predecible. Por otra parte la incertidumbre que suponen las operaciones de F&A en términos de retorno a los accionistas implica que la proporción de pago variable en la compensación del ejecutivo haya de ser incrementada. Los planes de incentivos a largo plazo introducen mayores niveles de riesgo en los contratos de compensación, motivando al CEO a evitar tomar decisiones que no maximicen el valor, con lo que contribuyen a alinear los intereses del

CEO y los accionistas. Estos autores estudian la relación entre las características de la operación de F&A (modo de pago y prima de control), los rasgos del adquirente (desempeño y tamaño de la empresa) y los dos tipos de compensación de ejecutivos (los planes de incentivos a largo plazo y los mecanismos de protección en la compensación como la cláusula de *golden parachute*, provisión de indemnización, etc.). **Los consejos (board of directors) son mas reactivos que proactivos en el manejo de los problemas de agencia.** La eficacia de los mecanismos de prácticas de gobierno corporativo está influenciada por las particularidades nacionales e institucionales.

990 V. Bodolica and M. Spraggon

Table 1. Distinctive characteristics of special attributes of CEO compensation contracts

Characteristics	LTIPs	Compensation protection devices
<i>Components:</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Stock purchase plans • Phantom stock plans • Restricted stock awards • Performance units (or shares) 	<ul style="list-style-type: none"> • Employment agreement • Severance provision • Golden parachute clause
<i>Uncertainty of CEO pay:</i>	Higher	Lower
<i>Protection of interests:</i>	Shareholders' interests	CEOs' interests
<i>CEO's risk-seeking behavior:</i>	Lower	Higher
<i>Probability of adoption:</i>	After M&As	Before M&As
<i>Implementation logic:</i>	Agency & strategic human resource	Strategic human resource
<i>Incentive alignment:</i>	Stronger	Weaker

Ilustración 21 Características de la compensación del CEO (Bodolica & Spraggon, 2009)

(Bodolica & Spraggon, 2009) examinan si la implementación de atributos específicos en la remuneración de los ejecutivos está ligado a la actividad de F&A y evaluar si los planes de incentivos a largo plazo y los mecanismos de protección en su remuneración tienen efecto en la alineación de intereses entre ejecutivos y accionistas o si las propiedades asimétricas de estos dos grupos de incentivos pueden condicionar la toma de decisiones diferentes por los consejos. Estos autores van más allá que las investigaciones previas en tanto que examinan simultáneamente la adquisición y los determinantes de los adquirentes en los componentes del paquete de remuneración del CEO. Confirman la asimetría de las propiedades de riesgo entre la propiedad de acciones y stock options, los LTIPs incitan al CEO a mayores niveles de aversión al riesgo, mientras que los mecanismos de protección a su remuneración los incrementan. Por lo que el consejo tiene la opción de elegir la forma más eficiente de compensación para conseguir el alineamiento de intereses: la adopción de LTIPs en detrimento de las otras opciones es más habitual cuando los problemas de agencia son mayores en función de mayores primas de control y peores resultados de la compañía tras la F&A. **Los sistemas remuneración que incluyen mecanismos de protección aumentan el coste de agencia, pero sirven como mecanismo de atracción de talento a través de la oferta de paquetes de compensación atractivos que incluyan acuerdos de contratación (employee agreements), blindajes y cláusulas de golden parachute.** En función del nivel de aversión al riesgo que incitan ambos tipos de

mecanismos pueden estar al servicio de los consejos como instrumento efectivo de gobernanza para motivar a los ejecutivos a acometer aventuras arriesgadas (como es el caso de las F&A) que de otra forma no hubieran estado dispuestos a acometer y utilizar los LTIPs para reducir la búsqueda de riesgo aceptable por el consejo y los accionistas.

Devers et al. (2007) ponen sobre la mesa que las compensaciones con base en capital en situaciones de F&A pueden tener un efecto adverso favoreciendo un comportamiento de gestión oportunista a expensas de los accionistas, de forma que alta dirección con poder suficiente puede usar operaciones de F&A para mejorar sus bonos aprovechando estos mecanismos de compensación (Grinstein & Hribar, 2004).

(Fung, Jo & Tsai, 2009) abordan las formas en que la valoración de las acciones y los incentivos a la dirección pueden afectar conjuntamente las F&A, encontrando explicación a motivaciones y consecuencias de las operaciones condicionadas por el mercado bursátil. De acuerdo con ((Sleifer & Vishny, 2003) que citan) que concluyen que el mercado de valores juega un papel influenciador en las F&A, el valor medio de intercambio y los niveles de prima pagados. Las empresas con menos propiedad en manos de los gestores y más stock options en manos de sus ejecutivos, sin planes de incentivos a largo plazo y CEOs ejecutivos son más proclives a acometer operaciones de destrucción de valor marcadas por el mercado.

De acuerdo con la teoría de agencia (Jensen, 2005) y las hipótesis de miopía de los managers (*managerial myopia*), las operaciones *market-driven* si son acometidas por empresas con poco gobierno corporativo y CEO sujeto a incentivos no alineados, miopía en su gestión, hubris y motivos de creación de imperio, se demuestra un peor desempeño a largo plazo.

En contraste con Murphy, 2003 que sugiere que la remuneración con opciones tiene una serie de beneficios, las stock options dan a los gestores incentivos inapropiados que pueden motivarles a acometer F&A perversas. La remuneración con opciones (Bregman & Jenter, 2007) puede reflejar el optimismo excesivo de las compañías, reforzando los argumentos de miopía empresarial y hubris.

Una falta de alineamiento en los incentivos y un pobre gobierno corporativo pueden fácilmente terminar al servicio de una amplificación de la destrucción de valor.

En términos de la remuneración de los consejeros, (Deutsch, Keil & Laamanen, 2007) afirman que un modelo de agencia dual se produce en el caso de directores externos, que en función de la composición del consejo, influyen en las decisiones de F&A y también están remunerados con fórmulas de *stock* y *stock options*, por lo que sus incentivos deben también alinearse a los de la creación de valor del accionista, igual que los de los ejecutivos. Y por su parte **(Guest, 2010)** analiza el impacto de la estructura del consejo en la remuneración de los ejecutivos (en el caso de UK), concluyendo:

- La proporción de directores no ejecutivos tiende a disminuir el ratio de aumento en la remuneración de los ejecutivos mientras que el tamaño del consejo tiende a incrementarse.
- La proporción de no ejecutivos refuerza la relación entre el ratio de incremento en la remuneración de ejecutivos y cambios en los resultados, en particular, aunque en general el vínculo remuneración y resultados es más débil cuando los resultados son pobres, una alta proporción de no ejecutivo refuerza este vínculo considerablemente.
- Empresas que aumentan el número de no ejecutivos, experimentan una bajada en el ratio de incremento en la remuneración a ejecutivos y un incremento en la sensibilidad remuneración y resultados.

4.2.17 GOBIERNO CORPORATIVO

En los términos en que **(Mueller & Yurtoglu, 2007)** lo expresan, los sistemas de gobierno corporativo que mejor alinean los intereses de accionistas y gestores consiguen mayores retornos de la inversión. Una fuerte protección a los accionistas lleva a un mayor mercado de capitales que está asociado a mayores ratios de crecimiento económico con lo que, tanto accionistas como el resto de la sociedad, se benefician de unas instituciones de gobierno corporativo fuertes. Las áreas de divergencia de intereses suelen ser la remuneración y la rapidez del crecimiento. Estos autores concluyen que las instituciones de gobierno corporativo anglosajones permiten unos mejores resultados de la inversión que en la Europa Continental, donde muchas operaciones se explican por *managerial discretion* y / o *hubris*.

(Carline, Linn & Yadav, 2009) revisan explícitamente como las características del gobierno corporativo de los adquirentes impacta en los resultados de la F&A. El perfil de gobierno corporativo impacta de forma significativamente positiva en las oportunidades de resultados operativos tras la F&A y encuentran una relación curvilínea y multidimensional entre la propiedad representada en el consejo de las adquirentes y los efectos en resultados operativos. La atenuación de los efectos positivos cae en la medida en que la propiedad se concentra en manos de solo unos pocos directores del consejo. Mayores consejos supervisando las empresas adquirentes pueden llegar a impedir la eficiencia de la estrategia operativa. Los resultados operativos son peores cuando el adquirente tiene exceso de efectivo en combinación con pocas oportunidades de crecimiento en comparación con la empresa adquirida, cuando el tamaño de la adquirida aumenta en relación al adquirente y cuando el método de pago es solo acciones. Sin embargo una mayor diferencia absoluta entre los ratios de apalancamiento de las empresas que se combinan tiene un impacto positivo en los resultados operativos.

(Sudarsanam, Mahate, 2006) en términos de gobierno corporativo, no hay diferencia en la estructura del *board* entre los distintos tipos de adquirentes, pero **la estructura de gobierno corporativo si tiene influencia en los resultados post adquisición para los**

accionistas. Un buen resultado post adquisición para los accionistas mejora la capacidad de los altos directivos para conservar sus posiciones. Las ofertas hostiles tienen un impacto positivo similar, al menos en el primer año tras la adquisición. Esto tiene implicaciones en términos de que los gestores de la target pueden intentar protegerse con dispositivos para evitar la toma de control y buscando caballeros blancos (*White knights*). Las ofertas hostiles son más demandantes pero están compensadas. Esto tiene implicaciones a nivel regulatorio, porque las compras hostiles favorecen un Mercado eficiente de operaciones corporativas y en la eficiencia de reestructuraciones corporativas.

La estructura del consejo es importante en los sistemas de gobierno corporativo. El consejo está compuesto generalmente por directores internos y externos. Los académicos y reguladores sugieren que los directores externos deben mejorar el valor de la compañía a través de una monitorización efectiva, el tamaño del consejo (no demasiado grande y no demasiado pequeño) y la separación de las posiciones de CEO y presidente del consejo (COB) redundan en una mejor gobernanza corporativa, aunque los estudios empíricos sobre las características del consejo obtienen resultados de todo tipo. **(Yen & André, 2007).**

Según **(Tuch & O'Sullivan, 2007)** el componente no ejecutivo del consejo es un mecanismo clave de gobierno corporativo en buscar y restringir el comportamiento *hubris* de los ejecutivos. Aunque sería útil examinar las relaciones entre el potencial de monitorización de los consejos adquirentes y los resultados subsiguientes

Hasta aquí lo que se refiere a composición del consejo. En cuanto a los grandes accionistas o *block holders*, éstos suponen un factor mitigante (André & Schiehl, 2004), aunque grandes *block holders* como los inversores institucionales tienen capacidad, no solo de monitorizar, sino de controlar las decisiones del consejo. (Maury & Pajuste, 2005) muestran que no solo su presencia sino también una distribución igualitaria de votos entre *block holders* tiene un efecto positivo en el valor de la empresa.

Por otro lado los acuerdos de mayor creación de valor son los asociados a mayor nivel de concentración accionarial **(Yen & André, 2007)**, por lo que esto implica de disminución del coste de agencia, la separación de la propiedad y los derechos de voto conduce a mayor destrucción de valor.

En este sentido (Martynova & Renneboog, 2009) contrastan los roles de los grandes *blockholders* en las adquisiciones corporativas en los sistemas de gobierno corporativo en la Europa Comunitaria y UK. Las compañías europeas operan en un entorno de gobierno corporativo muy distinto del que impera en USA (citan a La Porta *et al.*, 1997) y está por definir hasta qué punto estas características distintas y los regímenes regulatorios influyen en las expectativas de rentabilidad de los compradores en estas zonas. Debido a la más débil protección legal de los derechos de los accionistas minoritarios en la Europa continental en los 90s (Martynova & Renneboog, 2009), grandes *blockholders* pueden usar adquisiciones como un instrumento de transferencia de riqueza de los accionistas

minoritarios a ellos mismos (Faccio, Mc Connell & Stolin, 2006). Como los accionistas minoritarios son proclives a temer potenciales expropiaciones, el mercado puede reaccionar negativamente al anuncio de adquisiciones por empresas de la Europa continental controladas por un *blockholder*. Este argumento, sin embargo no puede ser aplicable a UK porque los derechos de los accionistas minoritarios están mejor protegidos por ley. En su lugar los accionistas de las empresas UK esperan que un *blockholder* monitorice sus decisiones corporativas y prevenga F&A inspiradas por motivos de *empire building* del management. En definitiva estos autores concluyen que la presencia de un accionista mayoritario en la firma adquirente tiene un impacto significativamente positivo en los retornos de la compradora en operaciones en el Reino Unido pero negativo en la Europa Continental. Las diferencias fundamentales que identifican (Martynova & Renneboog, 2009) entre las adquisiciones en la Europa continental y el área anglosajona (USA y UK) son las siguientes:

- El número de adquisiciones parciales y operaciones con cláusulas no reveladas, que no son permitidas legalmente en UK
- El mercado de adquisiciones en UK tiene un mayor número de compras hostiles y *tender offers*, que son prácticamente imposibles en la Europa continental por la concentración de las estructuras de capital
- La diferencia entre los distintos tipos de gobierno corporativo, grado de dispersión de la estructura de capital y mejor protección a inversores, hace que los accionistas de las targets en UK consigan más primas en las negociaciones de compra
- La presencia de grandes accionistas en la empresa target tiene un impacto positivo en los resultados en UK y negativo en la Europa continental, esto puede ser debido a *insider trading* de los grandes accionistas. En contraste, una firma europea controlada por un gran accionista se espera que inicie F&As que incrementen los retornos de esta en detrimento de los minoritarios.

En definitiva, los grandes accionistas juegan diferentes roles que las empresas en Reino Unido y en Europa continental como resultado de diferentes sistemas de gobierno corporativo en ambas áreas.

El perfil de gobierno corporativo de las empresas adquirentes tiene impacto significativo en los resultados post-fusión. Los posibles beneficios del control se atenúan con la concentración de la propiedad en manos de unos pocos directores (Carline, et al. 2009). (Masulis et al., 2007) demuestran que un gobierno corporativo pobre anima a los managers a acometer adquisiciones de *empire-building*, a pesar de que tales operaciones están sujetas a más negativos anuncios de resultados.

4.2.18 CURVA DE EXPERIENCIA Y APRENDIZAJE

“Yes, experience helps, but it is the learning from the experience that seems to be critical” (Ashkenas et al., 2000).

La descripción que hacen (Marks & Mirvis, 2011) sobre el aprendizaje en y al servicio de las operaciones resulta paradigmática:

*“To make a merger or acquisition work means learning how to translate theoretical synergies into real gains, how to recognize and deal with unintended consequences, and how to adapt to events as they unfold. Some of this learning comes from trial-and-error. But effective learning requires ongoing examination of progress and problems, all within a context that supports reflection and continuous improvement. This is aided by the use of valid data and studied attention.(...) This information helps managers monitor the impact of the combination and the effectiveness of the process. It also directs attention and resources to the issues that matter most in eventual success. (...) **Experience and learning matter.**” (Marks & Mirvis, 2011)*

Según la literatura, compañías con una estrategia general y experiencia en F&A, son más exitosas que aquellas con menos experiencia o meramente reactivas a oportunidades de F&A (Barkema & Schijven, 2008). La mayoría de las compañías fallan en no tener una estrategia general coherente de crecimiento, perdiendo la oportunidad de aprender de experiencia acumulada en actividades de adquisición (Brouthers & Brouthers, 2000; Colombo, Conca, Buongiorno, & Gnan, 2007; Haleblan, Kim, & Rajagopalan, 2006; Hayward, 2002; Howell, 1970; Inkpen et al., 2000; Jemison & Sitkin, 1986; Kitching, 1967; Krishnan, Miller, & Judge, 1997; Leighton & Tod, 1969; Vermeulen & Barkema, 2001; Very, Lubatkin, Calori, & Veiga, 1997, todos ellos citados por Barkema & Schijven, 2008)), mientras que compañías con un enfoque de aprendizaje continuo sobre adquisiciones tienden a tener más éxito porque ganan capacidades de ejecución específicas que resultan críticos para el proceso de adquisición (Vermeulen & Barkema, 2001) porque **las F&A tienden a “ampliar el conocimiento de la empresa base y disminuir la inercia, mejorando la viabilidad de sus empresas siguientes”**.

Estudios como el de Inkpen et al, (2000) que sugieren que empresas americanas que destinan presupuesto para adquisiciones suponen un incentivo para los gestores a buscar objetivos estratégicos para construir familiaridad y así mejorar los procesos de integración con una mayor experiencia y Hayward (2002) con su análisis de adquisiciones americanas que concluye que **la experiencia en adquisiciones es el principal mecanismo por el que las compañías consiguen las habilidades necesarias para garantizar unos resultados superiores de las operaciones**, tienen origen en la teoría del aprendizaje organizacional, que sugiere que los gestores desarrollan rutinas estándar a partir de su experiencia, que pueden ser refinadas y aplicadas en casos futuros. No obstante otros sugieren que el papel de la experiencia está sobrevalorado, porque la mayoría de las compañías no participan en secuencias de operaciones y por tanto son pocas las que tienen oportunidades de aprender en el tiempo (Jemison & Sitkin, 1986) y adquirir experiencia en procesos de F&A.

Otros más escépticos como Zollo & Singh (2004) argumentan que la experiencia en operaciones previas explica mejores resultados solo en casos en que las compañías son meticulosos en la gestión de los procesos de fusión y codifican explícitamente el conocimiento derivado de cada experiencia.

El contrapunto lo ponen (Marks & Mirvis, 2011) que alertan acerca del efecto de que en operaciones sucesivas, puede tener lugar la “*transition burn-out*”, relacionada con la forma en que muchas operaciones tienen lugar, en que transiciones continuas pueden tener efecto acumulativo, que pueden traducirse en resistencia como respuesta. A este respecto describe las transiciones discontinuas que han llegado a convertirse en una forma de vida en algunas organizaciones, en que se suceden, una adquisición, seguida de reducción, reestructuración, cambio de estrategia, reestructuración posterior, a tiempo de otra adquisición o un ser adquiridos.

En cuanto al proceso de aprendizaje en sí mismo asociado a las F&A (**Holland & Salama, 2010**): para que el aprendizaje tenga lugar en un entorno de incertidumbre que supone una F&A, se requiere una cuidadosa gestión de la tensión entre los contrastes organizacionales. Considerando que adquirir nuevo conocimiento representa una fuente de ventaja competitiva, las empresas que acumulan habilidades y conocimiento apropiado a su entorno tendrán mejores resultados que las que no lo hagan (cita a Geroski & Mazzucato, 2002). El **aprendizaje organizacional** es dinámico ya que involucra elementos básicos de desarrollo organizacional y crecimiento. Desde una perspectiva de aprendizaje las organizaciones crecen cuando hay un incremento en el conocimiento compartido en la organización, su entorno y las relaciones entre ambos. Este entendimiento no reside solo en los individuos, sino en los artefactos de la organización como sistemas y estructuras.

(**Duncan & Mtar, 2006**) apoyándose en la estrategia, y las teorías de aprendizaje y organizacional, proponen (en base a un caso en UK) un **modelo de los determinantes del éxito en las adquisiciones internacionales**: la importancia de identificar el target con ventaja competitiva y que encaje con el *core business* del adquirente. En ocasiones una menor integración puede suponer significativos beneficios, dejando una mayor integración como opción para en el futuro crear más valor, en ciertas circunstancias la integración parcial evita problemas culturales y tiene un efecto motivacional en el equipo de target. El impacto del encaje cultural en función del nivel de integración adoptado y la capacidad del adquirente de aprender de experiencia en previas adquisiciones para asegurar la gestión exitosa tanto de la fase pre como pos adquisición. Las empresas han de permanecer abiertas a las oportunidades de aprendizaje, no ignorar oportunidades de transferencia de conocimiento en todos los sentidos, porque en ocasiones las mejores prácticas provienen de una subsidiaria o de una adquirida. Una transferencia de conocimiento en los dos sentidos puede tener un efecto motivacional positivo y un efecto aceptación en el equipo de target.

Delong & Deyoung (2007) observan sin embargo, en su estudio de fusiones bancarias americanas, que el conocimiento puede también conseguirse a través del estudio de experiencias de F&A otras empresas similares y a través del uso de consultores externos, lo que pone sobre la mesa el papel que otras entidades como bancos de inversión y asesores pueden tener en el resultado de las operaciones.

“More recent research is now turning attention away from direct experience toward the ability of companies to acquire indirect learning” (Gomes et al, 2013)

Según estos autores no se mejoró el resultado financiero post fusión y los inversores fueron incapaces de predecir adecuadamente el resultado futuro de una fusión bancaria típica. Sin embargo, al analizar la información en un marco estadístico, que permite la posibilidad de que bancos e inversores puedan aprender de observar las mejores y las peores prácticas de operaciones previas, se mejoró el resultado financiero y se mejoró la precisión de predicciones de estos resultados. Los gestores de los bancos pueden aprender sobre la información vertida sobre otras fusiones bancarias, donde se distingue aprendizaje pasivo del tradicional concepto de aprendizaje activo aprender haciendo. Se mostraron mejoras en los resultados asociados positivamente a la cantidad de anuncios observables de fusiones bancarias y en proceso de los años previos. Del mismo modo los inversores son más capaces de valorar ajustadamente el valor de las fusiones bancarias a través de la observación de los resultados financieros de fusiones bancarias previas. En definitiva los mercados de capitales aprenden observando: hay correlación positiva entre las reacciones del mercado a corto plazo y los resultados financieros a largo plazo, asociado a la cantidad de fusiones bancarias observables de varios años anteriores. Todo esto está soportado sobre la base de que las grandes y complicadas fusiones bancarias de finales de los 80s y los 90s fueron un fenómeno relativamente nuevo, y para hacerlas productivas había que desarrollar primero un set de buenas prácticas que solo puede ser usado con la adecuada información acumulada de operaciones equivalentes anteriores. Estos resultados explican la razón de que los estudios previos descartaran la creación de valor en las fusiones bancarias.

Por su parte **(Barkema & Schjiven, 2008)** plantean tres líneas de investigación sobre el aprendizaje en los procesos de fusión: la transferencia de experiencia negativa, los mecanismos de aprendizaje intencionado y el aprendizaje de otros, que inciden en las contingencias y mecanismos de conocimiento organizacional en establecimientos estratégicos como el caso de las F&A.

Sin embargo, investigaciones más recientes como la de **(Meschi & Metais, 2015)** sobre adquisiciones de empresas francesas, concluyen que las empresas no aprenden de sus grandes fallos en adquisiciones y que estos fallos tienen un impacto negativo en los resultados de operaciones posteriores, este efecto se refuerza por la experiencia que tienen en el país matriz de las organizaciones.

4.2.18.1 APRENDIZAJE DE ADQUISICIONES ANTERIORES

“In general, what their experiences appear to suggest is that firms that have a systematic approach to deal making are more likely to be successful”. (Schulera & Jacksonb, 2001)

Las compañías aprenden de adquisiciones anteriores cómo manejar nuevas adquisiciones (Vermeulen & Barkema, 2001): la experiencia en adquisiciones hace a las organizaciones más flexibles y más capaces de adaptarse a una variedad de circunstancias. Esto incrementara la viabilidad de las nuevas empresas y hará más probable su supervivencia, por tanto **las adquisiciones aumentan las posibilidades de supervivencia de posteriores crecimientos internos y el ratio de supervivencia de subsiguientes adquisiciones**. Con experiencia en adquisiciones se pueden desarrollar rutinas para la selección de las targets, ganar entendimiento sobre los niveles adecuados de integración y habituarse a solucionar problemas administrativos.

De hecho experiencia de adquisiciones anteriores puede facilitar el proceso de identificación, integración de los recursos de la adquirida, mejorando el resultado post adquisición según (King, Dalton, Daily & Covin, 2004). Sin embargo no se han encontrado consistente relación entre uno y otro. **Experiencia previa puede predecir éxito en adquisiciones posteriores** (citan a Bruton, Oviatt & White, 1994; Fowler & Schmidt, 1989), **predecir un decrecimiento del resultado al disminuir el número de operaciones** (Kusewitt, 1985) **y no tener impacto en el resultado de la adquisición** (citan a Lahey & Conn, 1990), **aunque no puede desestimarse su impacto** (citan a Still, Hitt et al., 2001). Mientras algunos autores describen una relación positiva lineal entre experiencia en F&A y resultados (Barkema & Schijven, 2008a, 2008b), otros la describen como curvilínea (Haleblian & Finkelstein, 1999; Zollo & Reuer, *in press*) lo que sugiere, a juicio de estos autores, que **hay otros factores involucrados no descritos que afectan a la capacidad de la empresa para aprender y ganar experiencia**.

La capacidad del adquirente para aprender de experiencias previas de adquisición es crítica para asegurar la gestión adecuada (Duncan, 2006) tanto en la fase pre como en la post adquisición , ya muchos autores indican que la experiencia en adquisiciones previas es un factor de éxito (cita a Hitt et al., 1998; Hubbard, 2001: 13–14; Very & Schweiger, 2001), y aunque no hay dos operaciones iguales, el proceso para todas ellas es similar, por lo que la experiencia relativa a adquisiciones puede ser beneficiosa por dos principales razones según indica (Duncan, 2006): muchos de los procesos son recurrentes y la empresa ha mejorado su destreza y sus habilidades a través de las experiencias anteriores y por otro lado estarán más familiarizados con los problemas relacionados con la adquisición, como los de integración y culturales y contará con aprendizajes de las veces anteriores.

Según (Dube & Glascock, 2006) adquirentes exitosos pueden tender a repetir la experiencia, sin embargo, la literatura previa muestra que a menudo la frecuencia de adquisiciones por un adquirente no tiene efecto en los resultados post adquisición (cita a

Lahey & Conn, 1990; Loughran & Vjih, 1997). De hecho La bolsa es indiferente a que el anuncio de adquisición sea de un principiante o de un equipo de adquirente con experiencia (Haleblian & Finkelstein, 1999)

Tal como expone (**Chatterjee, 2007**) la investigación muestra que empresas adquirentes que cuentan con un proceso repetible de adquisición tienen más probabilidades de éxito y lo contrario es también cierto: adquirentes ocasionales que busquen sinergias o una oportunidad única tienen que enfrentarse con todos los impedimentos para conseguir el éxito en la operación y son menos proclives a tener éxito. Incluso adquirentes con experiencia deben abordar las fusiones sinérgicas con mucha cautela y no poner demasiada fe en sus éxitos anteriores. El mismo autor (**Chatterjee, 2009**) más adelante concluye sin embargo que no todas las adquisiciones sucesivas tienen las mismas posibilidades de éxito, aunque las operaciones que son parte de un programa desarrollado de adquisiciones (entendiendo por tal un grupo de adquisiciones guiadas por una lógica central de negocio a menudo con interdependencias significativas) con una base lógica de negocio tienen más posibilidades de éxito, al contar con una ventaja en tres etapas de la operación como son la identificación de target, negociación e integración, además del hecho de que los propios planes aportan claridad que reduce la probabilidad de errores, si bien es cierto que en algunos casos esta claridad sobreviene de forma inesperada una vez que se han acometido algunas operaciones y se identifica un patrón común. Un programa de adquisiciones clarifica la lógica de negocio por las que estas operaciones generan valor para el accionista.

(**Meyer, 2008**) en muchos sentidos múltiples F&As pueden ser **una espada de dos filos para los adquirentes**: son más vulnerable a fugas de valor de los accionistas cuando implementan múltiples F&As, pero la experiencia ganada puede hacerles mejor equipados para manejar operaciones subsiguientes. Los casos que estudia Meyer sugieren que las fusiones son particularmente distintas de las adquisiciones y los modelos gobiernos de gobierno dual observados a menudo en fusiones parecen tener un impacto negativo en sus resultados.

(Haleblian & Finkelstein, 1999) examinan los efectos de la experiencia en adquisiciones en los resultados de las mismas, en un marco teórico basado en un modelo antecedentes-comportamiento-consecuencia: La **teoría de aprendizaje conductual (*behavioral learning*)** que, en contraste con la **teoría de la curva de aprendizaje**, sugiere que la experiencia no necesariamente conlleva consecuencias positivas. Esta teoría desarrolla un modelo contingente que considera efectos variables en la adquisición de experiencia, en función de la naturaleza de las condiciones antecedentes (las similitudes entre las adquisiciones) y los efectos de aplicar la experiencia pasada pueden ser positivos o negativos.

En línea con esta teoría, cuando una adquisición es diferente de la adquisición previa, la experiencia tiene una influencia negativa en los resultados y el efecto de la experiencia en la adquisición muestra una distribución en forma de U, los que mejor resultado obtienen

son los que no tienen experiencia porque no hacen una generalización del error o aquellos que teniendo experiencia la discriminan adecuadamente. Cuando la adquisición es similar a la adquisición previa, la experiencia tiene una influencia positiva en los resultados. La teoría del aprendizaje conductual añade valor a la literatura de la experiencia en adquisiciones, porque en contra de la teoría de la curva de experiencia, explica y predice influencias tanto positivas como negativas.

A través de esta teoría podemos extrapolar las conclusiones a nivel organización (ya que aplica tanto a nivel individual como organizativo) y a conductas recurrentes: el examen de la influencia de condiciones antecedentes (similitudes o diferencias en las adquisiciones) y conductas (generalización o discriminación de las experiencias previas) en consecuencias (resultados de la adquisición) puede determinar el efecto en comportamientos sucesivos y por ende podemos decir que un buen resultado estará relacionado con la probabilidad de posteriores adquisiciones (tenacidad en la conducta).

Esta teoría es discutida por (Meschi & Metais, 2006), que afirman que la relación entre el resultado de la adquisición y la experiencia en adquisiciones sigue una distribución curvilínea (curvilínea en forma de U invertida) en el momento del anuncio de adquisición, en contra de lo que exponían Haleblian & Finkelstein (1999), que indicaban una distribución en U.

La investigación en **aprendizaje organizacional** por su parte sugiere que el comportamiento de la organización se guía por rutinas que tienen su origen en la experiencia (Nelson & Winter, 1982 citado por Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006) y por el *feedback* de sus resultados (Greve, 2003). **Haleblian, Kim & Rajagopalan (2006)** son los primeros en estudiar la interacción entre experiencia y resultados en la predicción de comportamientos futuros. Demuestran que el efecto de las dos variables es más pronunciado cuando ambas, la experiencia en adquisiciones y el resultado fueron bueno. Esto implica que un alto nivel de experiencia acompañado de consistentes éxitos en adquisiciones recientes supone una clara señal para la empresa de que ha desarrollado las rutinas necesarias para hacer adquisiciones exitosas a partir de su experiencia previa, lo que aumenta su confianza para afrontar subsiguientes adquisiciones. Por el contrario, un mal resultado en una adquisición debilita el efecto de la experiencia en adquirir, porque cuestiona la creencia de los decisores en que las rutinas de adquisición que provienen de sus experiencias previas eran las opciones estratégicas adecuadas. En definitiva, mientras que las empresas persisten en sus rutinas, éstas parecen ser sensibles al *feedback* de sus resultados, especialmente a niveles altos de experiencia adquirida. Por otra parte el resultado de la operación tiene mayor efecto a un más alto nivel de la adquisición de experiencia que a un nivel bajo, aunque podría ser esperable lo contrario: los resultados tuvieran un mayor efecto cuando la empresa tiene poca experiencia en adquisición porque dispone de menos datos que usar para evaluar el efecto de la adquisición. Sin embargo el efecto es simétrico para incrementos o decrementos de los resultados de la operación. Los autores muestran los

efectos del aprendizaje por la experiencia y los resultados conseguidos en el contexto de las adquisiciones corporativas.

(Collins, Holcomb, Certo, Hitt & Lester, 2009) en base a la teoría del aprendizaje organizacional predicen que las empresas aprenden de sus acciones estratégicas: el conocimiento conseguido les condiciona sus acciones estratégicas futuras, lo que les condiciona en positivo (porque conseguirá más éxitos en los mercados que conoce) y también les sesga en sus siguientes trayectorias. Sin embargo no todas las adquisiciones internacionales dan las mismas oportunidades para aprender, diferentes países presentan aprendizajes alternativos, de ahí la importancia de la especificidad del conocimiento estratégico disponible de las acciones estratégicas tomadas en cada país o mercado.

El aprendizaje organizacional en F&A es altamente complejo, hay situaciones en que no aplica (i.e. transmisión de rutinas de una industria a otra puede no ser efectivo) y las empresas deben aprender a adaptar el conocimiento conseguido al contexto en que es aplicado (Finkelstein & Haleblian, 2002) y requiere capacidad de absorber para aprender, requiere de elementos homogéneos que permitan aprender e integrar el nuevo conocimiento. Se pueden institucionalizar procesos para un aprendizaje deliberado (Haleblian, Kim, & Rajagopalan, 2006), el aprendizaje puede ser mejorado a través de un proceso activo de evaluación de *feedback* de F&A recientes.

Otro mecanismo de aprendizaje es el aprender por observación y aprender de otros (*vicarious learning*), tiende a ser más exploratorio que la mera explotación del inventario de conocimientos conseguido en experiencias previas.

(Crocí & Petmezas, 2009) explican la correlación positiva entre los resultados en el anuncio de la F&A con el efecto de la calidad del management, argumentan que managers capacitados acumulan experiencia a través de adquisiciones en serie y algunos tienen experiencia en la identificación de buenos target y la capacidad de reestructurar la empresa target para conseguir integraciones de éxito.

Aunque (Zollo & Singh, 2004) afirman que el impacto de la acumulación de experiencia en los resultados de la F&A no es significativo, ya que los efectos de la curva de experiencia en el contexto de sucesos infrecuentes y heterogéneos puede ser altamente atenuada por los riesgos de generalizaciones erróneas.

En otro orden de cosas, (Mishra, 2006) predica que la experiencia en adquisiciones de la empresa moderará el impacto de una estrategia equilibrada de adquisiciones en resultados de la innovación, sin embargo los datos no apoyan esta hipótesis, aunque la experiencia en adquisición tiene efectos independientes en los resultados de innovación de la empresa.

Las operaciones dan lugar a retos organizativos complejos y tanto la experiencia individual como la organizacional puede ser necesaria para evitar problemas de integración (Haspeslagh & Jemison, 1991), por ejemplo la experiencia en operaciones anteriores puede facilitar la construcción de procesos de identificación e integración de los recursos de la

adquirida que puede ser necesaria para un mejor desempeño de la operación, de la misma forma que falta de experiencia en adquisiciones puede hacer al CEO particularmente susceptible a una escalada de ofertas a precios no razonables. Sin embargo no hay una relación consistente entre la experiencia en operaciones y los resultados de las mismas según el meta análisis de (King et al, 2004) que recoge el abanico que va, desde la experiencia en operaciones anteriores como inductor de éxito en operaciones posteriores (cita a Bruton, Oviatt, & White, 1994; Fowler & Schmidt, 1989), a los peores resultados en la medida en que se aumenta el número de operaciones (cita a Kusewitt, 1985), hasta el no tener impacto (cita a Lahey & Conn, 1990; Still, Hitt et al., 2001: 55). En cualquier caso (King et al, 2004) **insisten en no subestimar la relación entre la experiencia de los gestores y el éxito de las operaciones.**

Aunque hay casos en que la propia literatura muestra el aprendizaje en operaciones sucesivas dentro de un mismo sector, es el caso de la literatura post 2000 sobre M&A de instituciones financieras (DeYoung, Evanoff & Molyneux 2009): los bancos norteamericanos incrementaron su eficiencia, aunque no crearon valor, sin embargo los europeos consiguieron ambos, porque tuvieron lugar a continuación y disponían de la información de los errores cometidos.

4.2.18.2 EXPERIENCIA COMO CONDICIÓN NECESARIA PERO NO SUFICIENTE: REQUIERE APRENDIZAJE

La literatura aún debate si la experiencia previa es suficiente para asegurar buenos resultados en las adquisiciones (Haleblian & Finkelstein, 1999; Zollo & Singh, 2000), una posible explicación de que el efecto de la experiencia no sea tan evidente es que el aprendizaje está relacionado más con la calidad que con la cantidad de experiencias. La experiencia adquirida en adquisiciones previas (**Hayward, 2002**) es condición necesaria, pero no suficiente para aprender, **el aprendizaje requiere atención a la naturaleza, resultados y timing de la experiencia. El mero hecho de repetir la experiencia en casos sucesivos, puede servir ocasionalmente, pero fracasa en cuanto cambian las condiciones,** sin embargo la variedad de experiencia, experimentación y ritmos si son beneficiosos, porque **los adquirentes desarrollan habilidades especialistas para sacar partido de las oportunidades que se presenten y habilidades generalistas para explorar las nuevas oportunidades.**

En este sentido (Meschi & Metais, 2006) plantean no es la mera experiencia en adquisiciones sino también que esta experiencia sea heterogénea (con *joint ventures* y adquisiciones) lo que puede redundar en un impacto positivo en los resultados de la adquisición. En contra de lo mantenido por otros autores (Singh & Zollo, 1998; Haleblian & Finkelstein, 1999) sobre que el número de adquisiciones previas se considera un factor determinante de los resultados del adquirentes, solo si la experiencia es homogénea (entendiendo por homogénea que implique adquisiciones relativamente parecidas en términos de sector o mercado geográfico). Pero en línea con la consideración de una

experiencia variada como clave para la mejora puesto que permite a la organización explotar sinergias y recursos en situaciones variadas (Barkema & Vermeulen, 2001).

La experiencia por sí sola no es suficiente para asegurar el éxito (Finkelstein & Haleblian, 2002; Haleblian & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002). Una práctica vital para convertir experiencia de adquisiciones previas es aprender de esa experiencia. La naturaleza de experiencia en adquisiciones previas influirá también en la capacidad de las empresas de aprender (Finkelstein & Haleblian, 2002; Haleblian & Finkelstein, 1999).

(Hayward, 2002) expone que aunque la evidencia indica que cuanto más frecuentemente una organización se involucre en adquisiciones, mayor será el grado de su éxito, las organizaciones que pasan mecánicamente por el proceso de adquisición no necesariamente valoran el aprendizaje que tiene lugar ni usan la experiencia para transformar sus procesos según avanzan:

“They repeat the same process over and over without taking their initiatives to the next level and seeking the quantum leap gains that may well be possible.”
(Chatzkel & Saint-Onge, 2007).

El hecho de que se den sucesos repetido, a través del enfoque aprender haciendo (“*learning by doing*”) ayuda en el desarrollo de capacidades para el desarrollo de las operaciones (Mittal & Jain, 2012) y otra forma es la inversión proactiva en aprendizaje de la experiencia en operaciones y aprovecharla para gestionar operaciones siguientes, como la articulación de experiencias y la codificación del conocimiento base para ser usado en futuras operaciones (Zollo & Winter 2001)

Un aprendizaje activo puede rápidamente generar ventaja competitiva en el establecimiento de una base de conocimiento sobre el mercado local y la identificación de targets. El éxito de subsiguientes adquisiciones depende en gran medida del resultado del aprendizaje de las adquisiciones previas y la calidad del management de la empresa adquirente (Aktas et al., 2009).

(Very & Schweiger, 2001) Enfocan el proceso de adquisición como un proceso de aprendizaje. Plantean la existencia de dos tipos distintos de aprendizaje en la implementación de una estrategia de adquisición y están caracterizados por algunas prácticas de la forma en que cada proceso es gestionado e influido por la experiencia que el adquirente tenga del país de target: el proceso de aprendizaje acerca de target y el proceso de acumulación de experiencia: aprendizajes de experiencias anteriores de los adquirentes

(Hitt, et al., 2009) confirman los dos tipos de aprendizaje en las adquisiciones, a partir de su éxito o fracaso en operaciones, las empresas aprenden a: seleccionar mejor futuros targets y a mejorar el proceso de integración en futuras operaciones. En cuanto al aprendizaje de la target, especialmente tras ser adquirida: las sinergias tienen lugar por la complementariedad de capacidades, habilidades diferentes que encajan o trabajan bien

juntas. La integración de capacidades complementarias es un criterio de éxito en las F&A, la mayoría del conocimiento que subyace a estas capacidades es tácito. El valor real de la empresa adquirida solo puede capturarse si sus capacidades de valor se integran totalmente en la adquirente, lo que requiere que la adquirente aprenda de la adquirida el conocimiento nuevo y valioso y si es capaz de aprenderlo e integrarlo en su base de conocimiento puede crear nuevas y posiblemente mejores capacidades valiosas, por tanto el aprendizaje que tiene lugar durante el proceso de adquisición durante la integración posterior es crucial para su éxito (Hitt et al. 2001). En casos de empresas con éxito en F&A, tal éxito es al menos parcialmente atribuido a su capacidad de aprender de la empresa adquirida y absorber e integrar el nuevo conocimiento para construir nuevas capacidades.

4.2.18.3 LA EXPERIENCIA QUE APORTAN LOS CONSEJEROS

Mientras que la literatura sobre aprendizaje de las organizaciones a través de la experiencia se centra en como el resultado de la F&A es influido por la experiencia de la propia empresa en operaciones previas (por ejemplo, Haleblian & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002), (McDonald, Westphal, & Graebner, 2008) abordan la relación entre la experiencia del director y los resultados de la F&A. En este sentido distintos tipos de adquisiciones requieren distintos conocimientos y por tanto los directores habrán desarrollado experiencia en algunos de estos tipos, en función de en qué operaciones previas hayan participado, por lo que **su experiencia previa les proporciona una capacidad especializada, más que una capacidad general sobre las adquisiciones**, lo que ha de tenerse en cuenta a la hora de seleccionar al director adecuado.

(Peng & Fang, 2009) combinan por primera vez el **efecto de la experiencia y las características del consejo (board)** en predecir subsiguientes adquisiciones. Existe una relación positiva entre la experiencia del adquirente en adquisiciones previas y la probabilidad de que el adquirente acometa ulteriores operaciones. Cuanta más experiencia en adquisiciones tiene el adquirente, más rápidamente acometerá la siguiente operación, en línea con lo que habían dicho estudios anteriores (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006).

Las características del consejo no tienen relación significativa con la inclinación de la firma adquirente para acometer ulteriores operaciones, en línea con el argumento de la teoría de la administración y en contra de la teoría de agencia (Peng & Fang, 2009). La diversa naturaleza de la adquisición puede ser un importante factor que influya el comportamiento de adquisición de la empresa.

(Horner, 2006) predica la **existencia de conocimiento tácito, debido a la naturaleza relativamente no estructurada de decisiones complejas no frecuentes**. Los recursos intangibles que los directores aportan al contexto de la decisión de adquisición en forma de gobernanza, *managerial* y conocimiento de la industria pueden contribuir a la capacidad de los consejos para influenciar positivamente los resultados de una adquisición. El conocimiento tácito, implícito tiene lugar a partir de experiencias repetidas al abordar un fenómeno complejo y hay directores que aportan esto al consejo. La capacidad de

identificar y evaluar potenciales targets y proyectar adecuadamente los resultados a largo plazo de la combinación de ambos negocios es más fácil que provenga de recursos internos de la empresa como la experiencia o las habilidades (cita a Barney, 1991), aprendido a través de experiencias previas con dinámicas de procesos de adquisición (Jemison & Sitkin, 1986) más que de reacciones externas del mercado en la evaluación de acciones de management (Bradley, Desai, & Kim, 1983; Jarrell, Brickley, & Netter, 1988; Jensen & Ruback, 1983 todos citados por Horner, 2006). La experiencia del consejo en adquisiciones puede beneficiar a la empresa a través del aprendizaje, aprender de la experiencia en otras empresas, tanto de pobres como de buenos resultados, sobre cómo manejar una adquisición puede mejorar las posibilidades de aprendizaje, por lo que tanto el número de adquisiciones como el tipo de adquisiciones por el que se ha pasado colectivamente debe estar positivamente relacionado con los resultados de la empresa combinada. Además (**Horner, 2006**) indica que la experiencia internacional muestra un efecto estadístico significativamente positivo en el ROA, confirmando la hipótesis de que la experiencia internacional del consejo permite mejoras de los resultados.

5 MÉTRICAS PARA EL ANÁLISIS DE LAS OPERACIONES

Hasta aquí el análisis de los factores considerados por la literatura como determinantes del éxito o fracaso de las operaciones. Sin embargo el hecho de catalogar las operaciones como de éxito o fracaso es función de las métricas utilizadas para medir dicho éxito, no obstante son las propias métricas las que no están exentas de controversia.

Los distintos enfoques que se recogen a lo largo de la literatura son expuestos en los siguientes epígrafes.

5.1 MEDIDA DE ÉXITO O FRACASO DE LAS OPERACIONES: CONTROVERSIA EN LA LITERATURA

¿Cómo tienen lugar las F&A y que explica sus resultados?, esta es la pregunta clave en la investigación sobre F&A desde 1960s hasta la fecha. Muchos académicos han llevado a cabo meta-análisis (por ejemplo King, Dalton, Daily & Covin, 2004) para tratar de dar respuesta a esta cuestión, pero los resultados de las investigaciones no son consistentes. Las inconsistencias se tratan de explicar de diferentes formas: algunos argumentan que cada operación es única y por tanto los resultados no son comparables (Bower, 2001; Lubatkin, 1987), otros postulan que aún hay variables no identificadas que explicarían mejor las desviaciones en resultados (King et al., 2004), otros observan que no se ha prestado suficiente atención a la validación del propio constructo de resultados de las operaciones, lo que resta confianza en la generalización de los resultados de la investigación (Cording, Christman, & Weigelt, 2010) y otros retan la medición del propio constructo y ofrecen sugerencias para mejorarlo (cita a Lubatkin & Shrieves, 1986; Zollo & Meier, 2008). En cualquier caso la creencia común subyacente según manifiestan Meglio y Risberg (2011) en su revisión narrativa de la literatura, es que los resultados están esperando ser reflejados y los académicos solo han de encontrar mejores maneras de hacerlo, ellas por su parte desafían la forma en que se entiende el rendimiento de las operaciones y proporcionan una visión diferente a la inconsistencia percibida de la investigación empírica.

Aunque ya Meglio y Risberg (2010) apuntaban en su revisión de literatura, que no existe LA medida de los resultados y por tanto del éxito de las F&A, sino que cada autor defiende su propia medida.

“As almost each study has its own definition of performance, and each study investigates correlations between different types of variables, it becomes impossible to talk about M&A performance in general since each contribution is so marginal” (Meglio & Risberg, 2010).

Ya en 2002 autores como Bruner se refieren a la relatividad de la medida en otros términos, indicando que la capacidad de decir algo con sentido acerca de la rentabilidad de las F&A depende de la confianza en el método y las métricas de las que se extractan las

conclusiones, y al tratarse de un complejo set de motivos, su resultado debería medirse en los mismos términos que la motivaron.

“The ability to say anything meaningful about the profitability of M&A depends critically on confidence in the methods and measures from which insights are extracted”. (Bruner, 2002)

King et al. (2004) por su parte manifiestan en su meta-análisis la necesidad de desarrollar modelos que identifiquen antecedentes de los resultados de las operaciones, ya que la amplia variedad que rodea las asociaciones entre F&A y su rendimiento sugiere que los modelos existentes no han logrado identificar los subgrupos adecuados.

Hopkins (2008) insiste en que depende de los términos en que se defina fracaso o satisfacción.

“There seems to be clear evidence that M&As often fail. However, this depends on how one defines failure. If failure is used in an extreme sense, such as the sale or liquidation of the business, then the rate of failure is relatively low. If failure is the attainment of financial objectives, then the rate of failure is high. If failure is attainment of management’s broader objectives, then the rate of failure is low. In fact Brouther, van Hastenburg, and van den Ven (1998) found that the managers of the acquiring firm were overwhelming satisfied with their acquisitions.” (Hopkins, 2008)

Otros como Cording, Christmann & King (2008) hablan de la multiplicidad de paradigmas y enfoques en la literatura sobre la medida de los resultados de las operaciones.

“The performance measurement literature, is multi-disciplinary, fragmented and characterized by a multiplicity of paradigms and approaches.” (...) “Directly measuring or inferring success and failure and linking them to performance is problematic. Scholars in different disciplines use varying perspectives, each with its own set of foci, criteria, assumptions and methodologies. For example, some measures rely on self reporting by managers, others, based on the use of the CAPM, consider shareholder value in relation to risk; others use various measures of profitability and growth. Still others use a combination of measures and approaches.” (Cording, Christmann & King, 2008)

En definitiva, parece haber acuerdo general acerca de que muchas de las conclusiones contradictorias en la literatura sobre F&A (Schoenberg, 2006) (Papadakis & Thanos, 2010) pueden ser en parte resultado de la utilización de diferentes métricas o métricas de una sola dimensión (King et al., 2004; Stahl & Voigt, 2008) para evaluar el resultado de las operaciones.

Y es comúnmente aceptada la existencia de dificultades para determinar el criterio de éxito a ser aplicado al medir los efectos de una adquisición (Quah & Young, 2004) y su

counterfactual question (o la determinación de lo que hubiera pasado si la adquisición no hubiera tenido lugar) es problemática. El uso de los diferentes enfoques, medidas, indicadores, *time frames*, muestras, métodos y unidades de análisis de datos, contribuyen a la variación significativa de ratios de éxito/fracaso en la literatura (**Cording, Christmann & King, 2008**).

Zollo & Meier (2008) afirman que el estudio del resultado de las F&A es por naturaleza un concepto complejo que puede abordarse de diferentes formas pero requiere el uso simultáneo de varias medidas, e introducen el uso de relaciones causales entre varias medidas y en base a estas relaciones hacen recomendaciones para la construcción de teorías.

Meta análisis como el de King, Dalton, Daily y Covin (2004), que por primera vez utilizan tanto medidas contables como bursátiles, concluyen que los resultados de las adquisiciones no mejoran como resultado de su función de adquisición y que son variables no identificadas hasta la fecha en la literatura las que podrían explicar variaciones significativas en los resultados post adquisición, sugiriendo la necesidad del desarrollo de teorías adicionales y cambios en los métodos de investigación de las F&A. Examinan el impacto de interacciones en los resultados post adquisición, que ya había sido tratado por la literatura (citan a Banaszak-Holl et al., 2002; Capron, 1999; Hitt et al., 1996; Hoskisson et al., 1993; Krishnan, Miller, & Judge, 1997) y proclaman que **los condicionantes considerados habitualmente en la investigación previa sobre F&A (compras para construir conglomerados, compras relativas, métodos de pago y experiencia previa en adquisiciones) no son los factores que realmente determinan los resultados de las operaciones.**

Otros autores como (Powell & Stark, 2005) se centran en confirmar resultados aplicando diferentes metodologías, mientras que Schoenberg (2006) compara cuatro medidas de resultados de adquisiciones y confirma que los resultados no son comparables, por lo que sugiere el uso de múltiples medidas para conseguir una visión holística del resultado de las operaciones, mientras se identifican nuevas métricas y se redefinan las existentes.

Pero las adquisiciones impactan a distintos stakeholders de forma diferente, (Schoenberg, 2006): los inversores de capital con los efectos inmediatos del anuncio de adquisición (King et al 2004), el comprador con los resultados a largo plazo (Hitt et al 1998) y los empleados con pérdidas de empleos y estrés acultural (Cartwrigth & Cooper 1990). La adopción de varias medidas facilitaría una visión holística de los resultados de la operación teniendo en cuenta a los distintos implicados.

A estos efectos Sanchez (2008) resume las claves de los distintos métodos utilizados en la investigación sobre los determinantes del éxito de las operaciones.

“Many researchers have attempted to identify the major determinants of success and failure in achieving the objectives of M&As. From a methodological

perspective, most studies have used the quantitative approach while others have used the qualitative approach or some combination of both to achieve methodological triangulation (Robson, 2002). Although the quantitative studies successfully leveraged the use of robust standardized statistical techniques to confirm validity and reliability, findings were inconsistent across studies (Cooper & Schindler, 2006). In some cases, findings were deemed inconclusive at final assessment (Liao, 2005).” (Sanchez, 2008)

Estudios más recientes como el de Craninckx & Huyghebaert (2011) ya empiezan a utilizar varias métricas combinadas: resultados operativos y resultados a largo plazo de la acción de la empresa combinada y venta de la target, en un intento de integrar metodologías y perspectivas de investigaciones anteriores, para conseguir un entendimiento más completo de las razones de no éxito.

En línea con lo que ya concluyeron (King et al, 2004) acerca de que los investigadores pueden no estar estudiando el set de variables adecuado y deben prestar más atención a variables no financieras, no suficientemente representadas en la literatura a la fecha, otros autores como **Gomes, Angwin, Weber y Tarba (2013)** buscan su propio planteamiento holístico de los factores críticos de éxito asociados a la mejora de resultados de las operaciones según sus distintas etapas, para definir un marco que recoja la naturaleza multidisciplinar de las F&A. Argumentan que el mero hecho de investigar variables discretas adicionales no es suficiente, ya que lleva a caer en lo que dan en llamar “**la trampa de la especialización**” (citan a Knudsen, 2003), antes al contrario, se han de considerar las F&A en un multinivel, multidisciplinario y como un fenómeno en múltiples etapas, como por otra parte ya indicaban (Angwin, 2007; Javidan, Pablo, Singh, Hitt, y Jemison, 2004). Se requiere un marco más pluralista para comprender las complejidades de este fenómeno multifacético y multitemporal (citan a Haleblan, Devers, McNamara, Carpenter, & Davison, 2009; King et al., 2004; Pablo & Javidan, 2004; Shimizu, Hitt, Vaidyanath, & Pisano, 2004; Stahl & Voight, 2008). En **particular predicán que la revisión ha de enfocarse en los factores críticos de éxito.**

Son escasas las revisiones interdisciplinarias de literatura, como indican (Haleblan et al., 2009) “es sorprendente que no se hayan publicado en la última década revisiones exhaustivas de la investigación en adquisiciones” y como indican (Gomes et al, 2013) “las F&A han sido incluidas como parte de revisiones de otros constructos como diversificación, compensación de ejecutivos, rotación y cambio organizacional, prácticas de recursos humanos, pero siempre como una segunda faceta de un tema mayor”. Las revisiones interdisciplinarias meramente enfocadas en F&A se centran en el uso de los diferentes métodos de investigación (Meglio & Risberg, 2010), el impacto de las operaciones en los resultados (Meglio, 2009; Tuch & O’Sullivan, 2007), cómo aprenden las organizaciones de las operaciones (Barkema & Schijven 2008b) y el uso de las F&A como entrada en mercados extranjeros (Shimuzu et al., 2004). Solo Haleblan et al. (2009) abordan la integración

conceptual a lo largo de todo el proceso de las operaciones considerando antecedentes y factores determinantes que determinan los resultados de las operaciones.

Gomes et al, (2013) concluyen también que ni académicos ni profesionales tienen un conocimiento profundo de las variables involucradas en los proceso de F&A y las interrelaciones complejas entre ellos. El cuerpo de conocimiento existente se caracteriza por varias corrientes independientes de investigación que estudian variables discretas en las etapas de pre y post adquisición, lo que supone un **conocimiento limitado y compartimentalizado del proceso complejo de las F&A**, ya que desde las distintas corrientes de investigación solo se informa marginalmente por unos y otros. Su cita textual:

“What does exist is a substantial body of work with many prescriptions available for making acquisitions work.” Gomes et al, (2013)

En todo caso la contribución de esta tesis no trata de ser la aportación de nuevos enfoques que solucionen este problema que pone de manifiesto la literatura, sino aportar la experiencia de una serie de 19 gestores en un total de más de 50 operaciones que reflejan en distinta medida las conclusiones que maneja la literatura y los estudios empíricos hasta la fecha.

5.2 MÉTRICAS AL USO Y PROPUESTAS METODOLÓGICAS

Una vez expuesta la controversia en la literatura en torno a la validez de los métodos para recoger el éxito o fracaso de las operaciones, pasamos a revisar las métricas al uso, empezando por la revisión de los métodos habituales y las propuestas y enfoques que se han venido planteando por los distintos autores, revisando aquellos estudios que comparan resultados obtenidos por distintas métricas a efectos de mostrar las discrepancias entre los mismos que pueden ser atribuibles al uso de la métrica, para a continuación valorar los posibles sesgos relacionados con este hecho.

A continuación planteamos como entra en escena la inclusión de los factores soft como propuesta para añadir una dimensión adicional a la medida del éxito o no de las operaciones, para terminar con la exposición de otras métricas alternativas que han ido entrando en escena en la literatura como propuestas para complementar las carencias de las métricas al uso.

5.2.1 LOS MÉTODOS HABITUALES

La medida de los resultados de las F&A ha sido el problema más difícil que se ha planteado en la literatura al respecto, llegando a enfrentar a investigadores (**Delaney & Wamuziri, 2004**). En la extensa literatura empírica de los efectos financieros de las adquisiciones, se han desarrollado dos enfoques diferentes (**Delaney & Wamuziri, 2004**) (**Ooghe, Van Laere & De Langhe, 2006**): *los stock market event studies* que usan las cotizaciones de las

empresas target y adquirente, y los estudios contables (*accounting studies*) que usan información contable anual extraída de los informes anuales de las compañías.

Varios autores (Schoenberg, 2006), (Zollo & Meier 2008), (Papadakis & Thanos, 2010) coinciden en clasificar los estudios sobre resultados de las F&A en la literatura en tres grandes líneas de investigación, añadiendo un tercer grupo a los propuestos por los autores anteriores, basado en la percepción de resultados. Los tres grupos son:

- **Grupo I: Accounting-based measures:** basados en que el objetivo del negocio es conseguir una satisfactoria rentabilidad del capital (McGee, Thomas & Wilson, 2005), la metodología consiste en comparar retorno (ROA post adquisición con el promedio ponderado de los retornos pre-oferta del adquirente y adquirido (Sudarsanam & Mahate, 2003). En general estos resultados no proporcionan evidencia de la mejora de resultados post adquisición. Esta medida se ha descartado por varios autores porque solo mide el resultado económico, refleja solo el resultado pasado y no tiene en cuenta el éxito de la adquisición en concreto, sino agregado de toda la organización (Zollo & Singh, 2004). Los métodos contables, también llamados *standard financial accounting*, buscan los determinantes de los resultados de la compañía utilizando los datos contables, sin embargo, si se diera el caso en que las compañías pudieran estar utilizando técnicas de contabilidad creativa, las cuentas publicadas podrían no ser un fiel reflejo de la posición financiera de la compañía y el hecho de estar sujetas a distintos criterios contables según los distintos entornos puede también hacerlas no directamente comparables. Estas medidas están sujetas a sesgos potenciales y tienden a reflejar el resultado a corto plazo de la empresa en intervalos discretos de tiempo (Kennedy & Limmack, 1996), pero no pueden medir las mejoras en resultados de las empresas target tras el anuncio de la operación, aunque pueden ser usadas para medir los resultados financieros de la entidad resultante varios años tras la adquisición, siempre teniendo en cuenta lo expuesto sobre su homogeneidad y comparabilidad.

Además el uso de datos contables tiene sus propias desventajas según (Da Silva Rosa & Walter, 2004) citando a (Dodd & Office, 1987):

- Los efectos de la F&A pueden tardar años en tener reflejo en los beneficios y afectaran a los beneficios en distintos intervalos de tiempo, haciendo la agregación de efectos difícil de analizar
- Las prácticas contables puede variar sustancialmente entre compañías, incluso en el mismo sector.
- Los sesgos en los beneficios contables reportados no son necesariamente corregidos automáticamente de la misma forma que se corrigen los sesgos en los mercados de capitales.

- La contabilización del *goodwill* del adquirido en las F&A no es consistente entre empresas: “en general las cifras contables no son una medida satisfactoria de los ratios de retorno de la inversión”

(Sharma & Ho, 2002) observan que el método contable aplicable a las transacciones de F&A impacta negativamente a los beneficios por el impacto que tienen el goodwill y los costes de restructuración, por lo que incorporan beneficios y flujos de caja en la revisión de los resultados pos adquisición.

- **Grupo II: Stock-market-based measures:** basados en el principio de que el objetivo estratégico de la empresa es maximizar la ganancia del accionista, en virtud de lo cual el mejor criterio es medir la evolución tanto de adquirente como de target durante un periodo de tiempo. En contraste con los estudios de base contable, los precios de mercado reflejan toda la información disponible en base a la hipótesis de eficiencia del mercado. Es una medida directa del valor del accionista, fácilmente accesible en el caso de las compañías cotizadas (Campa & Hernando, 2004; Haleblan & Finkelstein, 1999; Sudarsanam & Mahate, 2006). El precio de la acción de una compañía es función de dos componentes que son los resultados fundamentales del negocio y las expectativas de los inversores (Stelzer & Joiner, 2001), por lo que el precio de la acción proporciona una indicación fidedigna de los resultados de la compañía en los periodos próximos a la F&A. **Para medir los abnormal stock market returns se aplica la metodología event study y se define comparando cotizaciones en distintos momentos del tiempo que se comparan con cotizaciones esperadas en ausencia de la F&A.** Estos estudios se clasifican en a corto y largo plazo:
 - Corto plazo: considerando un periodo de unos 10 días antes y después del anuncio de la operación (Schoenberg, 2006), cuyos resultados en general son ganancias para los accionistas de la target, pero no hay resultados concluyentes para los accionistas del adquirente.
 - Largo plazo: tomando un plazo de varios meses tras el cierre de la operación (Tuch & O’Sullivan, 2007), se observan en general la generación de retornos para el adquirente negativos o insignificantes.

No obstante los estudios que utilizan medidas de cotizaciones tienen limitaciones serias:

- Son ex ante y no ex post, reflejando solo las expectativas de los inversores de beneficios futuros, pero no pueden predecir la futura rentabilidad de la operación. De hecho la reacción a corto plazo del anuncio de la operación puede ser positiva, aunque sea negativa a largo plazo (Harrison, Oler & Allen 2005), además el mercado es incapaz de predecir el verdadero resultado de la operación (Zollo & Meier, 2008)
- No puede ser usado para compañías no cotizadas (Schoenberg, 2006).

- **Grupo III: La percepción de resultados:** en base la adecuación de medidas subjetivas, dado el problema de conseguir las adecuadas medidas objetivas, y porque las respuestas pueden incluir indicadores tanto financieros como no financieros, (Schoenberg, 2006) y por tanto multidimensional y porque la percepción de los managers del éxito define la forma en que actúan, por lo que el criterio más adecuado para medir su éxito en la adquisición es preguntarles por su percepción (Nikandrou & Papalexandris, 2007). Si bien el propio hecho del uso de medidas subjetivas supone otras limitaciones, como que pueden recoger sesgo y sobre-estimación de sus resultados y esto hace necesario múltiples respuestas. (Angwin, 2004; Capron, 1999; Homburg & Bucerius, 2006; Papadakis, 2005). Ya algunos autores sugerían esta metodología para la evaluación del éxito o fracaso de las F&A, convencidos de que los resultados deben medirse en relación a los objetivos establecidos por el management, en vez de en relación a los resultados financieros, aunque estos objetivos pueden ser distorsionados en algunos sectores ya que pocos managers admitirán abiertamente ciertos motivos para acometer la F&A. Esta propuesta puede estar en el origen de la tercera tipología de estudios que proponen los autores más recientes.

Si bien Schoenberg (2006) al emplear múltiples criterios de medida encontró que no hay correlación entre las medidas objetivas y las subjetivas de los resultados de las adquisiciones y (Papadakis & Thanos, 2010) sobre el trabajo de Schoenberg, 2006 corrigen el posible sesgo cultural y comparan tres criterios de medida alternativos: contables, medidas basadas en la cotización y valoración personal de los managers sobre la materialización de los objetivos establecidos antes de la operación y concluyen que **hay correlación entre las medidas contables y la opinión subjetiva de los managers, pero las medidas basadas en la cotización no correlaciona con los resultados de ninguna de las otras métricas.**

A esta taxonomía, Bruner (2002) incorpora una cuarta categoría de estudios, que denomina "*clinical studies*" (los *case studies* o estudio de casos), que incluyen aquellos estudios que se enfocan en una sola transacción o una pequeña muestra, pero en gran profundidad, normalmente mediante entrevistas de campo con ejecutivos y *knowledgeable observers*. Se trata de investigación inductiva.

En este sentido (Hakkinen & Hilmola, 2005) afirman que la investigación se ha venido apoyando en información contable o basada en mercado o respuestas a cuestionarios. Sin embargo en el estudio de un fenómeno complejo como las F&A, se podrían obtener resultados más relevantes utilizando datos ricos en profundidad del estudio de caso de empresas o industrias o combinando datos cualitativos secundarios mediante meta-análisis.

Zollo & Meier (2008) afirman que el estudio del resultado de las F&A es por naturaleza un concepto complejo, que puede abordarse de diferentes formas pero requiere el uso

simultáneo de varias medidas y plantean en consecuencia al menos tres niveles de análisis y la distinción entre los horizontes temporales del corto y largo plazo en la conceptualización de los resultados a diferentes niveles de análisis. Las tres dimensiones en las medidas de resultados de las operaciones son:

- A nivel de tarea o nivel de transacción
- Resultados a largo plazo de la empresa
- Acontecimientos a corto plazo

E identifican por primera vez relaciones causales entre distintas medidas:

- Entre el análisis a nivel de tarea del proceso de integración con el resultado de la adquisición a nivel transacción, tanto directamente como indirectamente a través de la retención de clientes
- Entre el análisis a nivel transacción y las medidas de resultados a largo plazo contables y financieros.
- No hay relación entre los resultados a corto y largo plazo, recoge el sentimiento sobre una tipología dada de operación (Harrison et al 2005), pero los mercados financieros no tienen información suficiente para predecir sistemáticamente el destino de una adquisición sobre la base del conocimiento disponible en el momento del anuncio.

Y hacen una serie de recomendaciones para la construcción de teorías en base a estas relaciones:

- Para los estudios a corto plazo: cuando se hagan estudios de acontecimientos a corto plazo deben referirse a la variable dependiente como “expectativas de mercado acerca de la fusión” en vez de como resultado de la operación en sí misma y es deseable acompañar estos estudios con otros a largo plazo, para apoyar sus inferencias descriptivas.
- Es necesario adaptar la medida de la variable dependiente a la cuestión de investigación planteada.
- El nivel de análisis del constructo de resultado debe ser explícitamente mencionado y coherente con el diseño de la investigación.
- Es necesario especificar el modelo de resultados adoptado, porque el constructo a niveles bajos del análisis tiene significativa influencia en el constructo de medida a niveles superiores, por lo que cualquier modelo tanto a nivel de transacción como a nivel de empresa ha de incluir resultados a nivel proceso.

Sus recomendaciones para el diseño de la investigación son:

- Abordar el estudio del resultado de las operaciones con una pluralidad de medidas, no solo capturando la dimensión teórica detrás de cada operación (como diferentes niveles de análisis u horizontes temporales) sino también para el propio constructo

teórico, porque distintos tipos de justificaciones para la adquisición implican diferentes relaciones entre distintos constructos para medir sus resultados.

- La importancia de diseñar estudios basados en fuentes primarias en vez de basarse solamente en datos de archivo.
- Para mitigar el problema del sesgo en los estudios basados en evaluaciones subjetivas propone el uso de la combinación de varias alternativas:
 - Triangular con métricas objetivas cuando sea posible
 - Entrevistar asesores en vez de gestores
- Hacer cuestiones más detalladas sobre el grado de realización de algunos parámetros en lugar de valoraciones generales o niveles de satisfacción.
- Incluir medidas de resultados no suficientemente exploradas, como la retención de clientes, el refuerzo o no de las marcas corporativas, etc.

Estos autores propugnan el uso de los modelos de ecuaciones estructurales, porque cubren el uso de medidas múltiples junto con la distinción teórica y empírica del análisis de datos, que permite el manejo de indicadores formativos y reflexivos al mismo tiempo y plantean como necesario monitorizar los resultados a los tres niveles de análisis, dada la distancia empírica entre los constructos a los tres diferentes niveles de análisis, por lo que merece la pena invertir en monitorizarlos todos con medidas y sistemas de control adecuados.

La atención a los impactos indirectos de la adquisición en otras iniciativas internas, así como las dinámicas externas del mercado, pueden suponer la diferencia entre tener una operación de éxito y mejorar la posición estratégica de la empresa en relación a sus competidores y en términos de la satisfacción de los accionistas, que se supone es el último objetivo de cualquier iniciativa estratégica (Fubini, Price & Zollo, 2007)

Sin embargo hay aún demasiado desacuerdo sobre cómo medir el éxito (**Renjen & Allen, 2007**) y la complejidad del mundo de los negocios hace más difícil mostrar una línea directa entre la gestión de la F&A y las métricas para determinar los resultados de la transacción. No está claro si la aplicación de las teorías es homogénea o si se dispone de los números para emitir juicios sólidos sobre los resultados.

“We should be humble rather than hughty when it comes to the management of M&A.” (Renjen & Allen, 2007)

Además la conclusión sobre el éxito de una operación también depende del horizonte temporal en que se evalúe (**Hopkins, 2008**), cómo y cuándo medir el éxito (**Renjen & Allen, 2007**), el *time frame* no está exento de controversia (Stahl & Voigt, 2005), como por otra parte ya hemos expuesto en el epígrafe correspondiente del factor tiempo como determinante del éxito o no de las operaciones y por ende en su medida de éxito.

En cualquier caso, como venimos apuntando a lo largo de este trabajo, la falta de consistencia de métricas (King et al 2004) (Stahl & Voigt, 2004) (Schoenberg, 2006) puede

explicar conclusiones contradictorias recogidas en la literatura que estudia los antecedentes de los resultados de las adquisiciones.

(King, Dalton, Daily & Covin, 2004) anticipan la necesidad de cambios en los métodos, porque concluyen que los resultados post adquisición están influidos por variables no especificadas en la investigación hasta la fecha. Descartando el impacto en los resultados de las operaciones de cuatro factores típicamente utilizados en la investigación a la fecha: conglomerados, empresas relacionadas, método de pago de la transacción y experiencia previa a la adquisición. Utilizan tanto medidas de cotización y contables de los resultados pos adquisición.

5.2.2 LOS ESTUDIOS QUE COMPARAN RESULTADOS VALORADOS POR DISTINTOS MÉTODOS

Algunos autores abordan directamente la comparación de resultados a los que se llega utilizando distintos métodos, en un intento de validar las conclusiones y las métricas, tal es el caso de (Duso, Gugler & Yurtoglu, 2010), que **demuestran empíricamente la capacidad de los *event studies*** para reflejar la rentabilidad ex-post como medidos por datos contables, incluso la posicionan como particularmente útil para identificar y medir la cadena de resultados pos adquisición. Revisan las dos principales metodologías en uso para identificar los efectos de las F&A:

- la basada en las reacciones de los mercados de valores al anuncio de la fusión y representa un análisis ex-ante, que puede ayudar a predecir la futura rentabilidad de la operación, asumiendo que los mercados son capaces de anticipar
- la basada en datos contables, por tanto ex-post. El desarrollo en beneficios de las empresas implicadas varios años tras la operación se comparan con lo que hubiera pasado sin ella, que se define como una empresa media en el mismo subsector.

Demuestran que la metodología *event study* puede ser útil para el análisis competitivo *ex-ante* de las operaciones, en concreto los resultados y la rentabilidad *ex-post* de las operaciones está positiva y significativamente correlacionada para las empresas fusionadas y parcialmente para sus competidores, especialmente cuando se utiliza una ventana temporal previa al anuncio de la operación.

En esta línea (**Powell & Stark, 2005**), donde estudios previos habían adoptado dos enfoques para testar las mejoras en los resultados, compara ambas metodologías utilizando diferentes definiciones de resultados operativos, deflatores, comparables y los aplica a una muestra de operaciones en UK:

- Una metodología basada en la regresión comparando resultados post-fusión con los resultados pre-fusión
- Un modelo de cambio, comparando los resultados operativos post-fusión con medidas proforma combinados de target y adquirente. Ghosh (2001) sugiere que ambos enfoques pueden conducir a conclusiones sesgadas al usar los comparables

de la industria como modelo de los resultados esperados, cuando los adquirentes tienden a superar los comparables de la industria antes de la F&A dado su tamaño y consideraciones temporales.

Concluyendo que:

- La estimación de mejoras en los resultados post-fusión son generalmente mayores cuando la metodología basada en la regresión se usa en comparación a un modelo de cambio.
- La estimación de mejoras es mayor cuando la definición de resultados operativos (*operating performance*) se usa en comparación con una medida simple de flujos de caja operativo

Y confirma que, utilizando como comparable el resultado corregido por industria, tamaño y resultados anteriores, las conclusiones no cambian significativamente:

- Los resultados son sensibles al deflactor usado, especialmente en la metodología basada en la regresión
- Hay poca evidencia de que la forma de pago, si la operación es disciplinaria, si es entre empresas del mismo sub sector, el tamaño relativo de target y adquirente, explican los resultados post-fusión.

Bruner (2002), en línea con lo que más tarde exponen Meglio y Risberg (2010) indica que si las F&A son el resultado de un complejo set de motivos, debería medirse su resultado en los mismos términos que la motivaron. Su estudio describe los distintos métodos de investigación utilizados para el estudio de las F&A, los pros y contras de cada uno y cuál es el más adecuado en cada caso. En este marco recopila los resultados de los estudios hasta 2001 para compradores y vendedores y expone las conclusiones agrupadas por cada tipo de estudio. (La tabla recoge la comparativa entre los distintos tipos de estudios de Bruner 2002: *Does M&A pays?*). Básicamente Bruner (2002) llega a la conclusión de que ningún enfoque es *fault-free*, aunque algunos inspiran más respeto a los investigadores científicos que otros:

“the task must be to look for patterns of confirmation accross approaches and studies much like one sees and image in a mosaic of stones” (Bruner, 2002)

Table I. Comparison of Research Approaches Regarding the Profitability of M&A

	Market-based Returns to Shareholders ("Event Studies")	Accounting Studies: Returns Estimated from Reported Financial Statements	Surveys of Managers	Clinical Research (Case Studies)
<i>Strengths</i>	<ul style="list-style-type: none"> • A direct measure of value created for investors. • A <i>forward-looking</i> measure of value creation. In theory stock prices are the present value of expected future cash flows. 	<ul style="list-style-type: none"> • Credibility. Statements have been certified. Accounts have been audited. • Used by investors in judging corporate performance. An indirect measure of economic value creation. 	<ul style="list-style-type: none"> • Yields insights into value creation that may not be known in the stock market. • Benefits from the intimate familiarity with the actual success of the acquisition. 	<ul style="list-style-type: none"> • Objectivity and depth in reconstructing an actual experience. • Inductive research. Ideal for discovering new patterns and behaviors
<i>Weaknesses</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Requires significant assumptions about the functioning of stock markets: efficiency, rationality, and absence of restrictions on arbitrage. Research suggests that for most stocks these are not unreasonable assumptions, on average and over time. • Vulnerable to confounding events, which could skew the returns for specific companies at specific events. Care by the researcher and law of large numbers deal with this. 	<ul style="list-style-type: none"> • Possibly non-comparable data for different years. Companies may change their reporting practices. Reporting principles and regulations change over time. • Backward looking. • Ignores value of intangible assets. • Sensitive to inflation and deflation because of historic cost approach. • Possibly inadequate disclosure by companies. Great latitude in reporting financial results. • Differences among companies in accounting policies add noise • Differences in accounting principles from one country to the next make cross-border comparison difficult. 	<ul style="list-style-type: none"> • Gives the perspectives of managers who may or may not be shareholders, and whose estimates of value creation may or may not be focused on <i>economic</i> value. • Recall of historical results can be hazy, or worse, slanted to present results in the best light. • Typically surveys have a low rate of participation (2-10%) that makes them vulnerable to criticisms of generalizability. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ill-suited to hypothesis testing because the small number of observations limits the researcher's ability to generalize from the case(s). • The research reports can be idiosyncratic making it difficult for the reader to abstract larger implications from one or several reports.

Ilustración 22 Comparación de distintos métodos (Bruner, 2002)

Y afirma que los *event studies* y los *accounting studies* son ejemplos de método científico aplicado a fenómenos sociales y los *surveys* y casos no prueban hipótesis sino que ayudan más a describir que a testar. En esta línea Bruner (2002) alerta acerca de que **la significación estadística no equivale a materialidad económica**: para afirmar que una transacción de F&A crea o destruye valor en promedio se requiere no solo una prueba de significación, sino también materialidad, pero muchos *event studies* consideran significativos porcentajes del 1 o 2%. Además para que sean comparables con otras tasas que los inversores experimenten los porcentajes de retorno utilizados en los *event studies*

han de ser anualizados. Alerta también sobre la relatividad con la que hay que interpretar los umbrales considerados para los parámetros en los análisis estadísticos.

Como el propio Bruner recoge, algunos investigadores ya identificaban problemas metodológicos como fuente significativa de los resultados contradictorios (cita a Barber & Lyon, 1997; Lyon et al., 1999; Mitchell & Stafford, 2000), a partir del análisis de estos datos (cita a Healy et al, 1997) indican que es necesario aumentar los estudios de retorno de acciones con estudios de resultados operativos, ya que los mercados pueden no incorporar datos de eficiencia en la cotización en un periodo de tiempo largo. Apoyando esta visión, (cita a Boehme & Sorescu, 2002) argumentan que los resultados post-fusión cuando se limitan a muestras y periodos de tiempo específicos, acompañados del correspondiente cambio en los factores de riesgo, no son necesariamente indicativas de la eficiencia del mercado.

(Schoenberg, 2006) por su parte investiga como comparan cuatro medidas de resultados de adquisiciones, viendo que no son comparables los resultados conseguidos a través por las métricas alternativas, por lo que concluye que esto explica los resultados contradictorios de la investigación sobre el tema. Desarrollar consistencia interdisciplinar es relevante para muchos campos organizacionales (cita a Jones & Dimitriatos, 2004). Shoenberg (2006) sugiere el uso de múltiples medidas para conseguir una visión holística del resultado de las operaciones, entretanto se identifican nuevas métricas y se refinan las existentes.

5.2.3 POSIBLES SESGOS

En cualquier caso, todas las métricas pueden estar sujetas a algún tipo de sesgo, que es necesario identificar a la hora de extraer las conclusiones.

Autores como (Mauboussin, 2010) señalan posibles sesgos en determinado tipo de evaluaciones: tanto los gestores como la banca de inversión se equivocan porque se centran en medidas de base contable en vez de considerar en qué medida las sinergias pueden sobrepasar la prima de las operaciones. O incluso intereses:

“Since investors have a strong incentive to properly evaluate a deal’s economic value, the stock price change following an announcement is often an excellent barometer of a deal’s merit. The market’s initial reaction to a deal is a reasonably unbiased predictor of long-term value creation. Mark Sirower and Sumit Sahni, consultants versed in M&A economics, looked at the persistence of returns for deals that the market initially deemed favorable or unfavorable”
(Mauboussin, 2010)

(Henock, 2004) da una explicación a los malos resultados atribuidos a las F&A, a través de la compensación de los **efectos de los “earning management” pre-fusión** y sugiere que los malos resultados a largo plazo de las adquirentes reportados en la literatura hasta la fecha

son parcialmente atribuibles a la compensación de los efectos de los “*earning management*” previos:

“Consistent with Erickson and Wang (1999), I find strong evidence suggesting that acquiring firms overstate their earnings reports in the quarter preceding a stock swap announcement. Erickson and Wang (1999) postulate that the market expects a firm to inflate its earnings prior to a stock swap and, consequently, discounts its stock price at the announcement of the stock swap whether the firm manages earnings or not. Anticipating this market behavior, an acquirer’s best response is to manage earnings. Consistent with rational market expectations, Shivakumar (2000) finds a significant negative correlation between a firm’s discretionary accruals and the market reaction to the announcement of a seasoned equity offering (SEO).”(...) “I find strong evidence suggesting that acquiring firms report significant positive abnormal accruals in the quarter preceding stock swap announcements. I do not find evidence that the market reaction over the three days around a stock swap announcement is correlated with prior earnings management. However, I find a significantly negative correlation between the discretionary accrual and the abnormal return when the event window is extended over the period going from 21 trading days before to 1 trading day after the merger announcement.” (Henock, 2004)

Aunque considera que dicho efecto es solo parcial y adquirentes por intercambio de acciones son responsables de los resultados negativos a largo plazo, porque hay una correlación negativa significativa entre los *discretionary accrual* y los resultados de estas operaciones. Lo que implica que las reacciones del mercado a los anuncios de F&A no capturan enteramente los efectos de los “*earning management*” previos.

De la misma forma fórmulas tradicionales pueden suponer en sí mismas sesgos, que pueden redundar en el valor de la propia transacción.

En este sentido (Mukherjee, Kiyamaz & Baker, 2004) exponen que **el método de descuento de flujos de caja domina al de múltiplos de mercado** como enfoque preferido para valorar empresas cotizadas y no cotizadas y, aunque se definen los flujos de caja de la fusión como flujos de capital de la target, el ratio de descuento utilizado por los adquirentes es su propio WACC en vez del coste de capital de target. Esto refleja **una práctica habitual en la valoración de F&A que podría llevar a sobre pagar por targets**. Incluso las sinergias producidas por la F&A no están libres de sobrepago a target (citan a Goold & Campbell, 1998). La fuente del sobrepago viene por varias vías que distorsionan el pensamiento de los ejecutivos: Sobreestimar los beneficios y subestimar el coste de las sinergias (Sirower, 1997) argumenta que los ejecutivos se enfocan fundamentalmente en el precio de la adquisición en lugar de en la prima pagada. Los compradores pueden estar subestimando el riesgo de los flujos de caja de targets porque tienen sobre-confianza en la inversión (*behavioral finance* sobre el exceso de confianza del inversor).

“High pre-merger price-to-value (P/V) ratios, which are often used as proxies for valuation levels, are associated with increases in intrinsic values over the three years after merger completion. In contrast, high pre-merger price-to-book (P/B) ratios, which have also been used as proxies for valuation levels, are associated with decreases in post-merger intrinsic values. Given the high correlation between pre-merger P/V and P/B ratios, it is surprising that the two ratios are related to post-merger changes in intrinsic values in opposite directions. As noted by Rhodes-Kropf et al. (2005), however, P/B is the product of P/V and V/B. Therefore, P/B can be thought of as including a valuation level component, P/V, and an intrinsic value component, V/B. Further analysis shows that a primary determinant of changes in intrinsic value is the initial level of intrinsic value. Higher initial intrinsic value is associated with significant decreases in intrinsic value over the long run. Our analysis indicates that the losses in intrinsic value are driven by decreases in forecasted earnings and, to a lesser extent, increases in estimated costs of capital.” (Mukherjee, Kiyamaz & Baker, 2004)

Lo que a su vez podría ser considerado otro sesgo, el relacionado con temas como el exceso de confianza o hubris, recogidos en el epígrafe correspondiente de este trabajo como factor determinante de éxito o fracaso de las operaciones.

5.2.4 SESGO EN EL VALOR DE MERCADO

Los estudios basados en *event study methodology* están altamente influidos por las **hipótesis de eficiencia de los mercados** (Craninckx & Huyghebaert, 2011), asumiendo que los precios de las acciones reflejan toda la información públicamente disponible y relevante en todo momento.

Aunque puede que **no toda la información a disposición esté aplicada a la cotización** (Oler, 2008) y el mercado no sea capaz de incorporar totalmente, entre otras cosas, las implicaciones del nivel de caja del adquirente en su cotización en el momento del anuncio, porque algunos inversores no atienden completamente a la información inherente al balance del adquirente en el momento en que la adquisición es anunciada. La mayoría de los inversores parecen entender al comportamiento fundamental del adquirente tras la adquisición. En este sentido Oler (2008) corrobora la investigación de (Griffin & Tversky, 1992 que cita) que muestran que los individuos tienden a sobreponderar información más prominente e infraponderar la menos prominente que sin embargo tiene mayor poder predictivo, y en línea con el modelo propuesto por (Hirshleifer & Teoh, 2003 que cita) sobre atención limitada del inversor. Por otra parte no toda la información pública es incorporada en el precio de la acción (cita a Lee 2001; Bloomfield 2002). **Las F&A son eventos complejos y no debe sorprender que los mercados no comprendan total e inmediatamente las implicaciones de toda la información revelada (o ya conocida) en el anuncio** (Harrison et al. 2006)

En este sentido (Kiyamaz & Mukherjee, 2001) indican que el supuesto más crítico que se utiliza en los modelos de mercado es que los parámetros estimados no son afectados por el hecho mismo de la F&A, aunque ésta puede alterar el riesgo operativo y / o financiero y por tanto las betas de la adquirente, efecto que es aún mayor en el caso de las adquisiciones internacionales, que proporcionan oportunidades adicionales de reducción de riesgo. Algunos autores han investigado el potencial cambio en los parámetros post-fusión, coincidiendo la mayoría en que hay una reducción post adquisición en el riesgo sistemático del adquirente. El anuncio de una operación *cross-border* provocará cambios en los parámetros del modelo en el periodo post adquisición y puede sesgar la interpretación de los resultados del análisis. Kiyamaz & Mukherjee (2001) muestran que hay cambios y que varían en los distintos periodos, tanto pre-event, post-event como conjunto y con distinto impacto por países. Para solventarlo se proponen el uso de enfoques alternativos considerando otras variables que representen tamaño y su la valoración relativa (*market to book value ratio*) en vez de un índice de mercado. En cuanto a las diferencias por países (Kiyamaz, 2009) confirma el impacto de las variables macro económicas y el riesgo financiero y político, así como la clasificación del nivel de desarrollo económico de los países target.

Otros autores como (Da Silva Rosa & Walter, 2004) predicen que en los estudios basados en mercado, el precio de las acciones y los mercados de capitales no tienen sesgo, porque si lo hubiera hay oportunidades para los inversores de capitalizarlo adoptando estrategias rentables de trading, que eliminarían el sesgo. Por lo que, aunque son cuestionables las expectativas del mercado del efecto de las F&A en los resultados de la compañía en momentos concretos de tiempo, no es cuestionable en periodos de tiempo más largos.

Según Meschi & Metais (2006) la elección como medida del resultado de la adquisición de los *abnormal returns* tiende a dar más peso a los determinantes financieros de la operación que a los determinantes estratégicos. De hecho los *abnormal returns* del adquirente son consecuencia directa de la reacción de la bolsa y los accionistas al anuncio de la adquisición y parecería lógico que reaccionaran fundamentalmente a la forma de pago o a la prima ofrecida por el adquirente ya que son sensibles a los datos financieros y solo disponen de información limitada sobre los recursos y la experiencia previa del adquirente. Para conseguir una visión completa del impacto de la experiencia en adquisición en los resultados de la misma es necesario examinar esta relación utilizando otras medidas de resultados, como la supervivencia de la adquisición o la evolución del ROI del adquirente durante cierto número de años.

Las técnicas convencionales de estimación de mejora del valor de adquisición solo muestran parte de la ganancia total e incorporan información sobre el valor del individual del oferente, para corregir este sesgo. En este sentido (Bhagat, Dong, Hirshleifer & Noah, 2005) desarrollan el método de escala de probabilidades, que re-escala el resultado del día del anuncio y el método de intervención, basado en un modelo de reacción de una oferta inicial ante otros hechos. Con este modelo estiman si y por cuanto las ofertas amistosas

son percibidas por los inversores como mejoras del valor. Según este método la percepción de mejora del valor es mayor que con los métodos tradicionales y por tanto no se puede descartar la hipótesis de que los adquirentes en promedio paguen precios justos, no sobreprecio, por los targets. Este método da más información que el tradicional acerca de cómo las fuerzas económicas influyen el mercado de compras, los efectos son varios: las ofertas hostiles consiguen mejores resultados combinados para oferente y target, menor para las ofertas de capital y menor para las ofertas de diversificación. Esto supone que:

- No es que el inversor perciba que la combinación creará menos valor implícito en transacciones en acciones que en efectivo, sino que el pago con acciones supone malas noticias acerca del valor individual del oferente.
- No es que el inversor perciba las transacciones hostiles como creando mayor valor implícito que las amistosas, sino que el anuncio de una oferta hostil supone buenas noticias sobre la calidad del equipo gestor del oferente que el anuncio de una oferta amistosa.
- No es que los inversores perciban la diversificación como una reducción del valor implícito, sino que la diversificación implica malas noticias sobre las posibilidades del oferente individualmente (como pobres oportunidades de inversión interna)

Según indican (Bhagat, Dong, Hirshleifer & Noah, 2005), otros factores económicos afectan los beneficios de la combinación, más allá de la revelación del valor individual del oferente: La adquisición de un target más pequeño que el oferente, en promedio crea menores incrementos de valor, medido como una parte del valor combinado, que la operación entre empresas de tamaño similar. Aunque medido en términos relativos del valor del target, el promedio mejora en estas transacciones. Su método puede ser aplicado para testar la relación de mejoras en el valor como reacción a otros posibles determinantes, como programas de recompra, planificación de venta de activos, desarrollo de nuevos productos o programas de adquisición.

(Andrade, Mitchell & Stafford, 2001) aseguran que las F&A mejoran la eficiencia y las ganancias de los accionistas reflejan adecuadamente la mejora en las expectativas de los *cash flows* futuros. Es difícil identificar las fuentes de las mejoras post fusión: el factor eficiencia y cambios en productividad. (Kaplan, 2000 citado por Andrade, Mitchell & Stafford, 2001) hizo una investigación clínica para llenar los huecos entre los estudios de resultados contables y los de análisis de retorno de acciones, encontrando que los estudios no de muestras no podían recoger otros factores económicos que explican los retornos, dando paso a completarlo con otras áreas de conocimiento como la estrategia, organización, organización industrial y *corporate finance*. Según (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001) causas y efectos están relacionados: las fusiones tienen lugar por las razones adecuadas y sus efectos son en promedio los esperados por las partes durante la negociación. Parte del problema es que la adquirente pretende la fusión por una mezcla de motivos: como principal herramienta para crecer, para conseguir economías de escala,

sinergias y mayor eficiencia en la gestión de los activos y a su vez las operaciones en ocasiones evidencian comportamientos de construcción de imperios por los managers.

De hecho la emisión de información sobre la F&A no está limitada al primer anuncio público de oferta (Martynova & Renneboog, 2009), sino que información adicional importante puede también ser emitida al mercado antes y a continuación de la oferta, por tanto en una ventana de seis meses se consideran retornos pre-anuncio y post-anuncio. Los pre-anuncio recogen el efecto de una posible fuga de información, insider trading o anticipación del mercado al acuerdo, mientras que los post-anuncio recogen las correcciones de mercado del sobre o infra reacción inicial y la valoración del mercado de la información adicional emitida tras el anuncio de la oferta. (Martynova & Renneboog, 2009) confirman que enfocarse solo en el día del anuncio proporciona una imagen incompleta de los resultados de la adquisición y sus determinantes, en concreto, las compras hostiles se espera que creen más valor pero este valor se incorpora en cierta medida en el precio de la acción de adquirente y target ya antes del anuncio de compra.

(Herath & Jahera Jr, 2002) por su parte demuestran que la mejor forma de estructurar una transacción de intercambio de acciones con variabilidad en el precio de la acción es considerar el valor de la flexibilidad del equipo gestor en la estructura de la adquisición, que es ignorada en las transacciones de intercambio de acciones convencionales y puede resultar relevante. Usando el análisis real de opción demuestra como la flexibilidad puede ser valorada y considerada en la adquisición, puede beneficiar a ambas partes y proporcionar una mejor base para la negociación de operaciones en condiciones de incertidumbre. Cuando el tradicional descuento de flujos de caja es culpado de no capturar el valor de la flexibilidad del gestor de retrasar, crecer, o abandonar el proyecto, desarrolla un modelo teórico basado en la teoría de precio de opciones, para valorar la flexibilidad del gestor en las operaciones de intercambio de acciones, mostrando como una operación puede estructurarse de forma óptima incluyendo la flexibilidad de adquirente y target cuando las cotizaciones son volátiles, evitando la dilución de los beneficios por acción para las dos partes.

5.2.5 VALORACIONES COMPARANDO PRE Y POST OPERACIÓN

En cuanto a la medida de los resultados post fusión, los comparables pre fusión o *benchmark* de sector no son necesariamente buenos, porque en las olas de F&A todas las empresas responden al Mercado, que está cambiando (Harford, 2005)

“The neoclassical hypothesis predicts that performance of the combined firms will be better than it would have been without the merger. In many circumstances, prior performance is a reasonable proxy for performance without the merger. In a merger wave, however, this proxy is much worse than usual because in a wave, the firms are responding to an industry shock. Due to the changes the industry is undergoing and the endogeneity of the choice to

merge, the contemporaneous performance of the industry also is a problematic proxy. All firms are likely to restructure in some way (either externally or internally) in response to the industry shock, and thus there is no reason to expect that the performance of the merging parties should outperform the benchmark.” (Harford, 2005)

(Schoenberg, 2006) distinguen entre medidas *ex ante* y *ex post* para capturar la reacción inicial del mercado de capitales y los resultados a largo plazo de la operación, teniendo en cuenta la integración. En cuanto a la escala temporal para la medida *ex-post*, entienden que debe considerarse plazo suficiente, de entre mínimo tres y máximo cinco años tras el cierre de la operación.

En todo caso, según (Martynova & Renneboog, 2008) la comparación de medidas pre y post operación de resultado operativo, ventas, número de empleados, ROA y ROE, beneficios por acción, apalancamiento, liquidez, márgenes, etc. peca de que estas medidas no son solo afectadas por la operación sino por toda una serie de otros factores. Para aislar el impacto de la F&A proponen un ajuste por la tendencia de la industria, o alternatively comparar por tamaño y *market-to-book* ratio con otras compañías no fusionadas y comprobar si las fusionadas tienen mejores resultados que sus equivalentes antes y después de la oferta.

Por su parte (Guest, Bild & Runsten, 2010) desarrollan una metodología de evaluación del éxito del valor fundamental del adquirente después de la adquisición. El valor fundamental se crea cuando cualquier beneficio marginal es mayor que el coste de capital. En contraste con los estudios de rentabilidad que no cuantifican el efecto del valor total descontado de las adquisiciones porque no tienen en cuenta el coste del capital, el momento en que los beneficios se consiguen o el pago por la target, y con los estudios de retorno de acciones, que no reflejan el impacto fundamental de la operación, el valor fundamental cuantifica el efecto del valor descontado y es menos dependiente de los precios en los mercados de valores. Sin embargo la rentabilidad que disminuye en el periodo post adquisición disminuye el valor terminal y el incremento en el endeudamiento del adquirente incrementa el coste de capital, reduciendo el valor presente del incremento de beneficios. Por otra parte al estar los adquirentes sobrevalorados en el mercado de valores en el momento del anuncio, a pesar de que incrementen su valor fundamental, el efecto sobrevaloración del capital puede explicar el efecto negativo de la adquisición en retornos por acción y la diferencia del impacto entre estos y el valor fundamental.

5.2.6 DIMENSIÓN CULTURAL Y FACTORES SOFT

Sin embargo son muchos autores que ven claro que los modelos de investigación están demasiado orientados a temas que no abordan adecuadamente los elementos humanos definitivos (*that can make or break*) para la implementación con éxito de una F&A (Waldman & Javidan, 2009), (Birkenshaw, Bresman, & Hakanson, 2000), (Larsson &

Finkelstein, 1999). Estos elementos incluyen factores tales como liderazgo, compromiso con el cambio e integración organizacional y cultural como describen otros autores.

Stahl & Voigt (2008) concluyen que una posible explicación (otras pueden ser diferencias en términos de características de muestra, dimensión de las diferencias culturales y los moderadores) para la falta de consenso alcanzado por los investigadores respecto al impacto de las diferencias culturales en los resultados de las F&A es que se basan en diferentes criterios para medir los resultados, lo mismo es aplicable a los antecedentes de los éxitos de las F&A.

Este grupo de factores y las menciones de los distintos autores al respecto ha sido recogido en el epígrafe correspondiente sobre factores de éxito o fracaso de las operaciones.

5.2.7 OTRAS MÉTRICAS

Cuando la mayoría de los estudios se enfocan en los resultados financieros de las operaciones, algunos autores ponen el foco en las prácticas que afectan los cambios en la post-integración y la productividad, como ya hicieron (Kaplan, Mitchell & Wruck, 1997) citados por Feroz, Kim & Raab, (2005). Feroz, Kim & Raab, (2005) se centran en los resultados de la gestión de las empresas involucradas en procesos de F&A. **La métrica que proponen para el análisis de la eficiencia de la gestión es DEA (*Data Envelopment Analysis*, un modelo de algoritmo aditivo, que simultáneamente maximiza unas variables y minimiza otras) y los resultados en un periodo de 10 años, son una mejora de eficiencia post adquisición generalizada, aunque un significativo número de casos 18% no muestra evidencia de mejora. El DEA es capaz de capturar implicaciones específicas de eficiencia, proporciona información que no está disponible a partir de un análisis de ratios individual. De esta forma se convierte en una herramienta del gobierno corporativo para determinar si una decisión como una F&A incrementa o disminuye la eficiencia del equipo gestor en el periodo post adquisición, mejorando las medidas convencionales de eficiencia, que son agregadas y no consideran el nivel de empresa que afecta a la eficiencia o no de los resultados. Es una medida del impacto de la acción del gobierno corporativo, a través de la relación entre los inputs que controla el equipo gestor y los resultados obtenidos en un periodo de tiempo. Similares planteamientos podrían ser usados en el caso de MBOs que tienen como primer objetivo la eficiencia del equipo gestor, o adquisiciones hostiles, en que se esperan acciones disciplinadas para mejorar la eficiencia. Un aspecto clave de un buen gobierno corporativo es la asignación de responsabilidad a resultados de la empresa, el resultado de esta monitorización el equipo necesita una métrica apropiada para ser evaluados los resultados de su gestión. El DEA nace como una medida comprensiva de resultado asignando optimización lineal ponderada a las medidas financieras y no financieras consideradas en el análisis y contribuye al desarrollo de una métrica holística tanto financiera como no financiera que puede usarse para comparar resultados en términos homogéneos (Feroz, Goel & Raab, 2008). Salva la conflictividad de las medidas de resultados basadas en conjuntos de indicadores contradictorios, separando los factores**

que están bajo el control del equipo gestor y los que vienen dados por el entorno, además puede hacerse en sentido relativo comparando con otras empresas (*benchmarks*). Este planteamiento añade una nueva dimensión al análisis sectorial, en que de las empresas más eficientes se pueden esperar maximización de valor de la nueva cartera de productos y la productividad de la investigación continúa disminuyendo la capacidad de maximizar el valor de los activos existentes. En definitiva el planteamiento de benchmark basado en el DEA tendrá una relevancia creciente en los términos de las valoraciones.

(Cigola & Modesti, 2008) **proponen el uso de un modelo dinámico del ratio de intercambio** (*exchange ratio*) que corrija el estático en vigor propuesto por Larson & Gonedes model en 1969 a quien citan, introduciendo una propuesta de índice para valorar las sinergias y tres principales diferencias:

- La posibilidad de ganancias en el horizonte temporal y no solo en el momento cero, en función de los factores de crecimiento esperados de las compañías involucradas y de la nueva compañía.
- El uso de un modelo linear bidimensional que enriquece el análisis con más patrones posibles para los dividendos.
- Computar el precio de las acciones valorando el tipo de interés de mercado, en vez del coste de capital, para obtener los precios de mercado en vez de valor fundamental de las acciones.

(Steuer & Wood, 2008) introducen la metodología de **storytelling** en el estudio de los cambios que suponen las F&A. El discurso de éxito del proceso de cambio relacionado con las F&A puede estar sujeto a controversias y en este sentido el uso de relatos por los gestores puede resumirse en cinco tipos:

- Proporcionar amplitud de visión, facilitando por tanto la consecución de determinados objetivos organizacionales
- Dar respuesta a las contradicciones y ambigüedades entre el discurso oficial y su implementación en la práctica.
- Mitigar el impacto causado por las pérdidas
- Expresar la asimilación de valores que impone el proceso de integración
- Intento de incorporar seguridad (*attempt safe embedding*) en el discurso oficial y por tanto asegurar un lugar en el nuevo orden

Aunque los resultados de su estudio exploratorio no pueden generalizarse, pueden contribuir al entendimiento de cómo altos ejecutivos utilizan narrativas y *storytelling* para enmarcar sus propios roles y posicionarse estratégicamente en el proceso de cambio.

(Sanchez, 2008) resume las características y limitaciones de la investigación relevante, repasando los distintos métodos utilizados en la investigación sobre los determinantes del fracaso de las operaciones de F&A: desde las cualitativas de Brunner (1999), Randles

(2002), Van Oudenhoven & Van der Zee (2002) y Liao (2005) que cita, pasando por la mixta cualitativa y cuantitativa de Cunningham (2005) que cita, a la cualitativa de Pautler (2003).

En este sentido la literatura empieza a aportar alternativas de medida del éxito o fracaso y seguimiento del plan de integración, a través de distintas herramientas.

La predominancia de métricas financieras, superada por el Cuadro de Mando (o *Balance Scorecard*) de Kaplan y Norton (1992) sin embargo no soluciona el problema de las señales contradictorias generadas por medidas financieras y no financieras, ni puede asignar responsabilidad para resultados financieros específicos. Pero son varios los estudios recientes que desarrollan métricas en esta línea, en un intento de complementar las métricas financieras.

Una de ellas la de **Raquel Castillo (2012)** con el Cuadro de Mando (o *Balance Scorecard*), que requiere el establecimiento claro de los objetivos estratégicos de la transacción desde un principio y su traducción en indicadores medibles de causa y efecto. Una vez definidas hay que ligarlo a iniciativas estratégicas para la consecución de dichos objetivos y para mantener el control de la transacción los indicadores asociados a cada uno de ellos han de monitorizarse regularmente, lo que permite identificar desviaciones y tomar acciones correctivas en tiempo para reducir el riesgo de fracaso. El foco de la operación a menudo reside en la propia operación más que en la integración y la gestión de las entidades involucradas (Tetenbaum, 1999 que cita), mientras que la clave para conseguir el esperado nivel de integración, la consecución de las sinergias y la creación de valor. Según este mismo autor el problema reside en que el acuerdo y la integración son analizados en diferentes etapas, de manera que la integración no se evalúa en el momento del acuerdo, lo que deriva en discrepancias entre lo proyectado y la práctica.

Otras contribuciones como la de **Mittal & Jain (2012)** van en la misma línea, en un intento de integrar, de forma sistemática, todos los parámetros posibles, tanto financieros como no financieros, en un sistema de medición de los resultados de las F&A. El sistema que diseñan es el SAPP porque representa Situaciones-Actores-Procesos-Performance (resultados, que incluye rentabilidad, liquidez, solvencia y ratio de crecimiento), que trata de recoger los factores clave de éxito o factores principales. Busca así un marco comprensible que proporcione una visión tanto de la estrategia como de los aspectos financieros de las F&A y su rendimiento, para lo que propone alinear las medidas de resultados y los sistemas de control desde diferentes perspectivas para investigar el impacto en los resultados financieros. Contempla también cambios de entorno como un factor impulsor clave de las decisiones de F&A. Mejorando sobre métodos anteriores en que el foco financiero era el predominante, a la luz de múltiples parámetros de rendimiento como situación (oportunidades y riesgos), actores (recursos humanos internos, compatibilidad gerencial, perspectiva de aprendizaje y perspectiva de clientes), perspectiva de proceso (operativo y marketing) junto con el aspecto financiero tradicional. Este marco trata de proporcionar una visión más completa del rendimiento de las

operaciones en términos de parámetros clave y de retardo, que permita la aplicación de acciones correctivas para asegurar la consecución de los objetivos a través de la aplicación del análisis causa y efecto.

En un intento de incorporar métodos cualitativos en la evaluación de las F&A y los procesos de cambio que estas implican, tienen lugar algunas iniciativas: (Søderberg, 2006) introduce la **narrativa** como medio para abordar los elementos no cubiertos de los procesos de integración, diferenciación y discursos de fragmentación, por el cual los miembros de las organizaciones crean la realidad social que enmarca su sentido y quiénes son. Las entrevistas de narrativa, en que el narrador individual define qué es lo más relevante y central en cierto momento del tiempo y contexto específico, pueden ser vistas como una entrada en la organización plurivocal y con entendimientos que compiten sobre acciones o hechos críticos. La narrativa no se acerca más que otros procedimientos a la realidad objetiva, pero abre una ventana a los diferentes mundos construidos por los actores críticos. Es útil para explorar como un narrador individual da sentido retrospectivamente a hechos de forma que legitime sus acciones y sirva a sus intereses, y como estas interpretaciones o apoyan o socavan la comunicación estratégica de la organización sobre determinados hechos. No obstante el uso de la narrativa conlleva tres riesgos principales:

- La descontextualización, que desvirtúa su uso
- El contenido de las entrevistas ha de tomarse como elaboraciones poéticas, no pueden utilizarse para conseguir información
- No puede ser usado como único marco teórico, ha de ser completado con otros enfoques

En esta línea **Meglio & Rigsberg (2011)** llevan a cabo una revisión narrativa de la literatura de resultados empíricos, analizando los factores que dan forma al proceso de medición de resultados e impactos organizacionales de las F&A, concluyendo que **no es posible hablar de resultados de las F&A (M&A performance) como si se tratase de un constructo universal**. Proponen plantear los resultados de las F&A como un constructo paraguas ("*umbrella construct*", entendido como un concepto amplio que abarca y da cuenta de un conjunto diverso de fenómenos), de forma que el problema pasa de ser el tener un constructo pobre, la no identificación de variables que expliquen ni predigan los resultados, ni la falta de consenso en cómo medirlo, a ser la falta de claridad en la construcción de las diferentes medidas y la tendencia generalizada de comparar resultados no necesariamente comparables en una búsqueda por encontrar las variables que explican las diferencias en rendimiento de las distintas operaciones. En todo caso postulan que las F&A no son eventos neutrales para las partes involucradas, que éstas a menudo suponen costes emocionales y económicos para los empleados y sus familias y para la sociedad, por lo que el hecho de poner el foco en los resultados podría ser entendido como un medio para legitimar una dolorosa estrategia desplazando la atención a los beneficios de las compañías que acometen las operaciones. Ponen de manifiesto que la investigación valora las operaciones sin tener en cuenta el contexto industrial en que tienen lugar, lo que les

permite hacer comparaciones multisectoriales en aras de la generalización de resultados que por el mero hecho contextual pueden no ser comparables, fundamentalmente debido a las diferencias no triviales en las estrategias en las distintas industrias, lo que pone en riesgo la validez de muchos estudios. Ponen también sobre la mesa el sesgo que supone el uso de bases de datos que no son necesariamente representativas del universo de operaciones, lo que plantea la no universalidad de los procesos de F&A. A estos efectos proponen la elaboración de estudios longitudinales que traten las operaciones como procesos y especial cuidado a la hora de determinar los tiempos a considerar porque no necesariamente siguen las mismas pautas para todas las operaciones, sino que han de ser consistentes con la naturaleza del acuerdo investigado y a las características de la investigación, porque el hecho de que se haya utilizado determinado intervalo temporal en otro estudio no es razón suficiente para aplicarlo en otra investigación. Postulan finalmente que siendo las F&A un evento complejo, es necesario que se indique la unidad sujeta a análisis. En definitiva, como la mayoría de los constructos organizacionales, los resultados de F&A no tienen connotaciones generales, por lo que no se trata de buscar la mejor medida que funcione en todas las situaciones, sino medidas que realmente expliquen lo que se trata de medir.

(Ma, Whidbee & Wei Zhang, 2011) proponen una medida alternativa del impacto económico a largo plazo de F&A que no depende de las cotizaciones (aunque está relacionado con ellas): **cambios en el valor intrínseco de la compañía fusionada tres años después de que la operación se haya completado**. Esta medida tiene la ventaja de que evita el ruido debido a la subvaloración de mercado, que es uno de los determinantes (al menos parciales) de la actividad de F&A. Usando esta medida las operaciones destruyen valor – ajustan en promedio el valor intrínseco. Las pérdidas de valor intrínseco son más esperables en empresas con valores intrínsecos relativamente altos y son debidas tanto a disminución de ingresos esperados como, en menor medida, a aumentos en el coste de capital estimado. Tanto cambios en valoración como en valor intrínseco contribuyen a retornos post adquisición en cotizaciones.

(Schoenberg, 2006) por su parte aborda el hecho de que las adquisiciones impactan a distintos stakeholders de distinta forma: los inversores de capital con los efectos inmediatos del anuncio de adquisición (King et al 2004), el comprador con los resultados a largo plazo (Hitt et al 1998) y los empleados con pérdidas de empleos y estrés acultural (Cartwrigth & Cooper 1990), la adopción de varias medidas de resultados facilitaría una visión holística de los resultados de la operación teniendo en cuenta a los distintos implicados.

Estudios más recientes como el de (Craninckx & Huyghebaert, 2011) ya empiezan a utilizar varias métricas combinadas: resultados operativos y resultados a largo plazo de la acción de la empresa combinada y venta de la target, en un intento de integrar metodologías y el entendimiento de investigaciones anteriores, para conseguir un entendimiento más completo de las razones de no éxito.

Pero sin duda el estudio más crítico sobre la metodología en uso en el estudio de las F&A es el de **Meglio y Risberg (2010)**, que va más lejos afirmando que el argumento de que la razón por la que no se ha dado con una explicación total de los resultados de las F&A es por falta de una teoría coherente no es sino el reflejo de una visión positivista que sobre-enfatiza la importancia de encontrar leyes generales que expliquen y predigan el fenómeno, apoyándose en modelos lineales y análisis estadísticos como herramientas.

*“Within such a research paradigm, knowledge accumulates through a process of filling substantive gaps with research findings serving as building blocks of the evergrowing “edifice of knowledge” (Guba & Lincoln, 1994). Yet, seen from a constructivist perspective, this fragmentation entails a different meaning, becoming merely an outcome of the fact that researchers with different ontological, epistemological, and methodological stances investigate M&As in different ways. For example, **the question of finding a coherent answer to the question of M&A failure and success becomes irrelevant as each M&A is different, with different motives and objectives.** The aim of inquiry is instead to reach understandings and reconstructions of the constructions people formulate about a phenomenon (Guba & Lincoln, 1994). From such a perspective, multiple constructions can coexist as knowledge accumulates only in a relative sense through the formation of more informed and sophisticated constructions.”(...)*

“In the M&A-related literature, the case of M&A performance is paradigmatic of a belief in grand theories, universal laws, and standard methods. Much of the empirical research aims at seeking what explains or predicts M&A performance (...). M&A scholars generally claim that findings are, at best, contradictory. What M&A scholars seem to overlook is that contradictory results arise from the adoption of different performance measures embedded in different research methods.”(...) “The M&A field has become marred by a set of bureaucratic techniques (that everybody must use) that trivialize research with a concern for minor problems with little organizational relevance (Daft & Lewin, 1990). This is what we believe has happened in much of the M&A research that is conducted today. Consequently, filling in substantive gaps in the literature or elaborating on existing integrative frameworks will not do much to further knowledge in the field. If we are to advance our understanding of the effects of M&As, as scholars we must rethink how we produce knowledge in this field in terms of research designs and sources of data.” **Meglio y Risberg (2010)**

A este efecto proponen el uso de diseños de investigación longitudinal en tiempo real y observación como métodos alternativos de recogida de datos e invitan a los investigadores a ir al campo y hacer estudios prolongados, con observación y entrevistas como principales métodos de recogida de datos y en términos de temas sugiere algunos tópicos que mejoren con el uso de los diferentes métodos que propone. Enfatiza el reconocimiento de la observación y sus ventajas en tanto que permite a la investigación superar sesgos potenciales que podrían afectar a la validez de entrevistas retrospectivas (como el hecho

de que decaiga la memoria y la ex post racionalización). Sugiere abordar el estudio de las F&A de modo procesual, que permita examinar múltiples niveles de análisis a la vez, vinculando los procesos de cambio y los resultados de la F&A y expresando los puntos de vista de diferentes actores (no solo los ejecutivos, sino los mandos intermedios) y asegurar que hay métricas de los resultados de la operación al servicio de los distintos *stakeholders* (diferentes medidas que representan los intereses de los distintos grupos), así como diferentes *timings*.

En definitiva, tal como lo describen Meglio y Risberg (2010) es necesario un cambio de metodología para conseguir un mayor entendimiento de lo que pasa en la organización durante el proceso de F&A, lo que ese proceso significa para las personas involucradas y que hay en el proceso que afecta a los resultados de la operación. Los estudios actualmente en vigor de correlaciones *cross-sectional* solo pueden proporcionar un entendimiento limitado del proceso y lo que afecta a sus resultados.

5.3 MENCIONES EN LA LITERATURA A LAS ENTREVISTAS A DIRECTIVOS

De entre todas las alternativas de medida valoradas, expuestas en los epígrafes anteriores, se encuentran las entrevistas a directivos. Son varios los autores que propugnan su uso como forma de recogida de datos para la evaluación cualitativa del éxito o fracaso de las operaciones, unos de forma directa y otros propugnando la inclusión de métricas cualitativas complementarias que añadan dimensiones adicionales al análisis.

En este sentido ya Bruner (2004), que reta el planteamiento de fracaso de las F&A, apunta que cada operación es distinta y no puede solo valorarse en términos cuantitativos, sino midiendo otros parámetros que influyeron en la decisión, para determinar su éxito o fracaso y menciona las entrevistas a ejecutivos como una posibilidad de recabar esta información. Como ya hemos mencionado el propio Bruner (2002) ya proponía estudios en profundidad de operaciones mediante entrevistas de campo con ejecutivos involucrados en primera persona en las operaciones.

El mismo año Cartwright & Schoenberg (2004) se refieren a la no accesibilidad de las conclusiones a los directivos. Otros autores como (Hakkinen & Hilmola, 2005) entre otros sugieren la combinación de datos cualitativos de casos estudiados en profundidad, Schoenberg (2006) recoge ratios de éxito o no éxito de las operaciones en términos del nivel de satisfacción de los managers sobre las operaciones y (Nikandrou & Papalexandris, 2007) propone preguntarles por su percepción sobre el éxito o no de las F&A. (Steuer & Wood, 2008) hablan del discurso del proceso de cambio a través de los relatos de los gestores, en tanto que contribuyen a enmarcar roles y posicionarse estratégicamente en el proceso. Y Meglio y Risberg (2010) proponen las entrevistas a directivos como método de recogida de datos, como alternativa al uso de datos secundarios.

6 EVOLUCIÓN EN LA HISTORIA RECIENTE DE LOS PROCESOS DE F&A

Hasta aquí hemos abordado el porqué de las operaciones, los factores considerados de éxito o fracaso de las mismas y cómo la literatura plantea la medida de dicho éxito o fracaso. A continuación pasamos a enmarcar las operaciones recientes, tal como lo plantea la literatura, en términos de olas de operaciones, así como las dinámicas inherentes a las propias olas.

6.1 OLAS DE OPERACIONES

Una característica interesante de las F&A (**Jin, 2009**) es que tienden a concentrarse en olas, periodos con intensiva actividad, seguidos de periodos con actividad esporádica, aunque cuando se mencionan las olas suele referirse a actividades de F&A a nivel agregado. Sin embargo se está empezando a hablar de olas de F&A a nivel sectorial (cita a Resende, 1996, 1999, 2005; Mulherin & Boone, 2000; Andrade, Mitchell & Stafford, 2001), de hecho la liquidez de algunos activos específicos por sectores es importante a la hora de determinar qué activos serán comercializados (Schlingemann, et al. 2002)

Tal como las define Mc Namara et al. (2008) las olas de adquisiciones se definen como un periodo de unos seis años donde el año pico de actividad en adquisiciones duplica al año base, y donde la subsiguiente disminución es mayor del 50%.

Las olas implican que operaciones inducen más operaciones, teniendo como consecuencia el efecto dominó en actividades de F&A y por tanto aumentando la concentración del mercado. Un ejemplo lo constituye la industria farmacéutica en que las olas de F&A (**Jin, 2009**) responden a factores externos como la penetración de compañías internacionales y la innovación tecnológica.

Las operaciones tienden a ocurrir en periodos de recuperación económica (siguiendo una depresión económica, una crisis energética, o un colapso de mercado) y pueden venir condicionadas por cambios en la regulación y ser influidas por cambios tecnológicos o industriales (**Martynova & Renneboog, 2008**). Aunque cada ola de F&A se caracteriza por un tipo distinto de motivos, hay una serie de factores comunes y coinciden con periodos de rápida expansión del crédito que viene acompañado con booms de los mercados de valores. Finalmente la actividad de F&A suele verse interrumpida por caídas bursátiles y subsiguiente periodo de recesión económica. Las diferencias en los patrones y sus resultados a lo largo de las décadas pueden atribuirse a la heterogeneidad de los detonantes de cada ola.

Las primeras operaciones en cada ola son motivadas por cambios bruscos en la industria (**Gregoriou & Renneboog, 2007**). Los objetivos personales del management pueden tener impacto en la actividad de F&A, es el caso del hubris y tiende a haber un comportamiento de seguimiento durante las olas, normalmente provocando adquisiciones ineficientes. La actividad de F&A normalmente se colapsa coincidiendo con las recesiones económicas.

El mercado para empresas tanto como un todo como partes es extenso y el número total de transacciones varía con la economía y es fuertemente pro cíclico. (Maksimovic & Philips 2001) el mercado para activos corporativos facilita la reubicación de activos, desde empresas con baja capacidad para explotarlos a empresas con mayor habilidad. Por otra parte compradores y vendedores en ventas de partes de empresa son típicamente grandes empresas multisector, mientras que en el mercado de F&A los compradores suelen ser mucho mayores que los vendedores.

La actividad de F&A tiende a aumentar y disminuir junto con el mercado bursátil (**Mauboussin, 2010**), y prácticamente todas las empresas han sido o involucradas o afectadas por alguna operación en algún momento de su trayectoria. Alrededor de 2-3% de las empresas cotizadas en un determinado año son adquiridas (Trahan & Kantrowitz, 2009) y a menudo un movimiento de un competidor es el detonante de una serie de movimientos en cascada de sus competidores, intentando mantener su posición competitiva. Las F&A juegan un papel importante en la constitución del panorama competitivo y en los valores corporativos.

Rhodes-Kropf & Viswanathan (2004) afirman que las olas de fusiones tienen lugar durante olas de valoración, porque se tiende a sobre estimar las sinergias equivocadamente. Lambrecht (2004) analiza el *timing* de las fusiones motivadas por shocks económicos, demostrando que las empresas tienen claros incentivos para fusionarse en periodos de expansión económica. Morellec & Zhdanov (2005) incorporan la competencia y la información imperfecta para determinar los términos y el *timing* de las operaciones, mediante la resolución de juegos de ejecución de opciones (*solving option exercise games*) entre oferentes y targets.

Son varios los autores que confirman el comportamiento de los ciclos: Lambrecht (2004) indica que las olas típicamente coinciden con periodos de expansión económica y se ralentiza durante las recesiones, (Dube & Glascock, 2006) dicen que ha sido reconocido hace tiempo (cita a Reid, 1968) que las F&A están altamente correlacionadas con la actividad económica general.

(Xu, 2009) aborda los diferentes motivos para F&A dentro de cada industria o entre industrias y lo testa para la actividad de F&A en el periodo 1986-2008: la teoría neoclásica explica las fusiones dentro del mismo sector, y la conductual explica las F&A entre distintas industrias y los motivos cambian con las condiciones económicas tanto para las del mismo sector como las que son entre sectores distintos.

(Lambrecht, 2004) plantea que las ganancias de fusiones motivadas por economías de escala están positivamente correlacionadas con la demanda de producto mercado (*product market demand*), lo que hace que las fusiones tengan lugar en mercados producto crecientes. Esto genera actividad de F&A a altos precios de salida e inactividad a precios bajos. Mercados producto cíclico generan por tanto patrones de olas de fusiones, siendo las fusiones pro cíclica, lo que es consistente con la evidencia empírica.

Por otro lado, **periodos de alta actividad en F&A coinciden con altas valoraciones de mercado** (RHODES-KROPF & VISWANATHAN, 2004), la valoración por fundamentales tiene impacto en las F&A. Potenciales desviaciones de valor de mercado respecto a sus valores fundamentales en ambos sentidos de la transacción pueden suponer **correlación entre la actividad en F&A y la valoración de mercado**, con lo que las olas de fusiones tanto en efectivo como con intercambio de acciones pueden ser debidas a periodos de sobre e infravaloración del mercado. Incluso comportamientos racionales pueden cometer errores y estos errores pueden implicar tipos específicos de minusvaloración: cuando el mercado está sobrevalorado, el target reduce sus expectativas de valor acerca de una oferta y por tanto valora la oferta corregida en promedio. Aunque la target tiende a sobrevalorar la oferta más que el mercado, sus propias acciones están afectadas por la misma sobrevaloración. Por tanto aumentos en la sobrevaloración de mercado aumenta las posibilidades de que tengan lugar F&A, así una ola puede ocurrir por minusvaloraciones incluso si no hay otras razones que inciten a la fusión. La minusvaloración también influye en el medio de pago: en el caso de pago en acciones, los targets esperan que el acuerdo incremente el valor, **los managers cometen errores al evaluar ofertas en acciones pero no al evaluar ofertas en efectivo**. Por tanto el medio de pago incorpora una mayor parte de pagos en acciones cuando el mercado está sobrevalorado y las compras en efectivo serán más frecuentes en mercados minusvalorados. Los mercados reaccionaran más positivamente a compras en efectivo.

Como ya apuntaban (Song & Walkling, 2000) los valores de las acciones en una industria determinada tienden a apreciarse con el anuncio de una compra, presumiblemente con la expectativa de que tengan lugar otras F&A, consistente con que las F&A son una herramienta para las industrias para generar sinergias a través de la consolidación y la reestructuración.

Los mismos (Rhodes–Kropf, Robinson & Viswanathan 2005) mantienen que cambios económicos pueden ser los detonantes fundamentales de la actividad de F&A, pero la minusvaloración afecta a como estos cambios se propagan en la economía, la minusvaloración afecta a quien es comprado por quien y al método de pago utilizado en la transacción. En este sentido y en relación al Market to book value:

- Adquirentes con alto error específico utilizan acciones para comprar targets con menor error específico de empresa, cuando ambos son se benefician de un sesgo positivo respecto al sector
- Targets para compra en efectivo se minusvaloran relativamente respecto a los targets de compra en acciones. Los adquirentes en efectivo son menos sobrevalorados que los adquirentes en acciones
- La intensidad de la actividad en F&A tiene relación directa con las desviaciones a corto plazo de las tendencias a largo, especialmente cuando se usan acciones como medio de pago. Esto aplica tanto para empresas individuales como a nivel agregado

- Una vez ajustado el error por empresa y por sector se observa que adquirentes con bajo *long-run value to book* compran targets *long-run value to book*, que se explicaría con el hecho de que los gestores de una adquirente con bajo *long-run value* hagan suya la creencia del mercado o porque las menos valoradas busquen conseguir el talento fuera o que lo hagan como una forma de afianzarse ellos mismos.

Por su parte (Fumagalli & Vasconcelos, 2009) afirman que cuando las F&A tienen lugar en equilibrio (que depende del nivel de coste de la transacción y de la presencia activa o no de las autoridades anti-trust), ocurren en olas que incluyen, al menos una *cross-border*. El coste de la transacción para el equilibrio ha de estar a un nivel suficientemente bajo, lo que va en contra de la creencia general sobre que la liberalización del mercado induce olas de F&A *cross-border*.

6.2 TEORÍAS SOBRE LAS OLAS DE OPERACIONES

Según (Jin, 2009) hay distintas teoría sobre el origen de las distintas olas: (Gorton, Kahl & Rosen, 2009) (Martynova & Renneboog, 2008) lo exponen como reacción natural de las empresas a cambios en su entorno:

- **Neoclásica:** mantenida por economistas neoclásicos, (siendo los más recientes Mulherin & Boone 2000; Andrade, Mitchell & Stafford, 2001; Andrade & Stafford 2004, y Harford, 2005) creen que responden a cambios tecnológicos, regulatorios o industriales, que impulsan a las empresas a reorganizarse dentro de su sector y esto afecta al volumen de actividad en F&A. Esta teoría no explica el pago en acciones o efectivo (Xu, 2009), o las operaciones como consecuencia de cambios regulatorios, industriales, tecnológicos o políticos. La perspectiva neoclásica (Jovanovic & Rousseau, 2002) demuestra que las F&A pueden tener mayor valor en periodos con altas valoraciones de mercado, dada la eficiencia del Mercado de capitales para la redistribución de capital a los usuarios de valor más alto.
- **Conductual:** (Shleifer & Vishny 2003) lo atribuyen a un comportamiento racional de los managers que aprovechan las ineficiencias de los mercados financieros en forma de discrepancias en las valoraciones de mercado, problemas de agencia e información asimétrica (Rhodes-Kropf & Viswanathan 2002). (Dong et al., 2006; Ang & Cheng, 2006) en base al valor fundamental & (Verter, 2002) confirman que el nivel de dispersión de las valoraciones de mercado se correlaciona con la actividad de F&A, especialmente en el caso compras por intercambio de acciones. El comportamiento racional y la incertidumbre acerca de las fuentes de minusvaloración (medidas como el ratio *market to book*, valoraciones de mercado relativamente altas respecto a la valoración real) provocan una correlación entre el comportamiento del mercado y las olas de F&A (Rhodes-kropf et al 2004) y *Market timing* (Martynova & Renneboog, 2008) por el desarrollo de los mercados de capital. Shleifer & Vishny (2003) proponen un modelo de adquisición *market-driven*

en que el manager racional utiliza acciones sobrevaloradas como moneda barata para hacer adquisiciones sin sinergias. Las operaciones en este modelo son una forma de arbitraje hecho por managers racionales, marcados puramente por *mispricing* de los mercados de capitales irracionales.

- **Intereses o decisiones irracionales del equipo gestor y hubris** (Goergen & Renneboog, 2004)(Malmendier, et al, 2005) y comportamiento gregario del equipo gestor (Martynova & Renneboog, 2008)

Sin embargo las diferencias entre ambas teorías (Xu, 2009) (Harford, 2003 & Gugler, Mueller & Yurtoglu, 2005) provocan contradicciones: mientras que Harford, (2003) lo achaca al papel de la liquidez de los mercados, Gugler, Mueller & Yurtoglu, (2005) por su parte, lo hacen a los activos adquiridos y el retorno de los adquirentes. Aunque ninguno de los dos trabajos tiene en cuenta el hecho de que las transacciones sean dentro de la misma industria o entre distinta industrias.

(Lu, 2008) por su parte clasifica las teorías sobre las fusiones en grupos:

- Como decisiones de los gestores en el mejor interés de los accionistas, las **teorías de creación de valor y destrucción de valor** (*value-creating & value-destroying*):
 - las F&A son la forma de crear valor incremental o sinergias, que las compañías no pueden conseguir de forma independiente. Las sinergias pueden derivar en ganar poder de mercado mediante el uso de oligopolios o monopolios, control de riesgo mediante la diversificación, mejora de eficiencia operativa, etc.
 - Una forma de crear valor a través de la eliminación del problema de agencia, la F&A como un mecanismo disciplinario para reemplazar la incompetencia o el interés propio del equipo gestor.
 - Teoría neoclásica que plantea las F&A como una forma de mejorar la eficiencia como respuesta a shocks de la industria, como tecnológico, regulatorio o económico (Mitchell & Mulherin (1996), Maksimovic & Phillips (2001, 2002), Jovanovic & Rousseau (2002), Harford (2005), lo que agrupa las operaciones en olas y clúster en diferentes sectores.
- Como decisiones de los managers basados en convicciones irracionales o por intereses no alineados con los de los accionistas, como dos teorías de destrucción de valor: agencia y hubris, motivadas por los resultados marcadamente negativos documentados por estudios empíricos.
 - **Teoría de agencia** (Jensen 1986, Morch, Shleifer & Vishny, 1990): Compensación, poder, prestigio y seguridad son objetivos altamente valorados por los gestores y maximizar el tamaño puede ayudarles a conseguir estos objetivos.
 - **Hubris** (propuesta por Roll 1986): el exceso de arrogancia y confianza provoca que un gestor sobre pague por una adquisición aunque el valor de la target y las potenciales ganancias son conocidas por los mercados, este

sobrepago es penalizado por los mercados y se traduce en resultados negativos para la firma adquirente.

La diferencia entre agencia y hubris es que según la teoría de agencia los gestores acometen operaciones sabiendo que es en contra de los intereses de los accionistas, mientras que por hubris, los gestores tienen la intención acertada involucrándose en la F&A pero falsas convicciones en ellos mismos terminan en destrucción de valor.

- **Hipótesis de tiempo de mercado** (*market timing hypothesis*): asume la ineficiencia de los mercados y los gestores de la adquirente toma ventaja de ellas. (Schleifer & Vishny, 2003) proponen que empresas sobrevaloradas acometen adquisiciones con pago en acciones para usar este sobreprecio para conseguir activos a un descuento efectivo, a expensas de los objetivos de los accionistas de la target. Se basan en el hecho de que las olas en los 60s y 90s fueron similares en tanto que el medio de pago fue normalmente acciones y ambas tuvieron lugar en periodos de alta valoración de mercado, mientras que en los 80's, un periodo de valoraciones bajas de mercado, las operaciones fueron normalmente pagados en efectivo. Esta teoría es capaz de dar respuesta a problemas que planteaba la teoría neoclásica:
 - La alta valoración del capital usado como modo de pago (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001)
 - La correlación positiva entre la valoración de mercado y la actividad de F&A (Maksimovic & Philips, 2001)
 - La disparidad entre beneficios para el adquirente que utiliza stock y efectivo como medio de pago (Rau & Vermaelen (1998)
 - La evidencia inconclusa de las mejoras en los resultados operativos (Ravenscraft & Scherer, 1987)

Jensen (2004) propone una versión diferente de la hipótesis, argumentando que los gestores de la adquirente tratan de prolongar o exacerbar el mispricing. Para lo que mantienen la percepción del mercado de las posibilidades de la empresa a través de actividades de destrucción de valor incluyendo compras injustificadas. En este modelo los gestores no son racionales y no necesariamente actúan en interés a largo plazo de los accionistas, incluso si consiguen beneficios a corto plazo.

(Rhodes-Kroft & Viswanathan, 2004) desarrollan un modelo en **que la clara minusvaloración motiva las F&A**, la diferencia respecto a la teoría anterior es la incapacidad de los gestores de target para distinguir entre los errores de valoración de mercado o de empresa que les llevan a aceptar racionalmente ofertas de adquirentes sobrevalorados.

(Harford, 2005) Apoya el modelo neoclásico incluyendo el papel de la liquidez de capital, que supone menor coste de la transacción y que acompaña a la expansión económica. No todas las sacudidas propagan una ola, se requiere de liquidez de capital suficiente para hacer posibles las transacciones. Las olas requieren tanto de la motivación económica para

536 *J. Harford / Journal of Financial Economics 77 (2005) 529–560*

Table 1
Predictions of the neoclassical and behavioral hypotheses for merger waves

	Neoclassical	Behavioral	Finding
Cause of industry wave	Regulatory or economic shock accompanied by capital liquidity	Overvaluation and dispersion of valuation within industry	Regulatory and economic shocks accompanied by capital liquidity
Cause of aggregate wave	Multiple simultaneous industry waves clustering because of macro liquidity factor	Overvaluation and dispersion in the aggregate	Multiple simultaneous industry waves clustering because of macro liquidity factor
Cash partial-firm acquisitions	Increase during wave; could be made by stock bidders	Do not increase during wave; are not made by stock bidders	Increase during waves and are made by stock bidders
Pre-wave returns and market-to-book ratios	High if capital liquidity is tied to asset valuation	High	High
Dispersion in pre-wave returns	No prediction	High	Normal
Post-wave returns	No prediction	Low	Normal
Measures of tight credit	Low if capital liquidity is important	No prediction	Low
Post-merger operating performance	Better than without a merger	Worse in waves	Similar/better in waves

Table 1 summarizes the predictions of the behavioral and neoclassical hypotheses of merger waves. The table also previews the empirical findings of Section 4.

las transacciones, como de un coste relativamente bajo de transacción para generar gran número de transacciones. Según Harford las predicciones de olas de F&A en base a cada hipótesis están soportadas por las dos teorías generalmente aceptadas sobre la existencia de olas (ver gráfico “Table 1” incluido).

Según (Andrade & Stafford, 2004) las F&A juegan un papel económico doble: por una parte son una forma de las empresas de incrementar su capital base en respuesta a buenas perspectivas futuras de crecimiento (en este sentido igual que las inversiones internas). Tanto F&A como otras inversiones tienen una relación positiva con la Q de Tobin y el crecimiento en ventas. En su teoría las F&A facilitan la contracción de la industria: **el hecho de que se agrupen las operaciones por sectores sugiere que son la respuesta a cambios en la industria**, de forma que las F&A que tienen lugar entre empresas dentro del mismo sector están en relación inversa a su utilización de capacidad durante los 70s y 80s, en línea con la visión de que las **F&A son una forma de la industria para racionalizar los excesos de capacidad e inducir a la salida**. Según estos autores, en estas industrias en contracción los adquirentes tienden a ser empresas con mejores resultados, quizás mejor gestionadas,

menos endeudadas y con menos capacidad utilizada, sugiriendo que esta racionalización de la industria y la redistribución de los activos implican una mejor eficiencia.

(**Brusco, Lopomo, Robinson & Viswanathan, 2007**) diseñan un mecanismo para el estudio de como la información privada impacta en la eficiencia general de las F&A. Se trata de una situación realista en la que targets reciben varias potenciales ofertas en que cada parte tiene información no disponible para los demás, sobre su propio valor independiente y su contribución a las sinergias de una potencial transacción y estudia el caso en que el valor de la nueva empresa es verificable a posteriori y cuando no lo es. Los resultados muestran que la información asimétrica por si misma puede dar pie a una teoría de la posesión óptima (*optimal ownership*) incluso cuando no hay problemas con los controles posteriores ni coste de agencia. En el caso de información privada sobre los valores independientes, la mejor opción posible es una adquisición en efectivo en que la empresa con la mayor incertidumbre sobre los valores independientes compra a la otra. Esto es implementable siempre que las sinergias esperadas sean lo suficientemente grandes. Cuando las sinergias son inciertas, operaciones con acciones son aceptables, incluso sin nada de efectivo, para cualquier nivel de sinergias. En definitiva esta teoría sugiere que los cambios sectoriales en periodos de expansión provocan olas de fusiones porque dan lugar a nuevas sinergias (por tanto relativamente inciertas) entre las empresas que se combinan. Durante ese periodo las operaciones son fáciles de implementar y la forma de pago es irrelevante, lo que explica el uso generalizado del pago en acciones durante estos periodos. Por el contrario, operaciones que suponen consolidación de sectores son menos de explotación de sinergias inciertas y más de reducción de sobre-capacidad, por lo que la liquidez juega un importante papel y ayuda a explicar la razón por la que compradores financieros en vez de industriales son relativamente más comunes en estos casos.

En contraposición a la teoría de las olas de F&A (**Öberg & Holtström, 2006**) mantienen que **las F&A son contextuales**, describe las olas como operaciones de F&A paralelas en el sentido de que F&A son una respuesta a otras F&A en lugar de responder a un cambio, lo que implica que las F&A emprendidas por otros se convierten en un motivo o fuerza motriz para fusionar o adquirir.

En otro orden de cosas, la agrupación de transacciones responde también a otras motivaciones corporativas: la anticipación de fusiones potenciales tras el cambio de régimen crea incentivos para involucrarse en fusiones adicionales (Gorton, Kanh & Rosen, 2009). **La carrera para incrementar el tamaño de la empresa vía fusiones puede ser el resultado de razones defensivas o de posicionamiento.** Según estos autores, las fusiones defensivas tienen lugar porque cuando los managers se preocupan suficientemente de mantener el control, quieren adquirir otras empresas para evitar ser adquiridos ellos mismos. Al crecer mediante adquisiciones una empresa es menos proclive a ser adquirida al hacerse mayor que algunos de sus rivales. Esta fusión defensiva se realimenta y da lugar a olas de fusiones: una adquisición defensiva de una empresa hace a otras más vulnerables como targets, lo que les induce a acometer a su vez adquisiciones defensivas. Esto provoca

el **“eat-or-be-eaten”** escenario, donde **adquisiciones defensivas no rentables se adelantan** a algunas o a todas las adquisiciones rentables. Esto se ha observado en industrias en que muchas empresas son de tamaño similar a la más grande y les hace más proclive a fusiones defensivas es probable que tengan lugar.

6.3 LAS PRIMERAS OPERACIONES SON LAS MAS RENTABLES (*EARLY MOVER ADVANTAGE*)

(McNamara, Haleblain, & Dykes, 2008) confirman **la teoría *first mover advantage***, en virtud de la cual los adquirentes pueden beneficiarse de transacciones tempranas (*early mover advantage*) pero pueden sufrir por las tardías (*bandwagon*), de hecho las primeras adquisiciones no solo tienen mejores resultados que las más tardías, sino que además en promedio consiguen ganancias. **El mercado penaliza a los seguidores, que son los que consiguen peores retornos.** Estos resultados son más o menos acentuados en función de la estabilidad del sector: movimientos tempranos tienen resultados más positivos en entornos estables y los seguidores sufren más que en entornos dinámicos. La capacidad de los tempraneros para conseguir una posición de liderazgo a través de la F&A puede ser mayor en mercados estables (Schmalensee, 2000 citado por McNamara, Haleblain, & Dykes, 2008). La experiencia también es un grado en este tema, porque los compradores infrecuentes están más expuestos tanto a los beneficios de un movimiento temprano como a sufrir las consecuencias de ser un seguidor. En todos los casos las tácticas utilizadas por el adquirente influyen en la tendencia de resultados dentro de una misma ola, así como la forma de pago que penaliza si es con intercambio de acciones.

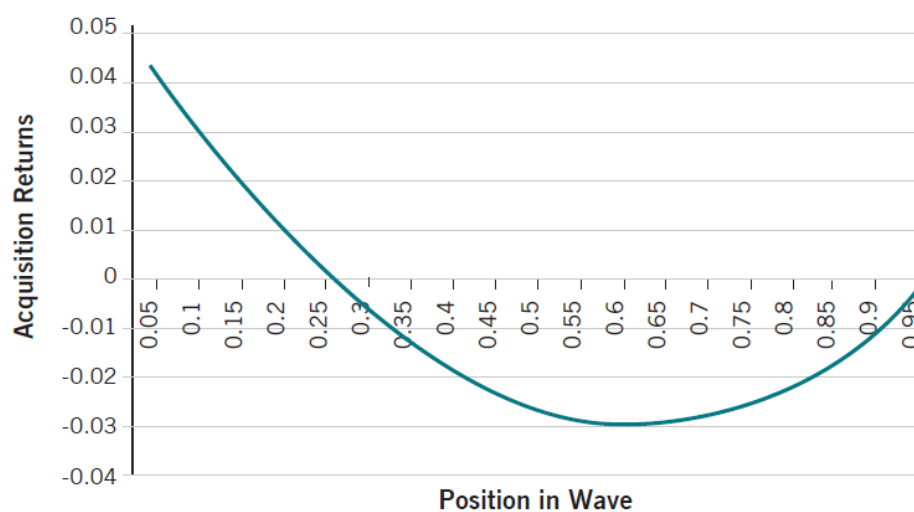
Fueron (Lieberman & Montgomery, 1988) quienes introdujeron **la *first mover advantage theory*** en las F&A, **en base a la asimetría de la información**, en que un pionero es capaz de capitalizar su mejor información para identificar, o actuar para conseguir una posición de ventaja respecto a sus equivalentes. Dicha ventaja tiene tres orígenes: liderazgo tecnológico, derecho de prioridad de activos y la generación de *buyer switching costs*. Los pioneros no eligen simplemente ser pioneros, sino que las oportunidades se presentan y ellos son capaces de tomar ventaja de ella. Lieberman & Montgomery (1998) vincularon su teoría con la *Resource Based View*, aunque la ventaja se va disipando con el tiempo (Robinson, 1994, citado). No es el solo hecho de entrar el primero lo que explica los mejores resultados, sino las diferencias entre la estrategia competitiva y la estructura entre los que entran al principio y los que lo hacen más tarde (Lambkin, 1988 citado). **Esta ventaja está supeditada a la capacidad de los competidores de imitarle o superar al pionero** (Lee et al 2000), **que a su vez depende de la historia y experiencia del propio competidor** (Klepper & Simons, 2000 & Noda & Collis, 2001 citados). Esta ventaja que tienen los primeros, en el contexto de la *Resource Based View*, hace que el pionero desarrolle un recurso distinto, con valor, difícil de imitar y no sustituible (Barney, 1986, Conner, 1991, Makadock, 1998 & Wernerfelt, 1984, citados en Carow, Heron & Saxton, 2004). Aunque **no siempre entrar primero es una ventaja** (Lieberman & Montgomery 1998), es el caso en que **la rapidez de las innovaciones tecnológicas permiten a los que**

entran más tarde explotar oportunidades de mercado de forma más coste-efectiva imitando en lugar de innovando.

Las primeras operaciones de cada ola son más rentables (**Gärtner & Halbheer, 2009**), porque pueden elegir el target de entre un mayor número de competidores, con lo que la compensación requerida para inducir la primera operación es menor que la que requieren las operaciones sucesivas. Operaciones individuales inducen otras operaciones estratégicas que de otra forma no hubieran tenido lugar (Qiu & Zhou, 2007) haciendo que las operaciones anteriores se hayan beneficiado del subsiguiente incremento de precios por haberlo hecho antes. En esta línea (Toxvaerd 2008) ratifica que un conjunto de adquirentes compite en el tiempo por targets escasos, que son más escasos cuantas más operaciones van teniendo lugar.

La investigación de (Mauboussin, 2010) muestra que las compañías que acometen adquisiciones al principio del ciclo consiguen mejores resultados para sus accionistas, en promedio, que aquellas que actúan hacia el final del ciclo. Los *early movers* tienen acceso a la mayor cantidad de targets potenciales (Peng & Fang, 2009), permitiendo a los adquirentes '*pick from the litter*'. Gradualmente será más difícil para las empresas encontrar el target apropiado. Estas adquisiciones además implican targets más pequeños (**Goel & Thakor, 2010**) y generan más ganancias para los equipos directivos que las más tardías en la misma ola. Y una de las razones por las que (Mauboussin, 2010) atribuye éxito a los adquirentes es un buen *timing*: las compañías que hacen sus operaciones en las primeras etapas de la ola de adquisiciones, generalmente disfrutan de subidas en el precio de la acción, mientras que las que compran más tarde tienden a sufrir caídas en las cotizaciones. Los adquirentes al principio de una ola ven sus acciones crecer más del 4% sobre lo que sería esperado, en base a los resultados anteriores y tendencias de Mercado, durante las tres semanas tras el anuncio de la F&A (ver figure 3)

Figure 3 Early Movers Get the Returns



Source: Gerry McNamara, Jerayr Haleblian, and Bernadine Johnson Dykes, "The Performance Implications of Participating in an Acquisition Wave," *The Academy of Management Journal*, Vol. 51, No. 1, February 2008.

Ilustración 23 Rentabilidad de las primeras operaciones en las olas (Mauboussin, 2010)

Adquirentes que actúan hacia los dos tercios de la ola, ven disminuciones promedio de aproximadamente 3%. Los retornos mejoran más tarde durante la ola, pero siguen siendo por debajo de los early-movers (Mc Namara et al., 2008). Hay varios beneficios de actuar pronto en el ciclo, incluyendo la posibilidad de elección de entre un mayor pool de targets potenciales y la capacidad de comprar activos más baratos. Cuanto mayor es el número de potenciales candidatos a la adquisición, más probable es que el comprador encuentre un target adecuado. Además compañías que actúan al principio del ciclo consiguen operaciones a precios más baratos que las que compran más tarde en el ciclo. Los beneficios de un movimiento temprano (*early movers*) son más pronunciados en el caso de industrias que están creciendo y son estables. Los compradores tardíos (*late movers*) actúan menos racionalmente y más apresuradamente, lo que les lleva a adquirir targets subóptimos a precios elevados. La presión del vagón de cola (*bandwagon pressures*) motiva a los *late movers* a enfocarse en *social cues*, y como resultado asumen que otras compañías tienen información superior (*superior information*) y se meten de lleno en operaciones sin considerar completamente las implicaciones estratégicas.

La forma de pago juega un papel en la determinación del retorno de los accionistas más tarde en el ciclo: las compañías que pagan sus operaciones fundamentalmente con efectivo ven pequeños descensos en sus acciones en comparación con las que utilizan acciones.

En lo relativo a la rentabilidad de las operaciones a lo largo de las olas: (Martynova & Renneboog, 2009) en su estudio sobre la quinta ola de fusiones identifican que tanto el tamaño de la F&A como el momento en que tiene lugar del acuerdo (antes, durante o después del pico de la ola) tiene un impacto significativo en los resultados de la operación en el anuncio. Por otra parte las compras hostiles tienen lugar en la fase final de las olas de fusiones.

Los adquirentes que consiguen mejores resultados son los que operan en industrias relacionadas, (Carow, Heron & Saxton, 2004) compran durante las fases de expansión de esas industrias y compran en efectivo, tal como sugieren las teorías financieras al contar información privilegiada. Los managers que actúan en el principio de las olas pueden medir su asimetría de información y adelantarse a los beneficios asociados con la ventaja de mover ficha el primero, siempre sujeto a las condiciones de entorno en el mercado y las acciones estratégicas empleadas por las empresas. Aunque se consigan diferentes resultados a lo largo de las distintas etapas de las olas de F&A, estas diferencias están sujetas a las características de cada sector y las tácticas del adquirente, en línea con la teoría de las consecuencias de las F&A (King et al 2004). De todos modos las ventajas de moverse al principio de la ola son limitadas a industrias estables, además adquirentes sucesivos no se benefician de esta ventaja, ya que sus rendimientos se netean si actúan en distintas etapas de la ola, con lo que carecen de sentido los programas de adquisiciones sucesivas. Por otra parte la tendencia a malos resultados de los adquirentes tardíos es aún más pronunciado si la transacción se hace por intercambio de acciones, en estos casos sería aconsejable hacer las transacciones en efectivo, que muestra confianza en la información con que cuenta el adquirente, lo que redundaría en una reacción más positiva del mercado. En estos casos el hecho de que las empresas estén relacionadas si es factor de éxito, (los gestores están mejor posicionados para explotar las oportunidades en su industria donde ellos han desarrollado su experiencia), las empresas están en mejor posición para explotar información asimétrica al acometer la adquisición.

6.4 LAS PROPIAS OLAS

(Kling, 2006) confirma la primera ola en Alemania, con éxito variado en función de en qué momento de la ola y sector tienen lugar las operaciones, más movimiento en compañías grandes en la industria y con el propósito de aumentar el poder de mercado y con cierto contagio que provocó que sectores como los bancarios imitaran el comportamiento por encima de comportamientos racionales de mercado en ese contexto.

Mientras que la cuarta ola (Cefis, 2009) se caracterizó por un alto número de LBOs (*leveraged buy outs*), normalmente entre empresas no cotizadas, la quinta, primera, segunda y tercera olas fueron olas de fusiones “normales”, en el sentido de que la mayoría de las transacciones supusieron compras por empresas distintas de las activas en los mercados de capital no cotizado (*private equity markets*)

Sin embargo lo que sí ha cambiado entre olas son las expectativas (Perry & Herd, 2004): en los 90s se esperaba de las F&A reducciones de costes, ahora es una estrategia clara, pero con el objetivo en crecimiento, que es mucho menos cierto y más difícil de medir que la consecución de ahorros en costes.

Según (Li & Aguilera, 2008) el mapa de adquisiciones ha cambiado dramáticamente a lo largo de las últimas cinco olas de adquisiciones de la historia, entre otras razones porque desde el principio de los 2000s, un significativo nuevo tipo de adquirentes surgió de los mercados emergentes. Como Gaughan (2007) pone de manifiesto, muchas compañías adquirentes fueron construidas mediante adquisiciones de negocios privatizados y la consolidación de competidores relativamente pequeños en mercados emergentes. Segundo, muchos de esas empresas han adquirido grandes empresas occidentales (el caso de Mittal de India que adquirió Arcelor en 2006 y Lenovo de China que adquirió el negocio de PCs a IBM en 2005)

Algunos estudios diferencian entre 5 olas americanas, tres en UK y dos recientes en Europa (Sudarsanam & Mahate, 2003). Según (Martynova & Renneboog, 2008) de las 5 olas típicas serían las dos primeras fundamentalmente americanas, y la quinta un fenómeno internacional.

En esta quinta ola las F&A se han venido convirtiendo en una estrategia cada vez más popular para desarrollo de negocio en Europa (Craninckx & Huyghebaert, 2011), siendo las operaciones europeas casi la mitad del total de las mundiales (Huyghebaert & Luybaert, 2009), en claro contraste con las olas anteriores, en que casi en su totalidad se trataba de empresas británicas o norteamericanas y las motivaciones son bastante distintas: la cuarta ola se caracterizó por las compras hostiles normalmente financiadas con deuda, las de los 90s son amistosas y normalmente relacionadas con la búsqueda de sinergias (Campa & Hernando, 2004; Moeller *et al.*, 2005) y un 37% de las grandes transacciones europeas entre 1993 y 2000 son internacionales Goergen & Renneboog (2004). Esto ilustra el hecho de que los adquirentes europeos en esta ola responden activamente a las nuevas oportunidades ofrecidas por el crecimiento de la Unión Europea y la globalización.

En Europa la mayoría de las operaciones de F&A involucran a targets no cotizados (Huyghebaert & Luybaert, 2009), que están menos sujetas a más asimetrías de información, ya que a priori el mercado tiene mejor acceso a la información de las empresas cotizadas y esto podría facilitar el anticipar un posible fallo en las operaciones. (Craninckx & Huyghebaert, 2011) La concentración de la estructura de propiedad en las empresas europeas sugiere que habrá menos impacto de los incentivos del equipo gestor.

La quinta ola es la más importante en términos de tamaño y dispersión geográfica (Martynova & Renneboog, 2009): por primera vez empresas europeas fueron entusiastas en participar en adquisiciones como sus equivalentes norteamericanos y la actividad de F&A en Europa alcanzó niveles similares a los experimentados en USA. (Ver el gráfico tomado de Martynova & Renneboog, 2009) (Fig 2)

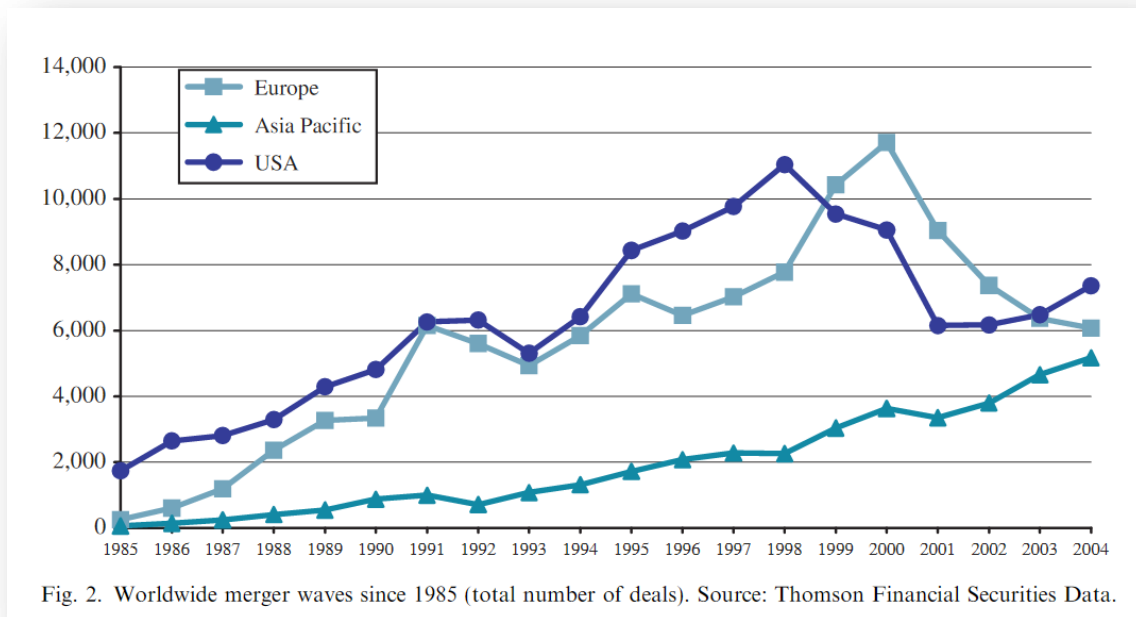


Ilustración 24 Olas de operaciones (Martynova & Renneboog, 2009)

La actividad de F&A se colapsó a mediados de 2000 y permaneció significativamente por debajo del pico 1999-2000 hasta el fin de 2003. Posteriormente el mercado se ralentizó hasta el 2007 debido a la crisis crediticia mundial.

Otra característica de las operaciones en Europa es que hay un alto número de compras parciales, de menos del 100% del capital, y adquisiciones con términos no revelados (*undisclosed*) como la forma de pago o incluso el valor de la transacción, resultado de una débil regulación y requerimientos de transparencia en los 90s, cuando este tipo de transacciones apenas tienen lugar en USA (Martynova & Renneboog, 2009). Se ha de recordar que las compañías europeas operan en un entorno de gobierno corporativo muy distinto del que impera en USA. La mayoría de las adquisiciones europeas esperan generar sinergias: provocan incrementos sustanciales del precio de las acciones en el momento del anuncio, muchos de los cuales son capturados por los accionistas de la target.

En línea con Goergen & Renneboog (2004), Martynova & Renneboog (2009) afirman que los retornos de anuncios de adquisiciones son menores para los adquirentes pero mayores para los target en compras hostiles y *tender offers*. La adquisición de empresas no cotizadas consigue significativamente mayores retornos para los accionistas de la adquirente, confirmando los resultados de Faccio et al. (2006). Del mismo modo que estudios americanos (Moeller et al, 2004; Andrade et al., 2001), Martynova & Renneboog (2009) afirman que para Europa los inversores ajustan los precios de las acciones tanto de adquirente como de target a la baja en el anuncio de ofertas con pago solo en acciones y consistente con Harford (2003) & Moeller et al. (2005), demuestran que las operaciones que tienen lugar cuando la actividad de adquisiciones se está ralentizando consiguen

menores retornos para los accionistas tanto del adquirente como de target, que las operaciones que tienen lugar al principio o el pico de la ola.

(Martynova & Renneboog, 2009) las adquisiciones hostiles crean valor, aunque parte de este valor ya está descontado del precio de las acciones de comprador y target en el momento del anuncio de la compra, lo que sugiere que las adquisiciones hostiles pueden ser anticipadas. Las compras parciales (de menos del 100%) y acuerdos con términos no revelados suponen pérdidas sustanciales tanto para los accionistas de la adquirente como de la target, estos tipos de F&A son temidos por lo que suponen de expropiación de derechos de los intereses de los accionistas minoritarios tanto del adquirentes como del target.

(Huyghebaert & Luypaert, 2010) estudian la quinta ola en un país típico de la Europa continental como es Bélgica. Las F&A en la cuarta ola tuvieron lugar fundamentalmente en USA, se iniciaron por diferentes razones que las transacciones más recientes (cita a Gaughan, 2002), argumentan que en los 80s las F&A fueron el resultado de ineficiencias significativas en la forma en que las corporaciones (conglomerados) eran conducidas por una parte y el incremento de tamaño de los mercados financieros por otra. Por tanto las F&A en la cuarta ola se caracterizaban por la hostilidad y el uso intensivo de deuda. En contraste (cita a Weston & Jawien, 1999) mantienen que la ola más reciente, que empezó a mediados de los 90s, fue inducida por la competencia global, el cambio tecnológico y la desregulación. El proceso de integración en Europa ha fortalecido esta ola, haciendo que el valor absoluto de las F&A en Europa sea tan importante como el de USA por primera vez en la historia. De acuerdo con Bruner (2004) el desarrollo de la Unión Europea ha simplificado la transferencia de tecnología y capital intelectual, la realización de economías de escala y la desregulación.

En términos de los resultados de las operaciones en esta ola para operaciones europeas que tienen lugar en el periodo 1997-2006, el estudio es el conducido por (Craninckx & Huyghebaert, 2011) que proporcionan ratios de fracaso del orden del 50% de las operaciones que no crearon valor para el accionista en una ventana de dos años tras el cierre de la operación de las que entre el 30 y el 40% empeoraron sus resultados en la firma resultante al final del segundo año y mejoras de en torno al 2-3% después de la ventana crítica de los dos años. Estos resultados son similares para empresas cotizadas y no cotizadas en el mismo periodo. En términos de la capacidad de predecir los resultados de las operaciones por los inversores, en el caso de las cotizadas encuentran evidencia de que el mercado descuenta el resultado de la operación en el momento del anuncio, sin embargo en el de las no cotizadas la falta de acceso a la información relevante limita la capacidad del inversionista de anticipar el posible fracaso de la operación.

Algunos autores ya identifican señales que anticipan más actividad en operaciones de F&A: como indica (Kalwarski, 2009) se ven inequívocas señales de vida en las F&A a nivel mundial o (Mauboussin, 2010) que afirma que puede que estemos ante el comienzo de

una sexta ola de F&A, argumentando que si tomamos la historia como pauta, la actividad en F&A tiende a seguir la bolsa con un pequeño decalaje, el rebote a la baja del mercado de valores en Marzo 2009, combinado con una mejora de las condiciones del mercado de crédito, marcan el caldo de cultivo para un resurgimiento de la actividad en las operaciones de F&A.

(Alexandridis, Mavrovitis & Travlos, 2012) hablan de la sexta ola de operaciones, que enmarcan desde el 2003 hasta fin del 2007 y la atribuyen a la disponibilidad de liquidez abundante, en línea con la explicación neoclásica de las olas.

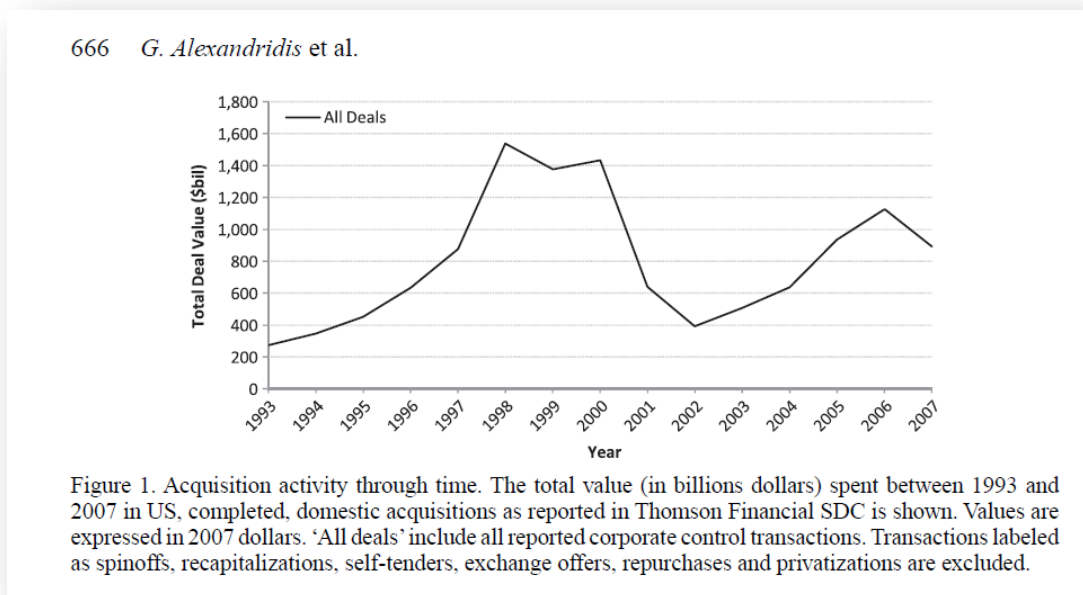


Ilustración 25 Sexta ola de F&As (Alexandridis et al. 2012)

Según estos autores, dicha ola se caracteriza por primas menores relacionadas con menos exceso de optimismo y por tanto decisiones de adquisición más prudentes y racionales, aunque sin embargo el resultado de estas operaciones fue, según su valoración, de destrucción de valor al menos en la misma medida que las operaciones acometidas en los 90s, hecho que los autores atribuyen a la mayor disponibilidad de efectivo y al menor optimismo de los inversores.

670 G. Alexandridis et al.

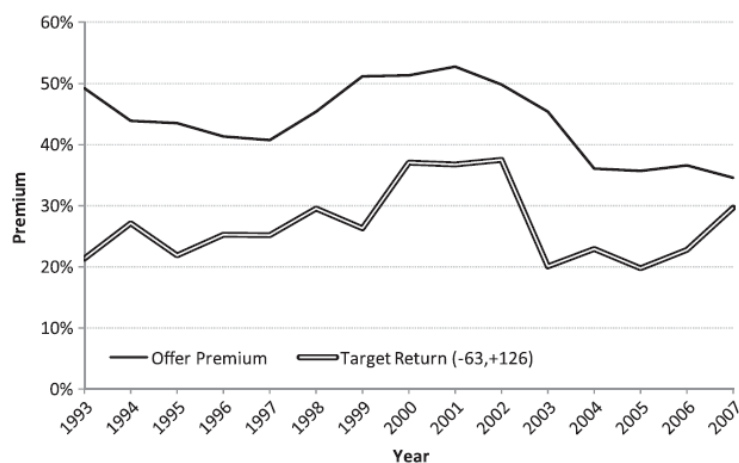


Figure 2. Acquisition premiums through time. Average premium paid in domestic, public acquisitions between 1993 and 2007. The sample of acquisitions meets the criteria described in Table 1. Premium is the offer price over the target's share price 4 weeks prior to the acquisition announcement multiplied by 100 and is reported for observations between zero and 200. Target return (-63, 126) is the market-adjusted target return for a period (-63, 126) around the announcement day.

Ilustración 26 Evolución de las primas (Alexandridis et al. 2012)

6.5 OPERACIONES SUCESIVAS

Son varios los autores que modelizan la sucesión de operaciones dentro de las propias olas:

En contra de lo que se hace en los modelos de análisis de F&A, que simplemente comparan las situaciones pre y post operación, (Fumagalli & Vasconcelos, 2009) instrumentan un modelo que trabaja las dinámicas del proceso de fusión: el **proceso de formación de una secuencia de operaciones que considera que una fusión puede ser el detonante de otras**, lo que permite la formación de las olas de fusiones. Identifican las condiciones para el equilibrio de operaciones sucesivas que redunden en una estructura de mercado socialmente óptima. Estos autores introducen el papel de las autoridades antimonopolio, a cuya aprobación están sujetas las operaciones, en las F&A secuenciales: el equilibrio de la estructura de mercado depende del nivel de coste de la transacción y de si hay políticas antimonopolio activas. **Cuando las F&A tienen lugar en equilibrio tienen lugar en olas, que incluyen al menos una operación internacional.** No hay operaciones cuando el coste de transacción es lo suficientemente bajo, lo que contradice la creencia general de que la liberalización induce olas de fusiones internacionales.

Mientras la mayoría de los estudios valoran el impacto de las operaciones en factores económicos, asumiendo que el impacto es independiente en cada adquisición, (Zhu, 2010) se plantea las **operaciones internacionales sucesivas**, en particular **la interrelación de los impactos de operaciones secuenciales**. Lo que le permite testar algunos factores irracionales que podrían provocar reacciones del mercado a anuncios de adquisición, como

el sentimiento de los inversores sobre adquisiciones previas que se reflejen en su reacción a adquisiciones subsiguientes. Además le permite examinar la consistencia en decisiones tácticas, como la elección del método de pago en cada adquisición, así como factores tácticos que pueden tener impacto significativo en los resultados de la operación. En su modelo Zhu testa tres hipótesis (sentimiento del inversor, calidad del management y pagos en efectivo repetitivos) para explicar las causas de los resultados persistentes en las M&A cross-border. Mostrando que las empresas adquirentes tienden a usar repetidamente:

- El mismo métodos de pago en varias F&A cross-border secuenciales. La repetición del método de pago puede causar persistentes retornos de las acciones en los secuenciales anuncios de adquisición.
- No encuentra que la empresa adquirente con mejores resultados operativos muestre tendencias más fuertes de forma consistente en los resultados de la acción.
- Un mercado de F&A cross-border más activo se traduce en más consistentes retornos de anuncios persistentes para las adquisiciones secuenciales, lo que da soporte a la hipótesis de sentimiento del inversor, que es más fuerte cuando la adquirente tiene un mayor riesgo idiosincrático.

Otros estudios examinan las F&A secuenciales en mercados domésticos. Rosen (2006) y Croci & Petmezas (2009) documentan persistentes anuncios de resultados en F&A domésticas en USA, y encuentran que los resultados de la adquirente (*cumulative abnormal return CAR*) durante el anuncio de adquisición están positivamente correlacionados con sus retornos en el anuncio en adquisiciones previas. Antoniou et al. (2008) encontró resultados similares en el mercado de F&A en UK.

Aunque todos los estudios documentan el patrón en la secuencia de operaciones, no aclaran las causas de la correlación en el retorno de los anuncios de operaciones. **Rosen (2006)** explica la correlación positiva usando el efecto de sentimiento del inversor (*investor sentiment effect*): sugiere que los inversores pueden sobrestimar los valores de las sinergias de las adquisiciones actuales debido a una visión optimista de la última adquisición u otros inversores en el mercado. De la misma forma experiencias de adquisición no exitosas pueden incitar a una visión pesimista de la adquisición actual y reducir el valor de mercado de esta transacción. Por tanto **el sentimiento de los inversores por experiencias pasadas puede provocar una correlación de resultados en los anuncios de adquisición. Rosen (2006)** argumenta que el Mercado puede eventualmente corregir el efecto de sentimiento del inversor y muestra una inversión de los resultados del anuncio de la empresa adquirente en el largo plazo.

En la misma línea (Zhang & Hu, 2009) afirma que **incertidumbre en operaciones anteriores lleva a una infravaloración de las sinergias en operaciones sucesivas**. Incluso si las sinergias son negativas en las anteriores operaciones, habrá secuencia de operaciones. El

timing óptimo para operaciones secuenciales será adelantado con sinergias crecientes y mejora en poder de mercado del adquirente.

Croci & Petmezas (2009) explican la correlación positiva en los resultados del anuncio de fusión por el **efecto de calidad del management, argumentando que *skillful managers* acumulan experiencia a lo largo de series de adquisiciones**, algunos tienen experiencia en identificar buenos targets y la capacidad de reestructuración de las target para conseguir una integración exitosa. Estos argumentos pueden aplicarse en adquisiciones cross-border, en que adquisiciones internacionales previas pueden facilitar oportunidades de aprendizaje útiles a los managers para acumular conocimiento sobre el mercado internacional, el riesgo de la expansión en el extranjero y la gestión de recursos cross-border. Un aprendizaje activo de la empresa puede conseguir rápidamente ventaja competitiva en el establecimiento de la base de conocimiento sobre el mercado local y la experiencia en la identificación de buenos targets y realizar una exitosa integración. Por tanto **el éxito o fracaso de adquisiciones sucesivas es altamente dependiente del aprendizaje de adquisiciones previas y de la calidad del equipo gestor de la empresa adquirente** (Aktas et al., 2009). Bajo un equipo gestor de calidad, la empresa adquirente puede ser capaz de acometer con éxito adquisiciones en serie y crear valor para sus accionistas con continuas sinergias.

7 ANÁLISIS DE LAS ENTREVISTAS

Una vez cubierta la revisión de la literatura sobre F&A, sus motivaciones y factores de éxito o fracaso, pasamos al análisis de las entrevistas a directivos en las claves de lo recogido en la literatura.

7.1 OBJETO

En la primera parte de este documento se ha realizado una recopilación bibliográfica de las diferentes problemáticas que rodean a las operaciones de F&A. Los problemas han sido clasificados según se trate de problemas hard o soft.

A efectos de contrastar las ideas que se recogen en la bibliografía con la situación vivida en España en el periodo 1994 a 2014 se han realizado un conjunto de entrevistas en profundidad a directivos implicados en operaciones de F&A y en las que, además de empresas Españolas intervienen multinacionales o capital riesgo, así como procesos de integración de filiales Españolas de operaciones entre multinacionales.

La extensión del tema y su complejidad sobrepasan al objeto de este trabajo. El propósito del presente documento es contrastar si los factores de éxito y fracaso descritos en la literatura se pueden identificar en algunas de las operaciones realizadas en España y si se identifica algún factor nuevo o algún matiz en los factores ya enumerados. Por último se intentarán identificar pautas o buenas prácticas para reducir en lo posible el impacto de alguno de los factores en las operaciones de F&A.

El análisis de las causas de éxito y fracaso se analiza tanto desde la perspectiva de los directivos de empresas adquiridas, que han permanecido en ellas tras la operación, han salido como consecuencia de ella, o las han abandonado con posterioridad, como de los directivos de empresas adquirentes, que en algunos casos también salieron como consecuencia de la operación que describen. De hecho en muchos casos los directivos entrevistados han estado en varias de estas situaciones en las diversas operaciones en que han participado. Las entrevistas a directivos en perspectivas opuestas permiten analizar las razones de éxito o fracaso de las operaciones con más riqueza.

7.2 METODOLOGÍA

Tal como se recoge en epígrafes anteriores, las entrevistas a directivos involucrados en primera persona en operaciones de F&A es considerado uno de los métodos cualitativos aceptados para la evaluación del nivel de éxito o fracaso de las operaciones, en el sentido de recoger a través de su vivencia su percepción de los resultados. En esta línea está la tesis referencia de este trabajo. En el mismo sentido este trabajo trata de, siguiendo las mismas pautas, recoger a través de dichas entrevistas, no solo la valoración de éxito o fracaso de las operaciones en que han participado, sino también de los factores que ellos consideran determinantes de dicho éxito o fracaso.

Análisis de las entrevistas

Es por ello que se ha optado por la realización de entrevistas en profundidad como trabajo de campo para obtener el material de análisis.

En la tabla 0-1 Listado de operaciones, se recoge el perfil de los entrevistados y las operaciones en que han participado. En general corresponde a un alto directivo, miembro del comité de dirección de la empresa adquirente o de la adquirida en el momento en que la operación tiene lugar. Se trata de perfiles con larga experiencia profesional y una edad, en el momento de la operación, que oscila entre los 40 y 52 años, y que en la mayoría de los casos ha participado en más de una F&A. En cada entrevista se recogen las experiencias de cada directivo en todas las operaciones en que ha tomado parte.

Las entrevistas en profundidad se han realizado siguiendo una pauta semiestructurada. Las entrevistas fueron grabadas y después transcritas para poder ser analizadas mediante la aplicación NVivo10. Para mantener el contenido y el ritmo de la entrevista lo más real posible, se han transcrito las pausas, silencios, risas,...

Al inicio de la entrevista solo se indicaba al entrevistado que se le requería que relatase su experiencia en las operaciones de F&A en las que había participado. De este modo identificamos los temas que surgen de forma espontánea y que para él / ella son un recuerdo relevante. Posteriormente se reconduce la entrevista, sugiriendo los temas que no han surgido de forma espontánea, pero de los cuales nos interesa la experiencia del entrevistado. En todo momento se pretende que el entrevistado se exprese de forma natural y estructure y priorice los temas según su criterio que es, en definitiva, lo que nos va a permitir ver la relevancia y el impacto de cada tema en el resultado del proceso de F&A desde el punto de vista del entrevistado.

Los temas que se consideraron relevantes para este estudio y que por tanto se sugerían si no surgían de forma espontánea en el relato del entrevistado fueron los siguientes:

- Los factores que consideran determinantes para el éxito o fracaso de cada operación en que ha participado.
- Los aspectos positivos y negativos de la operación, de forma que, a través de la verbalización de los recuerdos, salen a la luz las recriminaciones que se hace a la empresa adquirida y a la adquirente. Al preguntar por lo que podría haberse hecho mejor el entrevistado plantea su punto de vista desde una visión personalizada.
- La comunicación durante el proceso.
- El rol de la confianza durante el proceso de integración.
- La ruptura del contrato psicológico.
- La relación con los ejecutivos de la otra empresa.
- El proceso de reorganización.
- Los motivos que le llevaron a permanecer en la organización o a abandonarla.
- Los motivos que según su opinión dieron pie a la operación.

El planteamiento de la entrevista sin embargo se estructuró de forma que el entrevistado tuviese en todo momento la sensación de participar en una conversación bastante informal

y sin un guión previo. En muchas ocasiones prácticamente no fue necesario formular preguntas ya que el propio entrevistado abordaba por si solo un tema tras otro, de forma espontánea, con un enfoque personal y siempre relatado en primera persona.

Análisis de las entrevistas

Entrevista do	Operación	Organización a la que pertenece el entrevistado en el momento de la operación: comprador / vendedor	Cargo que desempeña el entrevistado en el momento de la operación	Tipo de operación	Tamaño relativo de la empresa del entrevistado
1	1	comprador	Director de Marketing	Diversificación	Menor
	2	vendedor	Director de Marketing	Horizontal	Mayor
	3	comprador	Director Comercial	Horizontal	Similar
	4	vendedor	Director Comercial	Horizontal	Menor
2	5	vendedor	Director Financiero	Horizontal	Menor
3	6	vendedor	Director de Operaciones	Horizontal	Similar
	7	vendedor	Director de Operaciones	Horizontal	Menor
	8	vendedor	Director de Operaciones	Horizontal	Mayor
	9	comprador	Director Comercial	Horizontal	Menor
4	10	comprador	Director General	Horizontal	Menor
	11	vendedor	Director General	Diversificación	Similar
	12	vendedor	Director General	Horizontal	Mayor
	13	comprador	Director General	Horizontal	Menor
	14	comprador	Director General	Horizontal	Menor
5	15	vendedor	Director General	Horizontal	Mayor
	16	vendedor	Director Financiero	Horizontal	Menor
6	17	comprador	Director Financiero	Horizontal	Menor
	18	comprador	Director Financiero	Horizontal	Similar
	19	comprador	Director Financiero	Horizontal	Similar
	20	vendedor	Director Financiero	Diversificación	Mayor
7	21	comprador	Director de Marketing	Horizontal	Menor
	22	vendedor	Director Comercial	Horizontal	Similar
	23	vendedor	Director Comercial	Horizontal	Menor
8	24	comprador	Director Financiero	Horizontal	Menor
9	25	vendedor	Director General	Horizontal	Menor
	26	comprador	Director General	Horizontal	Menor
	27	vendedor	Director General	Horizontal	Similar
	28	vendedor	Director General	Horizontal	Mayor
10	29	vendedor	Director Financiero	Horizontal	Menor
	30	vendedor	Director General	Horizontal	Menor
	31	vendedor	Director Financiero	Horizontal	Similar
11	32	comprador	Director de Marketing	Horizontal	Similar
	33	vendedor	Director de Marketing	Horizontal	Mayor
12	34	comprador	Director Financiero	Horizontal	Menor
	35	vendedor	Director Financiero	Horizontal	Similar
13	36	comprador	Director General	Horizontal	Menor
	37	comprador	Director General	Horizontal	Similar
	38	comprador	Director General	Horizontal	Similar
	39	comprador	Director General	Horizontal	Similar
14	40	comprador	Director de RRHH	Horizontal	Similar
15	41	comprador	Director Comercial	Horizontal	Menor
	42	vendedor	Director Comercial	Horizontal	Menor
16	43	comprador	Director Legal	Horizontal	Menor
	44	comprador	Director Legal	Horizontal	Menor
	45	comprador	Director Legal	Horizontal	Menor
17	46	comprador	Director Financiero	Horizontal	Menor
	47	comprador	Director Financiero	Horizontal	Menor
	48	comprador	Director Financiero	Horizontal	Similar
18	49	vendedor	Director Comercial	Horizontal	Similar
	50	comprador	Director de Marketing	Horizontal	Menor
	51	vendedor	Director de Marketing	Horizontal	Similar
	52	vendedor	Director de Marketing	Horizontal	Similar
19	53	comprador	Director Comercial	Diversificación	Menor
	54	comprador	Director Comercial	Horizontal	Menor

Tabla 1 Listado de operaciones

La mayoría de los entrevistados han participado en más de una operación de F&A. Durante la entrevista han referido sus experiencias de una forma concreta a cada una de las operaciones aunque en algún momento y basándose en sus múltiples experiencias han expresado su opinión de forma general. Para recoger lo más rigurosamente posible estas referencias, hemos incluido una operación denominada "General". En ella hemos enumerado las referencias del entrevistado expresadas de una forma genérica basadas en su experiencia personal fruto de su participación en más de una operación.

Una vez transcritas las entrevistas fueron cargadas en la aplicación NVivo 10 para ser analizadas. Esta aplicación está específicamente diseñada para el análisis de entrevistas en profundidad.

Se ha optado por el análisis conocido como *top-down*. La razón que llevó a esta elección es que las entrevistas se realizaron después del análisis de la literatura lo que nos permitía disponer de una idea previa de los factores a analizar. También se pretende contrastar como encajan las referencias de los entrevistados con los factores identificados en la literatura los cuales nos marcan el punto de partida.

En NVivo 10 cada nodo representa una agrupación donde clasificar las referencias. Cada referencia puede estar clasificada en más de un nodo.

En la tabla 2 se enumeran los nodos que representan los factores hard y soft utilizados para el análisis así como la frecuencia de su aparición.

A los factores se les asocian dos valores: Recursos, que indica en cuantas entrevistas se refleja y Frecuencia, que es el número total de veces que el factor es referido. De esta forma se pone de manifiesto la importancia general del factor, para mostrar su recurrencia en varias entrevistas.

Análisis de las entrevistas

Preadquisición		Entrevistas en que se menciona	número de referencias
HARD	Elección de los asesores preadquisición	6	22
	Motivo de la compra	9	17
	Planificación estratégica	9	14
	Rigurosidad del estudio previo	10	35
	Sinergias mal estimadas durante el proceso de compra	3	3
	Velocidad de la negociación	5	9
	Porcentaje de participación comprado	4	5
	Tamaño relativo	6	7
Postadquisición		Entrevistas en que se menciona	número de referencias
HARD	Velocidad de integración	13	24
	Sinergias durante la integración	7	15
	Plan estratégico de la nueva compañía	6	15
SOFT	Comunicación	13	21
	Problemas relacionados con los equipos directivos	18	84
	Incertidumbre personal	18	56
	Ambigüedad	8	15
	Mecanismo de selección de las personas que quedan	6	18
	Prepotencia	4	7
	Problemas culturales	16	53
	Movilidad	6	13
	Experiencia	8	11
	Director de integración	7	10
	No perder el foco del negocio	7	10
Contrato psicológico	5	6	

Tabla 2 Listado de códigos y número de citas

En el análisis de los resultados se hace una primera valoración del conjunto de factores de éxito o fracaso de las operaciones de F&A. En segundo lugar se pasa a analizar más en profundidad los factores más relevantes indicados por los entrevistados. Por último se examina si hay algún tipo de relación entre los diferentes factores de tal modo que se puedan esquematizar buenas prácticas a la hora de afrontar una F&A.

Cabe resaltar que en el texto que sigue se hace referencia a las citas recogidas de las diferentes entrevistas con la siguiente anotación [12-17], lo que significa que la cita está extraída de la entrevista número 12 y es la cita número 17.

En el Anexo I figuran cada una de las citas agrupadas por entrevista de la que proceden y en el Anexo II las transcripciones literales de las entrevistas realizadas.

7.2.1 MUESTRA

En términos de la muestra, ésta incluye directivos que han participado en operaciones de distintos sectores y tamaños.

Entendida la muestra como el **colectivo de entrevistados**, ésta incluye directivos que han participado en varias operaciones, lo que les faculta para tener opinión fundada sobre más de un caso y ayuda a poner en perspectiva sus conclusiones, no solo sobre el éxito o fracaso de cada operación, sino de los factores a los que atribuye tal éxito o fracaso.

En términos de la composición del colectivo, estos provienen de una variedad de sectores (industrial, energía, servicios, farmacéutico, telefonía, funeraria, distribución, minorista, etc) y distintos tipos y tamaños de empresas (multinacionales, grupos de inversión y locales de distintos tamaños). El perfil de los directivos es también variado en términos de su rol funcional, combinando directores generales, financieros, de operaciones, etc.

Se han buscado directivos que hayan estado de facto implicados en el proceso en primera persona, tanto miembros de la organización adquirente como de la adquirida, partícipes en operaciones de distinta complejidad y distintos niveles de éxito (percibido por ellos). El propósito que subyace a esta selección es evitar ceñir la muestra al tipo de operaciones habitualmente más documentadas, sino abarcar el más variado colectivo posible.

Visto desde el punto del **número de operaciones valoradas** en las entrevistas realizadas, si tomásemos a dichos entrevistados como informantes, las operaciones son también diversas, mostrando distintos sectores y tamaños. A este respecto hemos observado, al trabajando sobre las entrevistas, que los problemas y factores identificados no necesariamente son específicos de una industria, negocio o sector, sino que podrían considerarse transversales.

En términos del número de entrevistas realizadas, tratándose de un estudio cualitativo, no se ha pretendido la representatividad estadística de las respuestas, entendiendo que la recopilación de nuevos datos no supone necesariamente arrojar más luz sobre el tema objeto de la investigación (Mason, 2010). Este autor entre otros refiere el hecho de la saturación⁵, como principio a seguir en la selección de la muestra para estudios cualitativos, si bien es un concepto controvertido por otros autores, admiten que en ocasiones el problema de desarrollar una conclusión no es tanto la falta de datos sino su exceso.

De hecho (Guest et al., 2006) reconoce literalmente que “la saturación es la clave de un trabajo cualitativo excelente, pero al mismo tiempo no hay pautas publicadas o pruebas de idoneidad para estimar el tamaño de la muestra necesario para alcanzar la saturación”, si bien matizan que dichas conclusiones son ciertas siempre que no se apliquen a técnicas de entrevistas altamente exploratorias y no estructuradas. Estos autores citan a Romney, Batchelder y Weller y su consideración de que “muestras pequeñas pueden ser más que suficientes para proporcionar información completa y precisa dentro de un determinado contexto y cultura, siempre y cuando los participantes posean un cierto grado de experiencia sobre el dominio de la investigación”, considerando pequeñas muestras de cuatro a seis individuos. Concluyen que para estudios con un alto nivel de homogeneidad en la población “una muestra de seis entrevistas puede ser suficiente para permitir el desarrollo de temas significativos e interpretaciones útiles”. En definitiva concluyen que

⁵ Saturación es definida por (Guest et al., 2006) como el punto en la recogida y análisis de datos en que nueva información produce poco o ningún cambio en el libro de códigos.

Análisis de las entrevistas

son necesarias muestras más amplias si el objetivo es la identificación de variaciones entre distintos grupos o correlación entre variables, aunque en general, cuando el objetivo es entender las percepciones y experiencias comunes entre grupos de individuos relativamente homogéneos, doce entrevistas deberían ser suficientes.

No obstante, entre las sugerencias encontradas para el tamaño adecuado de la muestra, en función del tipo de estudio (Mason, 2010), citan a (Guest et al. 2006), cuando indican que 15 es la mínima muestra aceptable en general para toda investigación cualitativa, por ser a partir de la entrevista décimo segunda y solo visible a partir de la décimo sexta, cuando la saturación es palpable.

Otros papers más recientes tratan de dar respuesta directa a la cuestión de cuantas entrevistas son necesarias en este tipo de investigaciones cualitativas, como el de National Centre for Research Methods Review Paper, recogiendo toda una serie de recomendaciones de distintos autores al respecto, concluyendo que es función de cada investigación y de cuestiones epistemológicas, pero no hay una respuesta única.

Figure 1: Data saturation pattern in qualitative research

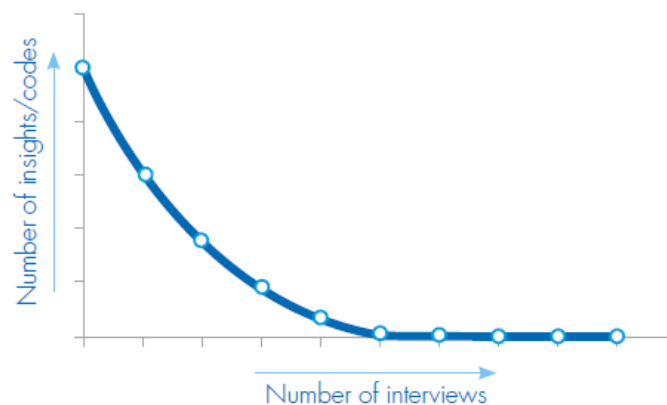


Ilustración 27 data saturation pattern in qualitative research – White paper Research by Design, 2013

Y en el White paper de Qualitative Market Research (Research by Design, 2013): When Enough is Enough, van mas allá indicando que la saturación solo puede conocerse a posteriori, una vez las entrevistas cualitativas se han realizado y analizado y lo plantea en base a la consideración de factores tales como el ámbito de la investigación y las características de la audiencia objetivo y audiencia objetivo de la investigación, resumiendo las distintas opciones en la siguiente tabla:

Table 1: Recommended sample size to achieve data saturation in qualitative interviews

No.	Expert(S)	Key Qualifiers
1+	Back (2012)	• Research scope/type of inquiry
1+	Becker (2012)	• Research scope, eg: one case is enough to establish something is possible
1+	Denzin (2012)	• Research scope/type of inquiry
1–100	Passerini (2012)	• Research scope/phenomenon under investigation
1–260	Brannen (2012)	• Target audience characteristics, eg: sample of one sufficient if case is unique and not comparable to others • Expertise of participants • Research scope (case study vs complex longitudinal)
4–5	Romney, Weller, & Batchelder (1986)	• Participants having high level of knowledge and expertise in relation to topic of inquiry
6–12	Guest, Bunce & Johnson (2006)	• Narrow research scope • Homogenous target audience
6–70	Miller (2012)	• Project resources • Research scope/nature of inquiry
12–60	Adler & Adler (2012)	• Number of discernible subgroups in target audience • Project resources
15	Baker & Edwards (2012)	• Participants 'information rich' in relation to topic of inquiry
20–30	Griffin & Hauser (1993)	• Homogenous target audience/segment • Assumes approximately 90% of needs identified
20–30	Curry, Nembhard & Bradley (2009)	• Research scope • Participants 'information rich' in relation to topic of inquiry
20–40	Warren (2002)	• Scope of research project • Characteristics of target audiences
30	M. Mason (2010)	• Based on the mean sample of a meta-analysis of 560 post graduate research studies

Ilustración 28 - recommended sample size to achieve data saturation in qualitative interviews – White paper Research by Design, 2013

Y concluyen que en función de la limitación del alcance, la homogeneidad de la población, la familiaridad del investigador y los participantes, la limitación de recursos y las expectativas de la audiencia de la investigación, el número de entrevistas puede ser menor.

7.3 HIPÓTESIS

Las hipótesis planteadas se enmarcan en la confirmación de los resultados del trabajo de referencia, publicado por el Dr. Santiago Simón, que analizaba los factores de éxito o fracaso de las operaciones de F&A que tuvieron lugar en España en un periodo anterior. En este sentido se formulan las siguientes hipótesis:

- **Hipótesis I:** la post adquisición es la etapa crítica determinante del éxito o fracaso de las operaciones. Lo que en el trabajo de referencia se formulaba como: “las operaciones de F&A se estropean en la fase de post adquisición e integración, las fases previas de la operación pueden estar bastante bien ejecutadas, pero una integración deficiente resulta fatal para el éxito o fracaso de la operación”.
- **Hipótesis II:** la comunicación relevante es la relacionada con el futuro de las personas. Lo que en el trabajo de referencia se formulaba como: “la mala

Análisis de las entrevistas

comunicación suele ser el error más letal, mala comunicación y no falta de comunicación (...) el problema radica en que se dicen muchas cosas, se proporciona mucha información pero no se comunica aquello que los empleados de la empresa adquirida quieren saber”

- **Hipótesis III:** Los aspectos relacionados con las personas son determinantes del éxito de la operación. Lo que en el trabajo de referencia se formulaba como: “los aspectos soft, aunque difícilmente cuantificables, acaban siendo los responsables del resultado de la operación”
- **Hipótesis IV:** Caso de contar con aprendizaje de operaciones anteriores, ¿éstos son útiles para el éxito de la operación? Lo que en el trabajo de referencias se formulaba como: “no existen dos fusiones iguales, por muy amplia que sea la experiencia del directivo en operaciones de F&A, una nueva operación es, por definición, distinta de todas las anteriores (...) Cada caso es diferente y debe analizarse como único (...), la aplicación de recetas preconcebidas constituye un error inadmisibles en nuestros días”.

7.4 ANÁLISIS DE LAS ENTREVISTAS

7.4.1 CONSIDERACIONES GENERALES

Una primera agrupación de factores de éxito o fracaso se puede realizar en base a en qué fase de la operación se producen. Así podemos diferenciar factores previos a la adquisición, que van desde el momento que se identifica la necesidad de compra o fusión, hasta el momento de la firma del acuerdo y factores que influyen desde el momento de la firma en adelante o post adquisición.

En segundo lugar y coincidiendo con las conclusiones de la revisión de la literatura, se identifican una serie de factores que vamos a clasificar como *Hard* y cuya característica en común es que son susceptibles de ser medidos o al menos de intentar serlo. Por el contrario encontramos una serie de factores que presentan cierta dificultad para ser cuantificados y que en general están más bien asociados a la condición humana y que denominaremos *Soft*. En algunos casos la clasificación en estos grupos no es nítida.

7.5 FACTORES PRE-ADQUISICIÓN

7.5.1 FACTORES PRE-ADQUISICIÓN HARD

7.5.1.1 MOTIVO DE LA COMPRA

En primer lugar hemos de indicar que muchas de las operaciones relacionadas en este estudio son operaciones entre multinacionales decididas desde la matriz, fuera de España, y que los directivos entrevistados pertenecen a las filiales españolas de esas multinacionales. Esto supone que los motivos de la compra y los objetivos estratégicos

perseguidos con las mismas quedan, en muchos casos, lejos del ámbito de influencia de los entrevistados.

Sin embargo son profesionales que conocen bien su sector y la situación de las empresas para las que trabajan dentro del mercado internacional y en muchas ocasiones no ven claras las razones que llevan a la dirección internacional de su organización a iniciar los procesos de F&A en los que se ven inmersos. A su entender en muchas ocasiones temas de *overcommitment*, *hubris*, problemas de agencia y decisiones políticas han prevalecido sobre los criterios estrictamente estratégicos y de rentabilidad del negocio.

“En aquel momento había mucha presión para comprar algo en Rumanía, era un país que crecía a un 13-15% y donde nuestros principales competidores, como era AAA y BBB, tenían presencia y CCC, que era el tercer player, no tenía nada; y entonces era como el “vamos a empezar a comprar en Rumanía para después ir comprando en otros países de Europa del Este””. “Y entonces había una compañía a la venta, que era una compañía local, rumana, con marcas de chocolate y algunas de caramelos locales, que cuando le hicimos el primer análisis yo dije “ni se os ocurra comprar esto”, porque es que no le veo... o sea, sinergias cero, marcas 100% locales, market shares que caen, las fábricas no tienen muy buena pinta,... pero el tema fue “No, no, no. Ve y míratelo con buenos ojos porque queremos entrar en Europa del Este...” Y claro, pues vamos a mirarlo con buenos ojos.”[4-24]

“El presidente solo se dedicaba a adquisiciones, que era lo que le gustaba y lo que había pactado con la matriz americana, que él el día a día no lo llevaba,... Entonces, el comercial y yo, lo lidiábamos, y claro,... era muy complicado, porque el presidente para adquirir a éste, le decía de todo y se comprometía a muchas cosas que luego no se cumplían.”[6-13]

Y cuestionados sobre si consideran que la operación fue un éxito:

“Probablemente a nivel Macro,.. Sí, a nivel España,..., visto de,... es que yo creo que estas fusiones y compras,.. Al final,, mi visión personal,.. es que son operaciones de maquillaje de números que no tienen rentabilidad en el futuro...” [7-19]

“Y en base a lo que tú persigas cuando quieres comprar algo y lo que te pidan por ello y lo que te cueste..., está el éxito..., pero si son decisiones de... quiero coger volumen..., quiero coger tal,... pues posiblemente llegues a un gigantismo en la corporación que pierdas el rumbo de que es lo que quieres conseguir.”[17-8]

“Pero bueno,... había una intención muy grande de comprar esos..., sí o sí a cualquier precio, entonces al final yo ya empecé también a retirarme”. [19-23]

En algunos casos la motivación de la compra se atribuye al *hubris* de algún alto mando

“¿Por qué compra esto?... porque nosotros en Francia tenemos un negocio muy importante de producción de proteína vegetal y porque además XXXX que es la empresa matriz de YYYY también cree en el tema de proteína vegetal, entonces se compra esta empresa. ¿por qué se compra esta empresa?...mi opinión personal es que es una huida hacia delante del director general, para conseguir crecer de alguna manera,...” [7-18]

“Yo creo que no. Al final ves que todas las grandes corporaciones estas,... las dirigen no más de 5 o 6 personas como mucho y no siempre bien avenidas, es una cuestión de liderazgo., ¿quién lidera qué?. Y si es idea de donde quiero llevar la compañía que ya tengo a otra compañía, es compartida o no; educadamente pueden decir que es compartida, si no,... pero luego, resulta que no es compartida y a ese nivel están jugando a la contra. Y eso se nota en las compañías. (...) Lo que ocurre es que cuando estás en una,... en una racha positiva y de crecimiento fuerte en la compañía y en la economía mundial,... se nota menos; pero al final,... al final resulta que cuando esos factores de la economía no sean los que en ese momento son, se va a notar mucho más.” [17-6]

7.5.1.2 RIGUROSIDAD DEL ESTUDIO PREVIO

Dada la complejidad de los procesos de F&A, tanto en la pre como en la post adquisición, los estudios previos a la operación pueden ser determinantes a la hora de concluir con éxito el proceso y es uno de los factores identificados por los entrevistados a la hora de valorar el éxito o fracaso de las operaciones. Hay consenso entre los entrevistados en torno al hecho de que, antes de acometer un proyecto que puede ser tan decisivo para el futuro de la compañía, es necesario poner todos los medios necesario para obtener la mayor información posible y de este modo tomar las decisiones con el mayor soporte posible.

“por lo que yo sé, XXXX durante más de un año y medio, estuvo haciendo investigación y trabajo acerca de la compañía. Entonces cuando nos compraron ya lo sabían prácticamente todo de nosotros, eso es lo que yo me di cuenta... incluso un año antes de la compra una persona de XXXX Iberia ya nos había contactado para ir a comer, y para hacerme preguntas y tal... entonces ellos ya llevaban tiempo investigando y preparándose para la adquisición. Ellos realmente la prepararon bien; habían trabajado con AT Kerney y llevaban un año y medio preparándola, ellos ya estaban preparados para el precio que deberían pagar, y lo pagaron.” [4-10]

Como indican algunos entrevistados la falta de diligencia en esta etapa acarrea problemas que a posteriori tienen difícil solución, si bien también señalan la dificultad que tiene conocer la situación real de la compañía que se pretende comprar.

“Yo creo que XXXX,... no sé quién hizo las due diligences y como las revisó porque ahí salen,... como tú sabes,.... Pues en eso estás más YYYY... y nosotros

estamos más secundario... a no ser que queramos tomar uno más primario... eso no,... pero en principio es YYYY, quien,... son ellos quien dirigen la transacción y yo creo que no se hizo muy mal.” [3-8]

En esta entrevista se refiere a compras de un grupo inversor, que acomete las operaciones con poca *due diligence* y la gestión final de los ajustes de precio se gestionan localmente tras la adquisición.

En general los entrevistados manifiestan que el vendedor espera obtener el máximo precio por su empresa y por tanto hará lo posible, y en ocasiones lo imposible, por aparentar el máximo valor.

“Bueno, aquí voy a ser más iluso que otra cosa, yo creo que la limpieza en las transacciones es fundamental,... o sea,... es,... yo sé y sabemos, que hay gente que vende o que lo que quiere es esconder y vender,... un 600 como si fuese un Ferrari, pero desde el punto de vista del comprador,... el conseguir el máximo de información en cantidad y calidad y tiempo,... es fundamental.” [3-15]

“Por el hecho de que era participada y aunque no lo vi en el pliego de condiciones, nos daba la gestión, pero luego la realidad era que el ayuntamiento, que era el accionista que tenía el 51%, se resistía como gato panza arriba. Luego además, era una funeraria, que por tamaño más o menos, pues era como la mitad del grupo, pero tenía todo lo bueno y todo lo malo de una gran empresa, a nivel de personal, complicadísimo, porque venían con unos convenios y unas historias laborales tremendas” [6-1]

“pero efectivamente, le engañaron porque ni valía lo que valía ni la cuenta de resultados era lo que era, ni el retorno de la inversión que ellos iban a alcanzar era en el periodo que ellos esperaban, ni nada de nada, porque bueno. O sea, en los tres casos, el vendedor ha engañado” [12-1]

En el caso de operaciones internacionales la dificultad se incrementa al tener que tener en cuenta las legislaciones de diferentes países y problemas como las regulaciones sobre la competencia que pueden afectar a empresas locales. En este caso el entrevistado hace referencia a adquisiciones en Latinoamérica en que, al no conocer en detalle el mercado local no se identificaron en un principio posibles problemas hasta que fueron un hecho.

“Con esto pasó un poco igual, cuando tienes 60 cosas donde te pueden estar metiendo un gazapo, pues lo descubres en la 61. Pero en España, más o menos, tienes más claro temas laborales, de garantías, de responsabilidad,... estás a lo que estás en un país que conoces menos, y claro, te cuesta más,... información a la que debes prestar atención,... e ir un poquito más allá, que es lo que siempre hay que hacer e intentar hacer” [3-14]

Análisis de las entrevistas

En varias entrevistas se alude a la pérdida de negocio que tiene lugar de forma sistemática el primer año tras la adquisición y que dista de las cifras manejadas durante la evaluación para la compra.

“Bueno, pues,... se puso mucho foco en cuidar la base de Clientes,... pues,... como XXXX, el primer año, perdió más allá de un seis o siete por ciento del negocio que tenía, porque había parte del negocio que no era verdad y había,... estaba creando unas cuentas dummy, porque no había un CIF que hubiera que presentar de esos cuarenta y un millones que decían,... no eran cuarenta y uno,... eran treinta y cinco o treinta y seis,... que eran pues,... la pérdida de un seis o siete por ciento de un negocio, además muy vinculado a distintos propietarios que ha tenido,... pues no me parece mal” [3-13]

7.5.1.3 ELECCIÓN DE LOS ASESORES

En términos expresados por los propios entrevistados la complejidad de un proceso de F&A rebasa los conocimientos propios de los directivos de una empresa. Es por tanto muy importante contar con el asesoramiento externo adecuado para afrontar estos procesos.

“Normalmente la experiencia te viene inducida, la contratas desde fuera... es decir... tipo Consultora. Más que experiencia, lo que te aportan son... es decir: el procedimiento, la norma, la formación para hacer aquello... pero la experiencia después la tienes que ir adquiriendo y es muy difícil que las personas pertenecientes a la misma empresa, tengan experiencia de varias fusiones, y entonces es difícil.” [14-1]

Además, aunque en alguna ocasión se disponga de profesionales que dominan estos temas, no debemos olvidar que salvo que estén expresamente dedicados a la operación, estas personas desempeñan otras funciones en el día a día de la empresa y no suelen disponer ni de tiempo ni de recursos suficientes para realizar las dos tareas simultáneamente. Así que, aunque dirijan la operación, hay que dotarles de recursos externos para hacer frente al reto.

“Hoy en día ya existe metodología suficiente como para poder integrar activos, contratos, derechos, obligaciones,... o sea, toda esa parte nominalmente mercantil, bla bla bla... hoy existen protocolos sobre cómo hacer... Tú llamas a un Consultor, que te da una metodología, una metodología de integración y...” [10-3]

“Luego también está el aspecto de la participación de asesores o no... ¿no?, a mí me gusta trabajar con asesores, con especialistas,... me gusta, porque da muchísima más profundidad,... muchísima más calidad y al final te da valor añadido a tu operación, sin duda,... qué duda cabe,... que tiene un coste,... pero bueno,...”[8-7]

“programar muy bien el trabajo y ejecutarlo de modo excelente... y contar con especialistas,... si los tienes en la casa con la disponibilidad adecuada,... porque si los tienes pero no tienes la disponibilidad adecuada, esto es fantasía,... es decir,... tú no puedes poner a las personas que están trabajando de ocho a ocho en sus proyectos diarios,... y luego decir,... luego por la noche de nueve a doce de la noche...” [8-12]

“si tienes el personal experto y disponible,... perfecto,... sí no es experto o no está disponible entonces tienes que reclutarlo,... o tienes que alquilarlo,... o tienes que proveerlo como sea,... pero, tienes que contar con él... y si no, te vas a llevar sorpresas,... te vas a llevar chascos y a posteriori te van a costar dinero y no lo vas a poder explicar,... y aquí los directores financieros o los responsables económicos, pues tienen una gran responsabilidad,... yo creo que más que nadie,... porque luego al CEO le preguntarán o al director comercial le preguntarán,... pero él dirá,... hombre, yo como CEO, pues la verdad yo no he verificado los inventarios de stock,... ni he verificado el de la maquinaria,... o de los vehículos en el parque ...” [8-13]

Entre las citas de los entrevistados encontramos operaciones en las que los mismos asesores han ayudado en la fase de pre y en la de post adquisición, mientras que en otros casos los asesores han sido distintos. Pero también se recoge en las entrevistas que son los propios directivos de la empresa los que tienen que ver la parte del negocio.

“y siempre encontrabas cosas que podías haber dicho “no reviso...” pero como tampoco, yo no me fío... porque además tú le das el enfoque, hay veces que los abogados no tienen la sensibilidad que puedes tener tú a la parte del negocio, dices “no, es que esto no es así, o sea, que lo estáis poniendo de una manera que así no es en realidad” [16-6]

“Se contrató a gente de fuera, pero sin experiencia ni en el sector, ni en la compañía ni nada, que entonces,... que luego al año y medio o dos años se nota” [19-7]

“Luego,... yo,... aquí hay de todo,... me refiero,... a nivel de modelos, por suerte,... te voy a decir, la primera la hicimos muy internamente y entonces nos salió bien porque al final es el industrial el que analiza,.. define,... y compra; la segunda nos metimos muy en manos de consultores,... consultores,... abogados y auditores, pese a lo que sea el abogado auditor no es una persona de negocio, no es... entonces nos hemos gastado más tiempo y dinero en definir si,... era bueno” [19-22]

En lo que sí parecen coincidir es que en la fase de pre adquisición los asesores especializados en temas mercantiles, contractuales, fiscales y financieros son imprescindibles para afrontar una operación medianamente compleja con garantías de éxito. La complejidad en legislación y la cantidad de documentación que es necesario

preparar implican unos conocimientos y un esfuerzo que difícilmente encaja con el trabajo diario de los equipos de una organización.

Mientras que manifiestan que en el proceso de post adquisición se buscan asesores con conocimientos más específicos como marketing, ventas, operaciones... ya que son necesarios para orientar el nuevo proyecto y declaran que en esta fase se suelen buscar asesores que complementen a los equipos de la organización para no perder el foco en el negocio. En base a las entrevistas no parece haber un criterio unánime en cuanto a la importancia de estos asesores en el éxito o fracaso de la integración. Los directivos entrevistados tienen conocimiento de sus sectores respectivos y suelen tener una visión bastante clara de cómo debería estructurarse la nueva organización, con lo cual suelen buscar apoyos muy específicos y por tanto complejos y en los que la elección del asesor es determinante.

“Por otro lado,... integración de ventas yo estoy contento de cómo fue,... o sea,... lo único que falló fue que se contrató a una consultoría,... a MMM, para hacer la integración de los clientes y,... fue un fiasco gigantesco” [7-1]

“Director General de Marketing en el nuevo grupo de dos marcas,... cual es,..., como segmentamos esto,... como estructuramos,... donde vamos a invertir,... ¿no?,... bueno, y contacté con un consultor externo,... etc., para hacer una categorización,... de lo que,... ya no me acuerdo,... marcas prioritarias, prioritarias,... secundarias,... tal,... con unos criterios claros de cómo gestionarnos,... de que nivel de inversión poner,... de qué., palancas manejar,..., para tan pronto,... tenía ya nombrado el nuevo equipo de marketing,... trabajar con mucho foco en eso,...” [11-10]

En los casos de empresas familiares es más difícil que terminen recurriendo a asesores para las operaciones:

“que esté muy convencido que el asesor que coge, si no está profesionalizado,... que es muy importante que tenga un asesor,... pero que ese asesor tenga la doble variable,... la cuantitativa de análisis y de dar información pero también la cualitativa para saber manejar el proceso,... eso es fundamental y... y... invertir aunque cueste caro en eso, es muy importante,...” [13-14]

7.5.1.4 PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA

Al tomar la decisión de entrar en un proceso de F&A los entrevistados asumen que la operación tiene unos objetivos y, aunque no esté definido en detalle, porque quizás falte alguna información, si se cuenta con una idea bastante clara de a dónde se quiere llegar al final del proceso.

“¿Y cuál dirías que fue la clave del éxito? Si hay una general o algunas específicas para alguna operación...”

Pues yo creo... primero que el objetivo era claro y era bueno. No era un objetivo incorrecto, era un objetivo claro y bueno, que reunía todos los requisitos, es decir, tenía valor organizativo, valor de la propia empresa y tenía un claro beneficio económico. Y las personas también le daban una entidad a la compañía, eso sí que les hacía sentirse mucho más seguros, participar de un cuerpo con una entidad que les daba seguridad, les daba proyección de futuro importante.” [14-4]

“Y cuando iban a salir ciento y pico personas, solamente se trasladaban a Madrid 10. Se iban a quedar allí algunas personas, Marketing y Ventas de momento, justo cuando estábamos acabando el proceso de integración, el SAP y tal, se anunció -que de esto sólo nos enteramos cuatro- que XXXX, a nivel mundial, compraba a YYYY, pero hay que desintegrar, porque en Francia, que es donde está la matriz, donde está el grupo gordísimo, como en Francia los Sindicatos son absolutamente inflexibles, no podemos integrar hasta que pasen 3 años desde la compra. Con lo cual, todo lo que habíamos hecho, el trabajo, el esfuerzo,... todo a la mierda” [16-4]

Sorprende ver como los entrevistados atestiguan la cantidad de ocasiones que el modelo futuro no es que no esté claro, sino que algunos parámetros importantes quedan a merced de la improvisación durante el proceso de integración.

“Y te dedicabas a comprar códigos de activación, o sea, personas que ya entendían que ese negocio no iba a dar más de sí y decían que no les interesaba mantener el negocio de la telefonía móvil, estamos hablando del año 98 eh!, o sea, una especie de gilipollez para empezar,... para decir que el negocio de la telefonía móvil en el año 98 ya estaba acabado, bueno había gente....” [15-10]

“Lo que se piensa es que cuando uno va a comprar algo,... tiene que tener,... tiene que tener, digamos, la mayoría de lo que compras no sea una superposición de lo que tú tienes,... porque sería una tontería” [17-4]

“Se olvidó un asunto muy importante, cuando una empresa es de un salesman,... el motor de atrás es él,... el que tiene la idea,... el que lo lleva, el que tiene la claridad de la visión; entonces,... eso lo rechazas (...) O no lo utilizas,... o usas gente que has contratado tres días antes, para decir que tiene un director de regulador, o lo que sea y.... no ha visto su mesa de despacho todavía,... entonces,... eh., afrontas muchos riesgos (...) Muchos riesgos y pocos beneficios potenciales” [19-4]

7.5.1.5 SINERGIAS MAL ESTIMADAS DURANTE EL PROCESO DE COMPRA

Las sinergias estimadas son determinantes del precio pagado en la operación y una mala estimación puede ser determinante del éxito o fracaso de la misma, contando con el hecho de que al determinar las sinergias el comprador solo dispone de la información que ha

estado a su disposición para el cálculo, mientras que el vendedor cuenta con toda la información, lo que le habilita para conseguir un mejor precio en la negociación.

Como ya se indica en el correspondiente epígrafe de la revisión de literatura, (Chatterjee, 2007) refiere el hecho de que el vendedor conoce mejor el verdadero valor de lo que vende y (Sherman, 2003) alude específicamente al hecho de un mal entendimiento sobre lo que el comprador está realmente comprando y lo que el vendedor está realmente vendiendo.

Este factor incide en el proceso en dos momentos diferentes. En primer lugar a la hora de fijar el precio de la operación y en segundo lugar en el momento de la integración, cuando dichas sinergias se tienen que materializar.

La estimación de las sinergias que se van a obtener de la unión de dos compañías depende de la situación de ambas y de la situación del mercado. La no consecución de las sinergias estimadas durante el proceso de compra es uno de los factores a que los entrevistados atribuyen el fracaso de las operaciones, refiriendo a la pre adquisición el poco realismo de las estimaciones realizadas durante el proceso de estudio de la operación y la aparición de factores ocultos o difíciles de prever durante la pre adquisición.

De hecho los entrevistados son conscientes de que las sinergias son el resultado de una combinación única entre target y adquirente, como por otro lado ya expone la literatura (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001):

“Entonces las sinergias es uno de los,..., es uno de los factores, a mi modo,... en mi experiencia,... más decisivos, ¿no? Porque las sinergias ya no dependen solo de la compañía target,... si no que dependen también de la compañía que actúa,... es decir,... según tus características,... tus recursos,... tus activos,... tus... eh,... empleados, colaboradores expertise, etc. Tú puedes tener unas sinergias u otras con la compañía target,... y serán diferentes que si hubiera otra combinación diferente con otra compañía.” [8-26]

Así como del hecho de que no se consiguen por la mera adición, sino que requieren ser desarrolladas y de un periodo de tiempo (Chatterjee, 2007):

“Es muy importante planear eso..., y vale,... de acuerdo,... se pueden plantear,... y buscar,... y dar una segunda ronda para buscar sinergias adicionales porque no llegamos,... porque no nos sale el número,... pero de nuevo tenemos que ser rigurosos,... tenemos que plantear las sinergias realistas, que nuestra experiencia nos demuestre que se pueden alcanzar” [8-26 continuación]

En cuanto a la mala estimación de las sinergias algunos entrevistados señalan que es un factor muy utilizado para justificar un precio superior al de mercado por una compañía y que es la forma de cerrar una operación en casos de problemas de agencia o de *Overcommitment*.

“Y luego están las sinergias reales,... las ejecutadas,... que mi experiencia es que están muy,... muy lejos de las planeadas,... y aún no,... no, no diciendo con esto que sea un fracaso rotundo la operación,... pero bueno,... se plantean o se presupuestan..., se prometen diez,... y luego a menudo se realizan menos de cinco,.... Es decir,... La ejecución no está a la altura de las sinergias planeadas, casi nunca,... yo diría casi nunca, y no lo... vamos,... no lo entiendo,... no sé,... parece que quisiéramos hacer la operación a toda costa,... No sé,... yo creo que es importante destacar que el éxito de una operación no consiste en hacerla sí o sí, en hacerla solo sí,... las condiciones son adecuadas y el precio alcanzado es razonable,...” [8-8]

Una compañía muy rentable, eficiente y con alto potencial de crecimiento es una candidata interesante a ser comprada, en estos casos los entrevistados indican que el obtener sinergias en este tipo de operaciones resulta complicado.

“Estos nueve se me convierten en veinte,... entonces,... con esta idea se vende la moto..., “sinergia ,... ya verás tú,... los vendedores venderán un montón...,y tal y cual,... ”¿qué nos encontramos?,... claro,... como tú cuando vas a hablar con la empresa que estás comprando,.... los otros te dan información limitada,... al final resulta que te dan,... tú te montas una película y luego cuando la has comprado ves que no puede ser..., ¿por qué no puede ser?... porque existen acuerdos con distribuidores que no puedes romper,... porque el producto no es fácil de manejar como tú te habías imaginado,... porque hay cosas que no son así como ellos te,... o sea,... que hay cosas que no son reproducibles exactamente...” [7-22]



Ilustración 29 Sinergias mal estimadas

7.5.1.6 VELOCIDAD DE LA NEGOCIACIÓN VS. PROBLEMAS DE AGENCIA

En general los entrevistados destacan que las negociaciones largas no suelen conducir a una operación de éxito. Su experiencia les ha mostrado que, cuanto más se dilata la fase

Análisis de las entrevistas

previa de un proceso de F&A, más difícil es tomar la decisión de que el proceso no es adecuado para la compañía y parar la negociación. Es como si los negociadores pensarán que detrás de tanto tiempo y esfuerzo se debe alcanzar necesariamente un acuerdo.

“se cerró en 15 días, o sea que... también era,... había un principio de confianza,... principio de confianza, con lo cual... y lo que pasa que luego llegábamos allí y nos encontrábamos que claro... vamos,... era... cartón piedra total,... pero vamos... cartón piedra o sea, que esto era un bienvenido Mr. Marshall con todas las de la ley. Una situación lamentable... y tenía gente muy buena y de hecho, mucha de la gente que ha sobrevivido al... el financiero ahora se mueve en... entre las sociedades de BBB, a ver, que es gente muy potente y claro,... lo que pasa es que tenían un desconocimiento muy profundo de lo que es el día a día del negocio. Entonces, las operaciones normalmente se..., depende, cuando son muy rápidas pues se mantiene muy bien la confidencialidad, se mantiene muy bien todo, o sea,... lo malo es cuando las operaciones se alargan al...” [15-2]

Otra situación que refieren es que en negociaciones largas el vendedor va ajustando, de forma ficticia, la empresa a las necesidades del comprador y éste acaba pagando un sobreprecio, así como casos en que en las negociaciones largas el vendedor esté jugando a varias bandas para así poder obtener un mejor precio por su empresa.

“Luego mucha política, mucha... muy debido a la longitud del proceso. Para mí el aprendizaje de ahí es que hay que hacerlo directo, concienciarse,... ir directo al grano, cerrarlo y ya está,... y si no levantarse de la mesa y dejarlo” [19-28]

También indican que en procesos largos es más fácil entrar en temas políticos.

7.5.1.7 PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN COMPRADO

En la mayoría de las operaciones estudiadas el grado de integración es del 100% o un control claro de uno de los participantes sobre el otro. Solo en una de las operaciones el control fue parcial y en este caso este hecho provocó una situación conflictiva. Se describe como más complicado intentar implementar un nuevo proyecto cuando no se tiene el control total de la situación.

“Por el hecho de que era participada y aunque no lo vi en el pliego de condiciones, nos daba la gestión, pero luego la realidad era que el ayuntamiento, que era el accionista que tenía el 51%, se resistía como gato panza arriba.(...) Luego además, era una funeraria, que por tamaño más o menos, pues era como la mitad del grupo, pero tenía todo lo bueno y todo lo malo de una gran empresa, a nivel de personal..., complicadísimo, porque venían con unos convenios y unas historias laborales tremendas” [6-1]

Al comprar la totalidad hay mayor sensación de grupo.

“creo que también fue un factor de éxito que se comprara la totalidad de las acciones, porque eso también como parte de los accionistas de esa empresa que había comprado,... primero supuso un éxito,.., de haber podido sacar una plusvalía de cómo se estableció la primera empresa,... de cómo se vendió después,... y segundo que era que,... hacía que se identificara más a la gente que componía esa empresa, para,... no sé... para formar un proyecto conjunto,... de manera que cuando PRA entraba con todo , sobre todo con la metodología”
[2-8]

El hecho de no llegar a un acuerdo en estas situaciones es interpretado por los entrevistados como prepotencia por parte de alguno de los participantes, si bien una negociación permanente supone un gran desgaste y una gran pérdida de tiempo y recursos para la organización.

“Y vamos, empiezas a discutir la filosofía a nivel de todo el mundo y ya estamos fastidiados, porque todo... ya nada es una referencia. La referencia solamente es buscar cada uno las salidas que se hacen en su beneficio. Yo creo que es cuando se deja de ser un equipo... Cuando tú marcas... es decir... las señas de identidad... sean las que sean... la gente se puede sumar a ello... se puede sentir... integrante del equipo... o no integrante. Pero el equipo funcionará...”
[14-3]

7.5.1.8 TAMAÑO RELATIVO DE LAS EMPRESAS

El tamaño relativo de las compañías no parece valorado por los entrevistados como un factor muy determinante en cuanto al éxito o fracaso de los procesos de F&A, pero lo que si destacan es que el tamaño puede influir en la forma en que se toman algunas decisiones y que termina repercutiendo en el proceso.

“Eso es muy importante,... pues yo diría que la... la relación entre el tamaño del que compra y el tamaño del que vende,... no es decisiva a la hora de plantear,... de programar,... de ejecutar la operación,.. y en cambio..., mi experiencia es que sí,... que hay un poquito de..., de sesgo a que cuando la compañía que se compra es muy pequeña,... es decir,... bueno,... si es que esta compañía es más pequeña que nuestra delegación de Levante; pues bueno,... eso significa que podemos ser muy flexibles en el precio , que podemos ser muy flexibles en el procedimiento,... en la... y que podemos ser muy flexibles en todo, en la contratación,... entonces eso da lugar a... vale, si..., todo es relativo en esta vida,... yo cuando era auditor,... teníamos el concepto de materialidad y si estábamos analizando una cosa que son cien,... no es lo mismo que si estamos analizando una cosa que es un millón. Si es una cosa que son cien y no lo analizas en absoluto y está todo mal..., pues el error posible es de cien,... si se trata de un activo,... ahora bien,.. si se trata de un pasivo, el error posible no

tiene por qué ser cien,... puede ser cien,... o puede ser menos mil,... o puede ser menos un millón,..” [8-25]

Como se desprende de su discurso, durante la pre adquisición no se han de tomar a la ligera los estudios previos porque la compañía sea menor. Una compañía relativamente pequeña puede esconder grandes problemas financieros que terminen, no solo no aportando, sino destruyendo valor del conjunto. Los entrevistados también destacan que, durante la post adquisición, el hecho de ser pequeños no significa que no sepan hacer las cosas de forma excelente y que la prepotencia del grande que se come al pequeños hace que en muchas ocasiones se pierda mucho conocimiento por no escuchar y aprender del comprado por muy pequeño que sea.

“Hoy en día, cualquier compañía puede tener un activo más grande o menos grande y un pasivo más grande o menos grande incluso fuera de libros.(...) Entonces,... un mínimo análisis es requerido, y yo diría que si la operación tiene cierta importancia,... un mínimo no,... Un máximo y con todo sigilo y con todo rigor y usando especialistas con el tiempo disponible y con una presión de... pero adecuada,... no absurda, que nos lleve a cometer errores... o ya otras cosas peores,... negligencias directas” [8-5]

“Para que sea exitosa no es determinante el tamaño,... lo determinante es que el pez grande no se crea que es el que sabe,... y no deje que el pez pequeño muestre a su vez lo que él sabe,... y eso tiene mucho que ver con el enfoque con el que se apunta la fusión y el liderazgo que imprime el General Manager,... en este caso yo, que es al que le ha tocado, ¿no?” [11-2]

También se refieren algunos casos en los que empresas pequeñas han comprado empresas de mayor tamaño con una organización y una cultura muy potente y durante el proceso de integración son las empresas compradas las que imponen su cultura y su forma de hacer.

“Regulatorio,... era mucho más potente el de..., en realidad era mucho más potente el de XXX que YYYY, y eso era lo difícil,... como el comprado iba a mandar sobre el comprador,... repetidor de lo de ZZZ y XXX,... el comprado,... acaba mandando sobre el comprador,... es curioso,... es una situación curiosa, (...) El tamaño relativo desde el nivel macro igual tiene sentido,... pero a nivel micro, ninguno.” [7-2]

Quizás la parte más sencilla en la integración de una empresa pequeña en una grande es la que en el resto de procesos da más problemas. Al integrar un equipo pequeño de personas en una organización más grande es más sencillo encontrar sitio para todos.

“La otra parte que vino también como aperitivo fue la compra de veterinaria que era una compañía en ese caso, y la integración, pues no presentó ningún problema ya,... ninguno ya,... con la colaboración que nos encontramos en la

otra parte y porque dentro del volumen de XXX, pues, fue digamos un impacto que era... como un aperitivo” [17-16]

En definitiva en base a lo que se recoge de la experiencia expresada de los entrevistados, el tamaño importa pero no debe condicionar el proceso, para tomar los aprendizajes en ambos sentidos.

7.5.2 FACTORES PRE-ADQUISICIÓN SOFT

Los problemas de agencia han sido asimilados a la velocidad de la negociación en un epígrafe anterior y los de *Overcommitment* se han abordado como parte de otros epígrafes anteriores asociados a factores pre adquisición. Si bien es cierto que al tratarse la mayoría de los entrevistados de directivos locales de multinacionales en muchos casos están lejos de los decisores de la central y no tienen mucha visibilidad de este efecto, más allá de su percepción asociándolo a otros factores que si identifican en primera persona y que están descritos a lo largo de estos epígrafes.

7.6 FACTORES POST ADQUISICIÓN

Los factores identificados coinciden básicamente con los identificados en el trabajo del Dr. D. Santiago Simón, aunque con distinto nivel de importancia, por lo que en ocasiones figuran agrupados en este documento y en distinto orden respondiendo a su frecuencia de aparición en las entrevistas.

7.6.1 FACTORES POST ADQUISICIÓN HARD

7.6.1.1 VELOCIDAD DE LA INTEGRACIÓN

En las entrevistas a la hora de hablar de la velocidad de integración se hace referencia a dos conceptos diferentes: La integración de los equipos y la de los sistemas y procesos productivos.

“Falta un año más para poner esta compañía en orden, que ahora justo hará un año, el 15 de Julio hará un año que estoy aquí, y estamos haciendo muchos cambios... bueno, aquí lo primero que hicimos fue esto, yo entré en Julio, y el 8 de Septiembre ya había cambiado un 30% del equipo directivo, y a final de año ya había cambiado un 65%... 7 de 12 somos, 7 son nuevos. Aquí sí que no perdí el tiempo... aquí no puedo perder el tiempo de tener segundas líneas que no sean las que quiera o que estén comprometidas, aquí fui muy rápido, muy rápido; cuando no es una multinacional vas más rápido, no? Tienes que convencer sólo a uno y ya está. Y esto fue una buena experiencia de interés: 60% de primeras líneas nueva, 30% de segundas líneas nueva, en 11 meses, y cambiando... en eso estamos, buscando el crecimiento perdido. Ya estamos creciendo, ya; llevamos 2 meses de crecimiento...” [4-5]

“Cosas claves que han sido,... es definir muy bien la estrategia y la rapidez con que implementes las cosas” [13-27]

Los entrevistados coinciden en resaltar que la integración de los equipos debe ser lo más rápida posible. Se debe identificar que personas deben ocupar cada responsabilidad y con cuales no se cuenta en la futura organización de forma inmediata e indicar a cada uno cual va a ser su situación futura. Tampoco se debe perder tiempo en el caso de que en los primeros meses de proceso se detecte que una de las posiciones no se ha cubierto de forma adecuada. De forma mayoritaria expresan que cuando los equipos se definen inmediatamente, las personas se centran en el nuevo objetivo disminuyendo el proceso de sufrimiento de los que se quedan. La situación de los que no permanecen en la organización no mejora por dilatarla en el tiempo, es más, coinciden en indicar que empeora al alargar el sufrimiento.

“También una de las cosas que aprendí., es que tiene que ser rápido,...Siempre decía,... o es muy lento que es casi que no te das cuenta ... eh,...o tiene que ser rápido,... porque es doloroso,... y tú no puedes tener a la gente tanto tiempo ahí,...” [9-8]

“pero un error que cometimos fue, que a la gente que nombramos y una vez que conocimos a todo el colectivo,... que vimos que no funcionaba bien,... Yo creo que tardamos demasiado tiempo en..., o,... despedirlos o recolocarlos,... por un prurito de..., dar tiempo a la gente... que me parece bien,... pero también por un cierto componente político de,...”oye, a ver si va a pasar que ahora de repente despedimos a siete ex XXX o y aquí parece que hemos roto esto ¿no?” [11-8]

Todos coinciden en que la integración no es un proceso propio de la organización así que por sí mismo no produce valor sino que consume recursos, descentra a los equipos de los objetivos y por tanto suele producirse una pérdida de ingresos y de cuota de mercado. Es por tanto necesario centrar a los equipos, lo antes posible, en los nuevos objetivos del negocio.

En cuanto a la integración de los sistemas, comercialización, marketing, clientes, procesos productivos, los entrevistados coinciden en que la velocidad de integración de estos procesos puede llevar distintos ritmos, pero en cualquier caso indican que el hecho de tener los equipos definidos acelera este proceso y que estos procesos se deben acelerar lo máximo posible, ya que distraen recursos del objetivo principal que es el negocio y retrasa la obtención de los beneficios y la consecución de las sinergias.

“... toda la parte comercial,... toda la parte de marketing,... toda la parte de operación,... toda la parte productiva,... es una compañía de fabricación,... eh,... mi experiencia es que... no es urgente y toma tiempo... y probablemente hay que dejarle que lo tome...” [8-19]

“algo de lo que te pasa en las fusiones es que... entre que haces la estrategia,... el equipo se motiva y te enteras y no te enteras,... pasa año y medio... y la compañía lo paga,... en ese año y medio,... te han sacado los..., te han robado los puntos de tu market share..., y lo que tú quieras,... ¿no?, de manera que es muy importante tener ayuda estratégica y poner al equipo pronto a funcionar en empezar a ejecutar esa estrategia para no perder ritmo en el mercado,... posición en el mercado,...” [11-11]

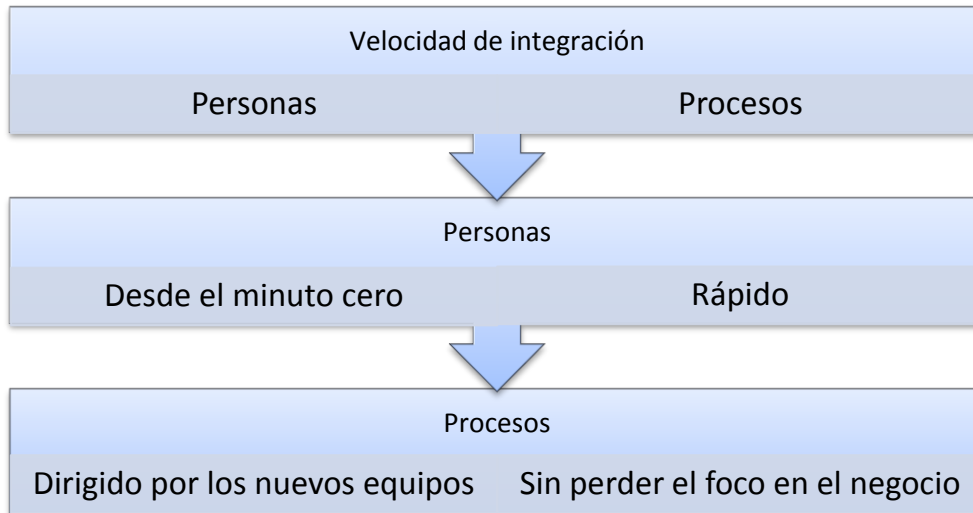


Ilustración 30 Velocidad de integración

En cualquier caso la velocidad de integración tiene que estar orientada a no perder posición en el mercado. Además de la falta de foco en este tema la competencia estará atenta a aprovechar esta oportunidad y, como ponen de manifiesto los entrevistados, la cuota que se pierde es muy difícil de recuperar.

7.6.1.2 CONSECUCIÓN DE SINERGIAS DURANTE LA INTEGRACIÓN

Una de las razones de fracaso que relatan los entrevistados en los procesos de F&A es la no consecución de las sinergias estimadas. Aparte de una mala estimación de las mismas durante el proceso de pre adquisición, que se describe en un epígrafe anterior, la falta de proyectos concretos y de seguimiento objetivo de las sinergias que se deben conseguir implica que los ahorros, que se estimaban fundamentales para la viabilidad del negocio combinado, no se alcancen.

“al final resulta que te dan,... tú te montas una película y luego cuando la has comprado ves que no puede ser... ¿por qué no puede ser?,... porque existen acuerdos con distribuidores que no puedes romper,... porque el producto no es fácil de manejar como tú te habías imaginado,... porque hay cosas que no son así como ellos te,... o sea,... que hay cosas que no son reproducibles exactamente...” [7-22]

Otra de las razones indicadas para no alcanzar las sinergias o llegar a ellas demasiado tarde, es que en un primer momento se pone el foco en el proceso de integración y si éste de

Análisis de las entrevistas

dilata mucho se pierde cuota de mercado y la oportunidad de implementar rápidamente los ahorros estimados.

Es un hecho que hasta que no se produce la operación y se comienza el proceso de integración las sinergias no son más que una estimación, durante el proceso de integración es cuando se han de poner en marcha los planes necesarios para su consecución. En ocasiones parece como si los adquirentes supusiesen que las sinergias se materializarían en el minuto cero del proceso de integración y que fuesen una consecuencia automática de la compra, sin ningún esfuerzo ni planificación

En este sentido una mayoría de entrevistados coinciden en indicar que durante el proceso de integración no había una métrica para valorar si las estimaciones realizadas en el proceso de pre adquisición se consiguen realmente.



Ilustración 31 No consecución de las sinergias estimadas

7.6.1.3 PLAN ESTRATÉGICO DE LA NUEVA COMPAÑÍA

En líneas generales, según se desprende de lo que manifiestan los entrevistados, se espera que cuando una compañía inicia un proceso de F&A y elige a la otra compañía tenga una idea muy clara de su planteamiento estratégico a futuro.

“Entonces,... definición de visión de la compañía del plan estratégico y comunicación,... son las dos prioridades” [13-26]

Claro,... pero la parte de comunicación y definición estratégica del nuevo proyecto conjunto es lo más importante...” [13-20]

En general todos ellos coinciden en que el plan estratégico es un factor muy importante en el proceso de integración, si bien sería deseable trazar este plan lo más detallado posible en el proceso de pre adquisición. Las dificultades que esto plantea, por la falta de información precisa, no deben impedir tener unas líneas generales que han de ser

concretadas en proyectos inmediatamente después de materializar la operación. La falta de plan estratégico conlleva que la organización pierda el foco en lo esencial, el negocio, perdiendo valor y cuota de mercado que luego cuesta mucho recuperar.

“Ya han hecho los contratos, ya han hecho la negociación, y te dejan ahí el pastel, te las apañas tú como puedas. Entender el negocio, entender qué contratos hay, la relación con los clientes, los clientes que quieren unificar plantillas, pero siempre la parte más favorable, los proveedores,... fue un caos durante un año.” [16-5]

En el caso de multinacionales se detecta un problema específico ya que el proceso de F&A responde a un planteamiento estratégico global que en muchas ocasiones entra en conflicto con aspectos locales de cada país. Se destacan problemas con legislaciones locales y problemas con la ley de la competencia debido a que en algunos países las compañías pueden haber comprado marcas locales que les proporcionan una posición de dominio local inadmisibles para los organismos de vigilancia de la competencia.

“La fusión desde el punto de vista,... planificación mundial,... puede tener sentido,... pero luego, a nivel de los países,... en Europa por ejemplo,... que hay tantas casuísticas diferentes, es muy fácil que se desborden los planes,... es decir,... lo que tiene sentido en Estados Unidos es fácil,... prácticamente fácil,... con una directiva clara, lo haces,... y por ejemplo, aplicarlo en Europa es muy complicado,... no es lo mismo lo que puedes hacer en Francia,... que lo que puedes hacer en Inglaterra o en España,... en España, dejas al equipo local, al final,... y el equipo local se encuentra con una serie de cosas que dice,... “yo no sé cómo arreglarlo” “no sé cómo manejar esta integración...” [7-23]

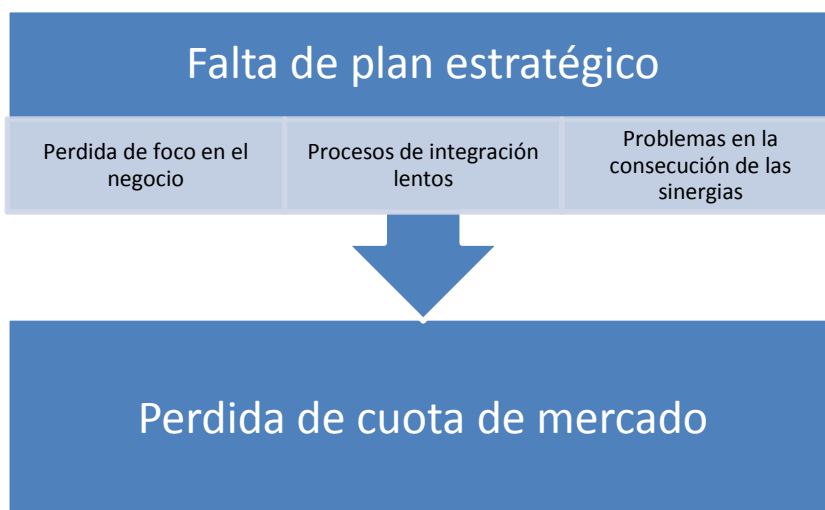


Ilustración 32 Falta de plan estratégico

7.6.2 FACTORES POST ADQUISICIÓN SOFT

Como ampliamente se recoge en la literatura y reflejamos en los epígrafes correspondientes de la primera parte de este trabajo dedicado al análisis de los factores

soft, una F&A supone un factor desestabilizante en la vida de las personas (Kiefer, (2002) y Larsson, Driver, Holmqvist & Sweet, (2005) entre otros) y una transición (Marks, 2003).

Las operaciones dependen de la percepción individual de la forma en que el proceso es manejado (Kavanagh & Ashkanasy, 2006) y la forma en que son gestionadas las F&A es determinante de sus resultados (Marks & Mirvis, 2000). De hecho los resultados de las operaciones se atribuyen a problemas relacionados con las personas (Nikandrou, Papalexandris & Bourantas, 2000), asignando no solo a los directivos, sino a los propios empleados un rol crucial en el proceso post integración (Meyer, 2008). Por otra parte, no faltan los autores que hacen referencia a las propias emociones como una expresión legítima de las experiencias individuales, que necesitan ser reconocidas y respondidas respetuosamente por el management (Marks, 2005) y todo ello sin olvidar factores relacionados con la percepción en sí misma, como la percepción de justicia en el cambio organizacional y la resistencia al cambio (Chawla & Kelloway, 2004) y la percepción de la futura organización en relación con la identidad existente (Millward & Kyriakidou, 2004).

En este sentido pasamos a recoger en los siguientes epígrafes los factores soft que se desprenden de las entrevistas.

7.6.2.1 COMUNICACIÓN

La comunicación durante los procesos de F&A es uno de los factores mas mencionados en la literatura y a su vez valorado como factor clave por todos los entrevistados, tanto en la fase de pre como en la de post adquisición.

En cuanto a **la fase de pre adquisición**, los entrevistados que han participado en esa fase indican que las negociaciones deben llevarse lo más en secreto posible. En primer lugar se trata de evitar que cunda el pánico entre el personal que trabaja en la empresa en venta, sus clientes y proveedores, ya que esta situación de incertidumbre además de afectar negativamente a las personas, puede interferir en el propio proceso de negociación e incluso afectar al precio y su negociación. En el caso de empresas cotizadas, éstas están sujetas a la normativa sobre el uso de información privilegiada de la Comisión del Mercado de Valores, por tanto están obligadas por ley a mantener este tipo de operaciones en el más absoluto secreto.

Tanto la información, como el hecho de que la propia negociación se dilate en el tiempo, pueden ocasionar la aparición de nuevos compradores que hagan más difícil la negociación y el alcanzar un precio razonable. Así mismo también se destaca en las entrevistas que el hecho de darse a conocer las operaciones de F&A durante su fase de negociación supone una gran presión sobre los negociadores a la hora de decidir si la operación debe seguir adelante o no. El hecho de no terminar uno de estos procesos con la compra de la otra empresa puede suponer una sensación de fracaso o de pérdida de tiempo y recursos. La presión del entorno puede condicionar enormemente una decisión que debe ser fría y calculada. Todos estos hechos están recogidos en la literatura y reflejados en los epígrafes correspondientes de capítulos anteriores.

Por tanto la falta de comunicación durante la fase de pre adquisición es de facto una obligación.

En el caso de pequeñas empresas sus directivos pueden llegar a tener que estar implicados en el proceso al tener que preparar información para la negociación. En el caso de multinacionales la decisión se toma a unos niveles tan altos que suele ser sorpresa incluso para los directivos nacionales o regionales, aunque a veces son involucrados en la preparación de los cuadernos de venta o *data room* en que se recoge la información que se pondrá a disposición de potenciales compradores bajo ciertas condiciones de confidencialidad para que estos participen en el proceso de oferta. En el caso de empresas familiares la decisión suele depender el propietario, más si éste sigue siendo una parte activa de la empresa.

“No,... yo creo que tampoco había un interés,... es mucho de empresa familiar, de dar pocas explicaciones...” [5-2]

Sin embargo, en el proceso de post adquisición, en base a lo recogido de las entrevistas, la comunicación es valorada como una de las piedras angulares en las operaciones de F&A. En línea con lo reflejado en la literatura en que muchos autores, entre ellos Messmer (2006) identifica la comunicación desde el principio del proceso como una estrategia para gestionar la ansiedad.

En líneas generales los entrevistados destacan que, tanto la falta de comunicación, como la comunicación inadecuada, resultan sumamente perjudiciales durante el proceso. Mencionan que, no se trata solamente de emitir mensajes con mayor o menor frecuencia por distintos canales, sino de tener un plan integral de comunicación que establezca quien, qué y cuándo tiene que ser comunicado.

“Ya todo muy pensado,... ya por recursos humanos..., como se comunica,... por email,... si es el mismo mensaje a uno que a otro, o... sí siempre es el mismo,...., mi experiencia,... porque no debemos contarle una historia a los empleados rubios y otra historia a los empleados morenos,... porque los empleados rubios comen abajo en el restaurante con los empleados morenos y vas a hacer el ridículo...” [8-18]

En este sentido de las entrevistas se extraen algunas pautas interesantes:

En el caso de empresas adquiridas se espera que la comunicación parta de los responsables de la empresa compradora. Los empleados de la empresa comprada entienden que son las personas de la empresa compradora los que tienen la información y son quienes han de transmitirla. A falta de esta iniciativa la información de los responsables de la propia compañía se agradece, pero se le da un valor testimonial o tranquilizador, porque se entiende que no tienen la suficiente información y que su situación personal no es muy distinta a la del resto de empleados.

“pero había mucha comunicación verbal,... en el caso de que lo..., por mail a todos los empleados, bueno,... para asegurarnos de que tuvieran una comunicación regular,... no dependiente del manager que decía,... que comunicaba,... si no que fuera el mismo mensaje,... independientemente de que luego con cada manager, pues cada uno lo explicaba con más detalle...¿no?, y eso nos funcionó muy bien, porque dio mucho sentido de rigor al proceso,... o de transparencia, digamos en cuanto a los requisitos que teníamos e íbamos utilizando testimoniales en los dislates de gente de las dos compañías..., los habían entrevistado para hacer ver como ellos veían que había una oportunidad.,... El que era comprado,... el que compraba,... compraba una compañía más fuerte etc. etc.” [11-7]

“Otro factor importante..., compartir los éxitos,... o sea,... hacer partícipe a la nueva empresa, de los resultados positivos que se empiezan a ver como resultado de la fusión y de la estrategia nueva, etc., lo cual retroalimenta, la motivación que has pretendido crear en todo el proceso en la gente,... hay futuro para todos,... el futuro que resulta en el nuevo grupo es mejor para todos” [11-1]

También se indica que es preferible salir a decir que no se tiene más información y que en cuanto se tenga se comunicara, que transmitir datos que no son del todo correctos, que no se van a cumplir o incluso falsos. Durante el proceso de integración, como ya se ha indicado, la sensación de inseguridad sobre su futuro que sufren las personas es fundamental, si a esta situación se añade falta de confianza por sentirse engañados la situación se vuelve incontrolable e irreversible.

Y en todo caso la confianza está detrás de toda la comunicación: es crítico que se muestre congruencia entre lo que se hace y lo que se dice (Searle & Ball, 2004) y es así percibido por todos los entrevistados de una forma más o menos explícita.

Como ya se ha repetido, la incertidumbre sobre el futuro personal es la máxima preocupación de las personas, por tanto lo que espera saber cada persona es qué va a pasar con ella en los próximos días, meses o años. Cualquier otra información sobre lo bien que va el proceso, lo grande que es la nueva compañía, las oportunidades que se abren para todos, expresado como una generalidad,... resultan superfluas, incluso incomodan, ya que parecen estar enmascarando la realidad que se les viene encima.

“entonces lo primero para poder manejar el grupo de gente que se suele ir afectado por una,... por un movimiento de estos, que ellos no han pedido, y ellos están a sus cosas y de repente se ven en una operación que en mayor o menor medida les afecta en su vida cotidiana,... pues lo primero es,... intentar saber lo que..., o averiguar, o adivinar qué es lo que están sintiendo y como se están sintiendo, para que tú puedas acomodar la comunicación a alguien que,... o sea, a alguien que esté en disposición de escucharte, porque tú puedes mandar mil

mensajes institucionales, que si no conectas con el target de la comunicación,... pues,... puedes hacer un programa en la radio que te va a dar igual.” [3-23]

“Vamos, de hecho, las últimas eran ya con videoconferencia, el presidente desde no-sé-donde habla por videoconferencia, habla en inglés con el traductor simultáneo aquí, que va diciendo lo que se dicen en estos casos: “Esto va a ser magnífico, las sinergias, patatín, patatán,...”. Y los empleados, “muy bonito, pero ¿yo me voy a ir a la calle?” [12-12]

También es importante transmitir la información en cuanto se tenga conocimiento de ella, en estos procesos los rumores corren como la pólvora y las noticias vuelan. Los empleados quieren recibir las buenas o las malas noticias de manera formal y directa y no a través de los medios de comunicación o de los corrillos de pasillo.

Además la comunicación puede ser utilizada para transmitir ilusión por el proyecto:

“puedes comunicar muchas cosas de maneras muy distintas,... pero hay que ilusionar a todo el mundo en el proyecto,... porque si no ilusionas,... la casa no la levantas ni para atrás,... es que ni para atrás,... es el mejor sistema del mundo” [15-18]

“Yo lo que hice es que montaba una conference call cada diez días con toda la fuerza de ventas. No tenía nada que decirles. Pero cogía las novedades de la “IMO Office, de la International Management Office”. Entonces, cogía y como todos los anuncios los enviaban en inglés y la gente no habla inglés, les iba interpretando lo que iba leyendo, y ahora os digo lo que yo interpreto de todo eso, pero como empleado raso, como nada más. Las leía y luego les transcribía con mis propias palabras diciendo esto es lo que pasa. Les decía al negocio consumo y a los vendedores lo que era público. Y eso les tranquilizaba, claro” [18-6]

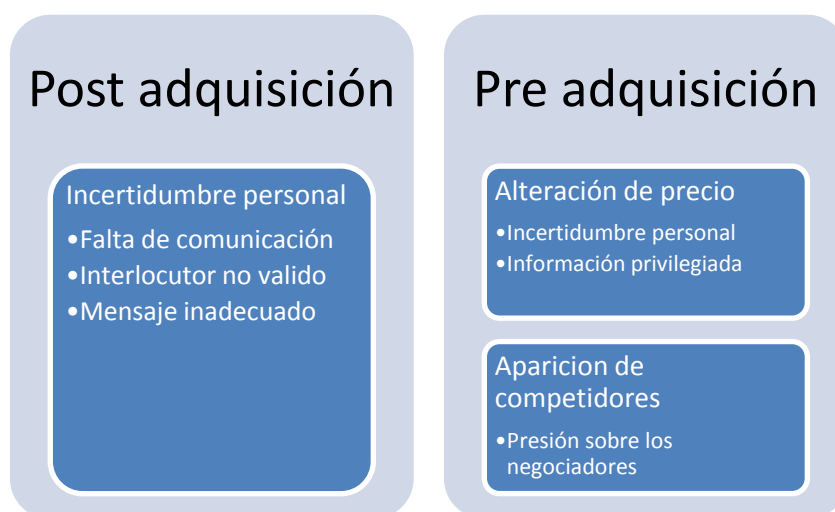


Ilustración 33 Consecuencias de la mala comunicación

Hay que tener en cuenta que parte del equipo directivo ha podido estar implicado en las negociaciones del proceso de F&A, o ha facilitado información para el proceso, y por tanto puede partir para la integración de las compañías con cierto sesgo sobre el modo de afrontar la situación.

Los equipos directivos son la fuerza de choque entre las dos organizaciones a la hora de afrontar la integración. La relación entre directivos de la adquirente y los de la adquirida, marca muchas veces el tono del proceso de integración, dejando entrever prepotencia en algunos casos:

“Yo no sé qué pasó entre XXXX y yo, pero las primeras reuniones eran muy tensas. Me acuerdo de la primera reunión, que él vino a Barcelona: “bueno, este es mi equipo de ventas, yo tengo éste malo y una vacante. ¿Los tuyos son buenos?”. Y yo le dije “¿y todos los demás míos, qué?”. Y él respondió “no los quiero, porque los míos son muy buenos”, bueno, lo que yo tengo entendido es que yo tengo que conocer a tu fuerza de ventas, tú tienes que conocer a mi fuerza de ventas, y entre los dos elegimos a los mejores; porque yo tengo a un tío muy bueno y que es más bueno que el tuyo, aunque tú creas que es más bueno... “no, no, los míos son muy buenos, además, nuestra “Company Way” y nuestra filosofía, y nuestra... además, nosotros somos JJJ, que tú en gran consumo tú no eres nadie, aunque hayas vendido 30 millones de euros y crezcas el 33% -como era en aquella época- nosotros facturamos 100 millones y no me puedes enseñar nada”. De esto había mucho en la fusión. [1-8]”

Los entrevistados coinciden en indicar que el proceso de fusión depende en un alto grado de la actitud de los equipos directivos, que se transmite rápidamente al resto de la organización. En estos momentos de incertidumbre las personas van a buscar en sus directores la información, el respaldo y el apoyo para afrontar el proceso.

“... en cuanto se cepillaron a XXXX y pusieron a YYYY, hubo una especie de corriente anti-“compañía ZZZZ” brutal, no sé quién lo generó, pero hubo una corriente brutal. Fue entonces cuando se fue a buscar un abogado, a cuenta de “esta gente no nos va a pagar...”; y luego al final se portaron de maravilla. Quizá soy de los pocos que no puede decir NADA en contra de ZZZZ porque, aparte de que a mí me trataron fenomenal, es que hicieron... lo que dijeron lo hicieron: pagaron 75 días, y tal... y la gente salió... en el fondo, pagamos un abogado para nada. Eso fue el no saber manejar... claro, YYYY lo decía, pero nadie le creía porque era “del otro lado”, entonces... y era impuesto, además era un tío que a XXXX ya se dedicó a machacarle todo lo que pudo, no? Y... en el caso de YYYY, cuando sabes más de lo que puedes decir tienes miedo a decirlo y que se te escape, entonces estaba en una actitud muy difícil. Pero yo creo que se gestionó mal en el sentido de confianza hacia la nueva empresa, ¿vale?”

También piensa que a nivel mundial no quedó nadie, a nivel mundial no quedó ningún reporte de la empresa comprada, todo fue ZZZZ.[1-4]"

Una de las principales razones por las que se acometen los procesos de F&A es la obtención de sinergias y uno de los orígenes más significativos de las mismas es la reducción de puestos de trabajo y los más caros son precisamente los de los directivos. El tema de las sinergias ya se trata en otro apartado de este documento, en este abordamos cómo la reducción de puestos directivos afecta al éxito o fracaso de los procesos.

"En términos de rotación de directivos,... siempre las que yo he vivido,... Son operaciones entre no iguales y la compañía que es adquirida, siempre los directivos,... eh,... salen de la compañía resultante, salvo el de,... negociación,... alguno o algunos de ellos,... se pacte precisamente el compromiso de permanencia una serie de años y sujeto a,... a un bono extra... y sujeto a unos resultados dados. Salvo ese caso,... las que yo he vivido,... normalmente,... incluso..., incluso, el vendedor,..., esto me lo encontré un par de veces,.. el vendedor en su proyección,... justificando su precio,... te plantea que este directivo que,... que este,... que este,... que no van a estar,... a partir del uno de enero." [8-17]

Es claro para todos los entrevistados que en la dirección de la compañía resultante va a haber redundancia de puestos, por lo que los despidos de directivos son inevitables. Pero a la hora de afrontar esta situación se plantea el problema de que ellos son los que han dirigido los equipos y se espera que ayuden durante la integración, aunque puede incluso estar claro que al finalizar el proceso van a ser despedidos. No en vano parte del conocimiento de las organizaciones está en los equipos directivos y se espera que transfieran ese valor a la nueva compañía aun a sabiendas de que no van a continuar.

"primer gran problema... ¿Qué se hace con esta estructura?,... refrán..., "El pez grande se come al chico", que no siempre se cumple así en el mundo empresarial,... pero bueno, en este caso sí. Afortunadamente se está en el pez grande, y entonces,... pues,... nos... la expresión es poco afortunada,... "nos cepillamos a toda la estructura que había en la otra..."

Pero, ¿por qué era por solapes o por qué culturalmente era muy distinto o por que venían ...?

No, culturalmente no era muy distinto, pero por solapes,... o sea, al fin y al cabo,... Es que era igual, es que había dos Directores financieros, había dos comerciales, dos presidentes, y tal y cual,... y al final , pues dices, mira "como ya lo tengo" A nivel personal fue una etapa complicada ¿por qué? ..., porque me tocó,... todavía no sé muy bien porqué, después de tantos años a mi despedir a toda la cúpula" [6-2]

“Si,... se repite,... al final es lo que pasa,... el pez grande llega,... intenta absorber toda la información que le es útil con sus criterios,... y lo que no le es útil lo descarta” [7-9]

“En cuanto a Marketing, vino una persona de Madrid y duró 6 meses, en cuanto tuvo trabajo, se volvió. O sea, que el tema Madrid-Barcelona... ya se veía” [1-13]

“Bueno. Yo en estos siempre he visto que la gente intenta que la información que no es extremadamente necesaria compartir, no la comparta. Existen factores en los empleados de decir “esto no lo digo”. Porque al final este es un tema que da valor a mi rol. Esto lo he visto siempre. Lo vimos en “compañía XXXX con persona YYYY, lo he visto aquí... lo hemos visto siempre.” [18-14]

“Yo estoy experimentando un poco eso. A mí me obsesiona transicionar bien y que los clientes no se vean impactados. Pero claro, si me dicen “vamos a poner una persona externa al lado de cada persona administrativa que tenemos aquí”. Y yo les digo quietos. ¿Cómo vas a poner a otra persona para que absorba y adquiera de otra, cuando no le has dicho que va a ser de ella?. Pero, ¿qué estáis diciendo?!” [18-10]

En ocasiones esta situación se ve agravada por el hecho de que la selección del equipo resultante no necesariamente está basada en los méritos y capacidades de las personas, sino en si procede de la empresa adquirida o la adquirente. De esta forma los directivos más cualificados acuden rápidamente al mercado de trabajo a buscar un nuevo puesto y por tanto no se centren en la continuidad del negocio ni en el proceso de integración y por tanto la organización se resiente.

“La gente, cuando hay un rumor de compra,... entonces ya la gente se larga... porque todo el mundo tiene miedo,... entonces,... lamentablemente el que vale, es el primero que se va y el que no..., no, pero ... entonces,... tienes que retener al que sea,... selectivamente” [19-11]

Se desprende del discurso de los entrevistados que no en todos los casos la transferencia del conocimiento se salvaguarda, porque el foco está en otros factores del proceso.

También destacan problemas culturales a la hora de querer formar parte del nuevo proyecto. Hay que tener en cuenta que los directivos suelen tener una forma muy personal de dirigir a los equipos y su visión de la situación debe estar acorde con la de la nueva dirección y la del resto del equipo directivo. Cuando la dirección no tiene esa química, el compromiso y la entrega no son los mismos.

“Se habían recolocado inicialmente, se dedicaron a trabajar pero no estaban a gusto... O sea,... que la rotación vino después,... pero no solamente directivos,... a todos los niveles” [5-6]

Ante esta situación, que los directivos identifican rápidamente, los entrevistados apuntan como solución una comunicación clara de las intenciones de la empresa para saber qué personas se quedan y cuáles no, que ayuda a mantener el foco en el negocio y en el proceso de integración. Un buen plan de incentivos o retención para los que van a salir, pero de los que se espera colaboración en el corto plazo, es una de las fórmulas que plantean para solventarlo.

“Se cogió a todo el equipo con toda la antigüedad que tenían,... etc., se analizó bien por áreas quien necesitábamos,... Quien no necesitábamos,... y entonces a partir de ahí,... si se firmó la operación un lunes..., el martes empezó el restructuring,... porque es muy importante que todo lo hagas,... y el jueves de hecho,... los que se quedan sepan que se quedan y los que no,... no es algo que cada lunes vamos a tener... una,... o cada viernes vamos a tener restructuring.”
[13-1]

Parece claro que para facilitar el proceso de integración es necesaria la complicitad de los equipos directivos, que de su actitud depende en gran medida la del resto de la organización, y esta complicitad no es tarea fácil debido a la incertidumbre personal que sufre cada uno de ellos. Los entrevistados indican que la solución pasa por la claridad en las comunicaciones y planes de incentivos o de retención personalizados.

“Lo primero,... A nivel máximo siempre hay quien compra y quien es comprado, eso está muy claro,... muy claro,... entonces... si tú tienes otro igual en la que es comprada, lo primero que has hecho es... a las personas críticas y más importantes que hay ahí,... para que faciliten la integración,... lo primero que has hecho es llegar a un acuerdo económico muy sólido con ellos,... vamos a llamarlo así...” [17-11]

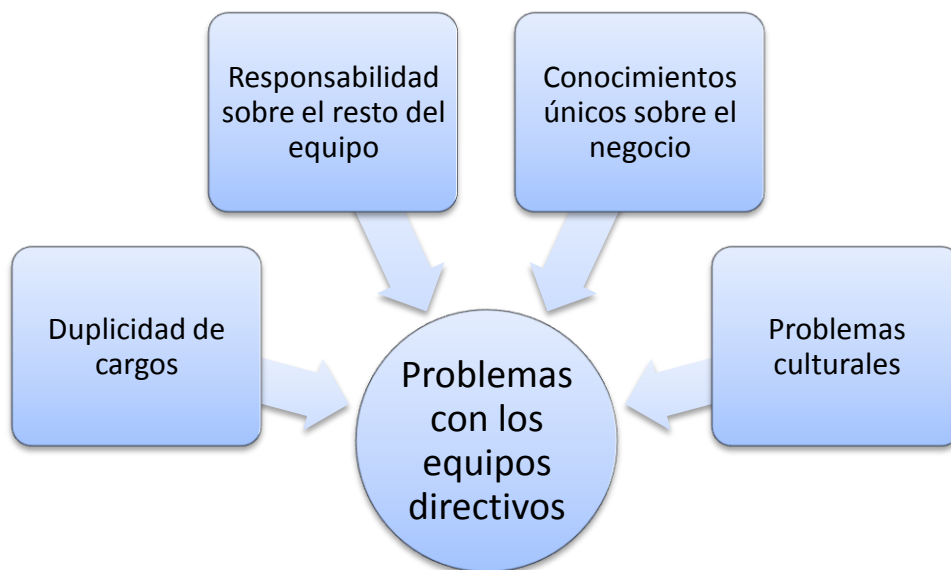


Ilustración 34 Problemática con los equipos directivos

A lo largo de las entrevistas un tema recurrente es el sufrimiento de las personas durante el proceso de F&A. Se expresan sensaciones y sentimientos experimentados por las personas, relacionados con el proceso: contrariedad, miedo, rabia, incertidumbre, pérdida.... En definitiva la incertidumbre sobre su futuro, sobre los cambios que se están produciendo y se van a producir.

Se podría intentar analizar estos sentimientos de forma individual pero en muchos casos son difíciles de diferenciar o no son determinantes los matices entre ellos. Lo relevante es que este conjunto de sensaciones es identificado por los entrevistados como uno de los factores principales de fracaso en las operaciones de F&A. En la literatura se agrupan estas sensaciones bajo el concepto de *Síndrome de la fusión* (Mark & Mirvis, 1985; Marks, 1997; Nikandrou et al., 2000; Appelbaum et al., 2000) entre otros.

“Lo peor fue el entorno que se iba desgastando,... o sea,... la gente... con la sensación de ..., buf,... me quedan dos o tres meses,... me quedan dos meses,... me queda un mes,... todavía sin saber que pasaba..., hasta que en el mes de septiembre ya se dijo que se cerraba Sant Cugat,... y cuando se dijo que se cerraba Sant Cugat,... justo unos días antes habíamos lanzado el equipo de ventas nuevo,... cuando se dijo que se cerraba Sant Cugat,... y dijo que se hablaría con todo el mundo, para ver qué pasaría con su vida,... claro,... ahí ya empezó un proceso de declive muy potente,... muy potente,... de desmoralización de los que no se podían o no se querían ir a Madrid,... de los que pensaban que no se contaría con ellos en Madrid,... pues claro,... había gente que decía,... pues me quedan,... eh, pues no sabemos,...” [7-14]

Al depender el proceso de integración de las personas, si éstas no están en sintonía con la situación el resultado final, no puede ser bueno. Como consecuencia de estos sentimientos se produce una bajada en el rendimiento y una falta de implicación ya que no se sabe por qué y para quien se trabaja.

Las personas centran su foco en su futuro profesional. En esta situación los más válidos, con mejor situación curricular y más decisión empiezan a buscar alternativas en el mercado laboral. Es evidente que la competencia no es ajena a esta situación y capta a los mejores para formar parte de sus equipos. Las personas menos cualificadas y más inseguras, con menos oportunidades, permanecen en la organización intentando buscarse un hueco.

“La gente que tiene más fácil acceso al mercado, pues si no consigues que se tranquilice se va y el activo que has comprado por x ya vale x-6, por decir algo.” [3-3]

La sensación de incertidumbre sobre el futuro tampoco ayuda a preservar el conocimiento, ya que a las personas se les plantea la disyuntiva de intentar transmitir sus conocimientos para ser apreciado en la nueva organización y así obtener un hueco en ella y la reticencia a

transmitirlos por el miedo a ser despedido en el momento que la nueva organización no les necesite más, el temor a ser engañando.

“sabes que das toda la información,... intentas que vea que eres un profesional,... y luego el siguiente momento en que ves que ellos solo te van a sacar información..., que tú como persona no les importas nada... y que al final van a despedir al noventa por ciento de la plantilla..., y por lo tanto tú ahí,... no sirves para nada,...” [7-3]

La falta de claridad sobre el futuro no solo provoca un mal rendimiento además incita a las personas a enfrentarse a la empresa y a tomarla como un enemigo. Empiezan a no dar información a organizarse con sindicatos y abogados a minar el proceso.

“Como resultado de la fusión hubo una serie de despidos,... ¿no?, no habiendo un ERE, llegamos a unas negociaciones a nivel con el comité,... pero indudablemente tienes que tratar de que el comité y los sindicatos entiendan la lógica de los despidos si los hay,... y nunca vas a conseguir que el comité apoye eso, ¿no?, pero por lo menos,... entendiendo esa lógica, no tomen una posición combativa,... contraria a eso que ,... eso crea clima laboral, etc.” [11-12]

Los directivos sufren esta situación desde dos puntos de vista: la propia situación personal y la de sus equipos. En el primer momento de la fusión son los encargados de transmitir la información a los compradores para facilitar el proceso de transición en un momento en que su futuro está también en juego. En esta situación es muy difícil mantener la atención en el negocio y ecuanimidad suficiente para aportar conocimiento al proceso. Por otro lado, tanto si son comprador como comprado, saben que tendrán que renunciar a parte de su equipo. La situación de tener que decidir de qué colaboradores prescindir, así como el hecho mismo de tener que hacerlo, es una tarea que consideran muy dura y que desgasta al equipo directivo.

“Es que es muy importante el conseguir que tu activo, que son tus personas, pues se sientan al menos partícipes de lo que les está pasando y..., informados y lo que dicen los ingleses... quites los FUD⁶ estos, quites los miedos, incertidumbres y dudas” [3-19]

“Sí, sí, si hicimos un curso y todo, pero... piensa que yo estuve como un año sabiendo que toda la gente se iba a la calle. No es fácil. Entonces, aquí la decisión era o no se dice nada y de golpe todos a la calle, o se les va diciendo poco a poco; y como aquí mi gente y la de personal son bastante pro-personas, dentro de lo que cabe, dijeron “no, no, vamos a ir diciéndoselo poco a poco, que se vayan haciendo a la idea y...” incluso hubo una reunión de Ventas que mi jefe

⁶ FUD: *Fear uncertainty and doubts*

Análisis de las entrevistas

me dijo de no hacerla, y yo de sí hacerla para decirles que iba a pasar esto. Y bueno, a mí mi jefe me dijo que lo hacía mal pero me dio pista libre y luego resultó que ha ido bien el haberles avisado.” [1-11]

Es claro que este factor de inestabilidad no se produce en aquellas fusiones que no integran personas lo que facilita mucho este tipo de operaciones y por tanto su éxito.

Del análisis de las entrevistas se infiere que éste no es un factor que actúe de forma aislada. En los procesos de F&A en que haya personal implicado tendrá que haber, en mayor o en menor medida, una reducción del mismo. Es una de las fuentes principales de sinergias, por lo que es claro que las personas implicadas van a sufrir incertidumbre sobre su futuro y van a padecer el síndrome de fusión. Pero en aquellos procesos en que la incertidumbre del personal resulta más significativa para la falta de éxito del proceso, se detecta que aparecen otros factores que amplifican este.

Por otra parte la falta de comunicación o una comunicación inadecuada, la ambigüedad y los rumores actúan en el sentido de aumentar la incertidumbre y por tanto desencadenan toda una serie de respuestas emocionales en las personas tendentes a obstaculizar el proceso de integración.

El mecanismo de selección de las personas que se quedan, su objetividad así como su transparencia influyen directamente en la percepción que las personas tienen del proceso de integración y reaccionan emocionalmente en consecuencia. En este sentido la comunicación de un plan para cada una de las personas de ambas organizaciones facilita mucho el proceso de integración.

La existencia de un contrato psicológico fuerte o en su defecto de un plan de retención bien definido y comunicado permiten mejorar las relaciones durante todo el proceso.

El hecho de que las dos compañías tengan la sede en distintos países o ciudades añade la incertidumbre de donde se situara la nueva organización e introduce el factor de la movilidad y aumenta claramente la incertidumbre del futuro personal.

Por último y no menos importante una actuación prepotente por parte de la dirección y el personal del comprador aumentan de forma exponencial el síndrome de fusión y dificulta enormemente la integración de las personas.

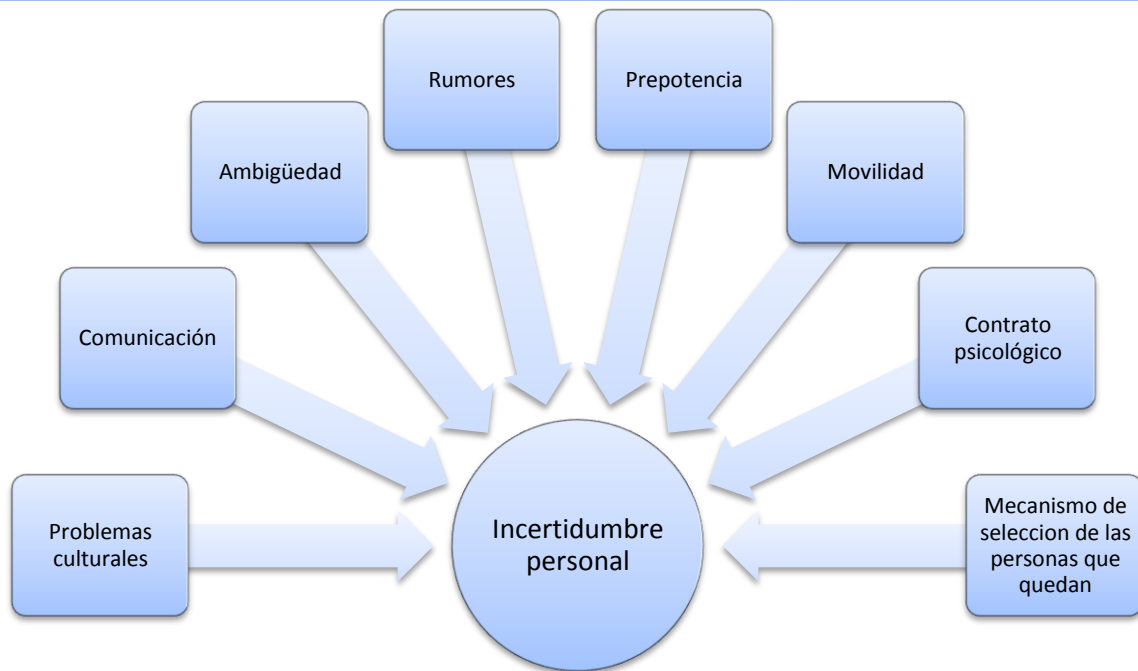


Ilustración 35 Incertidumbre personal

Para amortiguar los efectos negativos de este factor durante el proceso de integración parece haber bastante unanimidad entre los entrevistados: Es necesario un plan para cada una de las personas, que debe de ser comunicado en el minuto uno de la integración, que las personas que van a salir pero de las que se espera colaboren en la integración deben de tener un plan de incentivación que les resulte interesante. Que durante el tiempo que dure el proceso de salida se debe apoyar al personal que se va mediante ayudas del tipo curricular, outplacement,... de tal suerte que ayuden en la medida de lo posible a una transición suave o al menos no interfieran de forma negativa. Que las personas con las que no se cuenta salgan inmediatamente, sin esperar por si pueden ser necesarias. La retención de estas personas no solo mina el proceso, sino que dilata la sensación del plazo de transición y no aporta sinergias.

“se cogió a todo el equipo con toda la antigüedad que tenían,... etc., se analizó bien por áreas quien necesitábamos,... quien no necesitábamos,... y entonces a partir de ahí,... si se firmó la operación un lunes... el martes empezó el restructuring,... porque es muy importante que todo lo hagas,... y el jueves de hecho,... los que se quedan sepan que se quedan y los que no,... no es algo que cada lunes vamos a tener... una,... o cada viernes vamos a tener restructuring...”
[13-1]

“Y la integración,... yo las experiencias que he tenido con integraciones, han sido buenas,... siempre y cuando hay,... suceden dos cosas,... primera cosa,... que todo el mundo sabe lo que va a pasar en cada momento,... es decir,... lo que no puedes es tener a la gente no sabiendo cuando van a pasar las cosas,...” [3-19]

“Todo el mundo salió bien, es decir, se hicieron las previsiones oportunas, es decir, económicas, para que todo el mundo saliese bien, digamos que “No

Análisis de las entrevistas

quedara tirado”, ni mucho menos. Y se buscaba una solución, no siempre parecía ser la más rápida, pero siempre que no fuera traumática... lo menos traumática posible... “Con lo cual a la larga, yo creo que se demuestra la poca conflictividad que hubo y todo eso, lo cual a la larga es lo que te permite llegar más lejos rápidamente. Yo creo que eso fue importante, la calidad de las personas.” [14-2]

“También favorece mucho este tipo de integraciones y reducciones, cuando tiene recursos importantes, con lo que por lo menos satisfacer..., esas,... esas, no sé,... esas,... no debilidades, si no esos huecos que en las personas vas a crear en sus ingresos,... ¿no?, para satisfacer por lo menos, o cubrir, o intentar cubrir la mayor parte o por un tiempo esas incertidumbres, pues entonces es una cuestión a considerar” [17-8]

En resumen las personas son consideradas en las entrevistas un factor clave en el proceso de integración, y la incertidumbre que les produce el proceso condiciona enormemente el resultado final de la operación. Este factor es inherente a toda fusión en la que se integren distintos equipos pero se ve enormemente amplificado por otros factores tales como la comunicación, la ambigüedad, los rumores, el mecanismo de selección de las personas que quedan, la movilidad, el contrato psicológico y la prepotencia. Un plan para cada una de las personas de ambas organizaciones, una buena comunicación y un plan de apoyo en la salida ayudan a minimizar el impacto de este factor.

“Otra vez,... para comunicarlo al equipo,... al final el hecho de que una integración se tire para adelante,... no está en función de los productos,... está en función de que el equipo y el líder de cada equipo sea capaz de tirar esa integración adelante...” [13-17]

“Identificar que la gente sepa de qué va a morir o no, y hacer una retención. Ese es un dinero bien invertido. Yo lo he intentado para este cierre de año. Estamos en noviembre y estamos hablando con gente que a lo mejor se va a ir. Y yo les he pedido que me dejen hacer algún window period, decirles que estén aquí más meses... No, no, no. Eso dicen. No.”, “Habría que dimensionar bien las cosas. Montar un plan de retención e involucración de la gente. Que a la gente le vaya la vida en que esto funcione independientemente de que va a ser o no con ellos. Y quizás adoctrinar a los que van a tener un rol más dominante en la integración para que no cometan errores por el hecho de que “es mi sistema””. [18-17]

7.6.2.4 AMBIGÜEDAD

Como ya se ha indicado, se recoge de las entrevistas que la incertidumbre sobre su futuro condiciona el comportamiento de las personas, en el sentido de disminuir su productividad y padecer el síndrome de la fusión. Uno de los factores que fomentan la ambigüedad es la comunicación o la falta de comunicación.

La ambigüedad en los procesos de F&A se debe a la falta de comunicación, o a una comunicación imprecisa o no concreta y también cuando la comunicación oficial no coincide con lo que se está ejecutando.

“O sea, que,... todo ese tema de confidencialidad es importante..., pero mira..., normalmente cuando alguien tantea la gallina, es porque le piensa llevar la gallina,... o sea,... no hay filtraciones desinteresadas, todas las filtraciones son interesadas, o sea... mentira, quien no quiere hablar..., no habla, entonces,... no es que las filtraciones sean desinteresadas” [15-6]

En los procesos de F&A la ambigüedad puede ser un factor no deseado o accidental. Es decir, no se pretende, pero una mala dirección del proceso da como resultado ambigüedad y en consecuencia problemas en el comportamiento de las personas.

En otras ocasiones la ambigüedad es provocada de modo consciente durante los procesos de F&A. La intención es provocar la competitividad entre las personas mientras éstas mantienen la esperanza de permanecer en la empresa al final del proceso y de este modo aumentar la productividad u obtener los conocimientos y experiencia que esa persona tiene y que al final del proceso de fusión puede llegar a ser despedida.

“No decir las cosas claras,... decir,... sí, sí, sí ..., vamos a ir haciendo así,... y en el fondo piensan,... gano tiempo...” [5-8]

7.6.2.5 MECANISMO DE SELECCIÓN DE LAS PERSONAS QUE SE QUEDAN

Este tema aparece de forma reiterada en casi todas las entrevistas. Uno de los temas que más preocupa a las personas al conocer que están inmersas en procesos de F&A es que va a ser de su futuro y es claro que, a partir del momento que comienza el proceso de integración, el modo en que se procede a seleccionar a las personas que ocuparan los puestos redundantes pasa a ser un tema espinoso para el nuevo proyecto. Los compradores esperan, como así atestiguan los casos descritos en las entrevistas, partir con ventaja a la hora de ocupar los puestos en la nueva organización, mientras que, por el contrario, los comprados suelen pensar que tienen pocas opciones.

Todos son conscientes de que, una vez terminado el proceso de selección y formado el nuevo equipo, no deberían quedar resquemores sobre el modo en que se ha producido la selección, ya que estas personas deben trabajar por un objetivo común.

En cualquier caso dicen no perder de vista que el objetivo final, no es que se queden más personas de un lado o de otro, sino agrupar el mejor equipo posible para que el nuevo proyecto tenga las mayores posibilidades de éxito. Para ello, en el proceso de selección, se han de considerar las capacidades y habilidades individuales de las personas que conforman el nuevo proyecto y la mejor combinación posible de talento.

Los entrevistados indican que se dan procesos del estilo 50% a 50% de personas preelegidas.

“Lo que sí hubo fue un shock importante, porque como fue al 50% llegó la norma de fuera de que el 50% de los vendedores tenía que ser de una empresa y el 50% exacto de la otra... y los que no, fuera. Fue curioso, porque los dos teníamos una red de ventas importante, nosotros no sé si éramos 18, y se tenían que quedar 9 de cada uno, además, matemático. ¿Y qué pasó? Que hicieron un ranking; y ¿cómo valoras el ranking: por ventas, o por proyección, o por calidad, o por cómo argumenta, por visitas,...? Entonces se hizo un ranking, que yo no intervine en este ranking, que me chocó mucho. Porque había gente joven, de mucha proyección que se fue a la calle, y gente de toda la vida, que más o menos “iba haciendo”, pero no sé si era por coste o porque llevan ya toda la vida en la compañía y tienen ya relaciones personales con quien tenía que decidirlo, se quedó. Simplemente. Y por otro lado, también cogimos cada personaje del otro lado, que también “tela marinera”. Entonces, ¿qué pasó?, que al cabo de un tiempo tuvo que hacer limpieza y tuvo que hacer una reorganización.” [1-5]

“Entonces, la gente que se fue, gente válida, además, se les echó porque a los otros no podías echarles. Y si hubieran tenido que elegir entre los dos, ¿posiblemente no hubiera sido así...?” [11-26]

Según lo perciben los encuestados, quien compra lidera y se queda con su equipo, se establece un proceso objetivo que lidera una persona de la empresa compradora. Esta opción se suele disfrazar de selección, pero los porcentajes suelen ser indicativos y suelen terminar dando problemas y requiriendo una nueva reestructuración al cabo de poco tiempo.

“y no te puedes imaginar detrás de un racional de “acabamos de hacer un assesment y nos hemos quedado con los mejores”, pues qué casualidad que fue así: el 98% de los mejores eran Legacy XXXX en vendedores y los otros en YYYY” [18-1]

En las F&A consideradas de éxito por los entrevistados, ellos mismos indican que los procesos que mejores resultados han dado han sido los que han contado con una asesoría externa que ha liderado la reestructuración, desde el departamento de personal, han seleccionado a los directores de área y ellos han participado en el proceso de selección de sus equipos.

“lo primero que hice fue ir a la empresa que nos había comprado a España, al equipo directivo, después cogí un avión y me fui a Barcelona a saludar al equipo directivo comprado. Que tenía el Director General que también salió, que era un ex colega mío. Ese fue el primer movimiento, o sea, tienes dos equipos y a ver qué haces, ¿no? Entonces, los manuales dicen “míratelo, tranquilo, tómate tu tiempo...” pero mi manual era: Esto, cuanto antes lo movamos mejor, porque dos compañías que estaban en decrecimiento de ventas, la moral muy baja, años perdiendo las dos compañías share y perdiendo de todo, con dos tipos de

management, con dos tipos diferentes que no lo habían hecho del todo bien, y no habían tomado las decisiones que se tenían que tomar, habían sido muy paternalistas en los dos casos. Entonces, los nuevos, los de XXXX, me miraban como “a ver éste qué va a hacer” y los de casa como “por favor, que nos quedemos nosotros”. Y entonces lo que hice fue intentar hacer un equipo rápido, y pensé que sólo no lo podía hacer, necesito buscarme a mi lado alguien rápido y entonces me busqué a una persona de Recursos Humanos que era de mi confianza y que había estado en YYYY en posiciones europeas...” [4-14]

Hicimos assessment de todo el equipo directivo de las dos partes, person race job hicimos rápidamente a los dos equipos y en algunos casos nos quedamos a uno, o nos quedamos al otro, o a ninguno y nos fuimos al mercado, o fuimos a la compañía a buscar a alguien de fuera...” [4-2]

Según exponen los propios entrevistados, las consecuencias de un proceso de selección inadecuado es que no deja contento a nadie. Esto se refiere en la literatura como justicia percibida, tal como se ha recogido en los epígrafes correspondientes.

7.6.2.6 PLAN PARA CADA UNA DE LAS PERSONAS DE AMBAS ORGANIZACIONES

Aquellas personas que vayan a salir de la organización pueden afrontar su futuro y las que se quedan pueden centrarse en el negocio. La mayoría de entrevistados indican que un plan personal para cada una de las personas, comunicado en el minuto uno de la fusión, por el responsable del proceso minimiza este problema y permite que las personas eviten la incertidumbre.

La comunicación, los planes claros, la motivación basada en el contrato psicológico, los planes de retención y una salida digna son percibidos como la clave, con una dirección de integración que transmita liderazgo y un sistema de selección justo.

Aquellas personas que mantienen el contrato psicológico con la empresa suelen estar dispuestas a ayudar en el proceso de fusión, aquellas que no mantienen ese contrato pueden ayudar con un incentivo económico. Cada persona reacciona de forma diferente, para algunas personas el recibir ayuda en el proceso de salida mediante outplacement, redacción de currículos, resulta suficiente y demuestra un interés por la empresa por su futuro y asimilan mejor el hecho de que para que el nuevo proyecto sea viable no pueden estar todos.

7.6.2.7 PREPOTENCIA

La prepotencia en los procesos de F&A es un tema muy delicado. En primer lugar porque desde el punto de vista del adquirente, él opina que está ejerciendo sus funciones y en ningún caso piensa que se ha extralimitado en sus derechos. Desde el punto de vista del adquirido este tipo de conductas, no solamente le ofenden al ningunear su talento y sus

Análisis de las entrevistas

capacidades, sino que además le parecen extralimitaciones gratuitas ya que opina que no aporten nada,

“Y sobre todo, los que son comprados tienen ciertas reticencias a que tú, por el hecho de que me estás comprando, no tienes derecho a decir que haces las cosas mejor que yo por el hecho de comprarme, y esos roces se dan, sí.” [12-8]

En cualquier caso las heridas que estas situaciones abren entre adquirido y adquirente suelen ser muy difíciles de cerrar.

7.6.2.8 PROBLEMAS CULTURALES

Como se refleja de forma prácticamente unánime en la literatura, la integración de dos culturas organizativas supone uno de los principales retos en la integración post adquisición, tanto si la opción es que una de las culturas prevalezca, como si es la de no integrarlas, de forma que la importancia relativa del contraste cultural está en función del grado de integración necesario para conseguir las sinergias y del encaje cultural que haya a priori entre las dos empresas.

La dimensión cultural es especialmente importante en el caso de empresas familiares adquiridas por grupos multinacionales y en los casos de operaciones horizontales en que el interlocutor puede ser un competidor, con lo que puede llegar a suponer de rivalidad histórica y potencial sentimiento de vencedores y vencidos. Si bien, en algunos casos, las compañías muestran una voluntad expresa de no integrar las empresas adquiridas.

Del análisis de las entrevistas se detectan los tres niveles culturales, vinculados a la estructura organizativa, nivel de homogeneidad cultural y personalidad de los managers a distintos niveles de la organización:

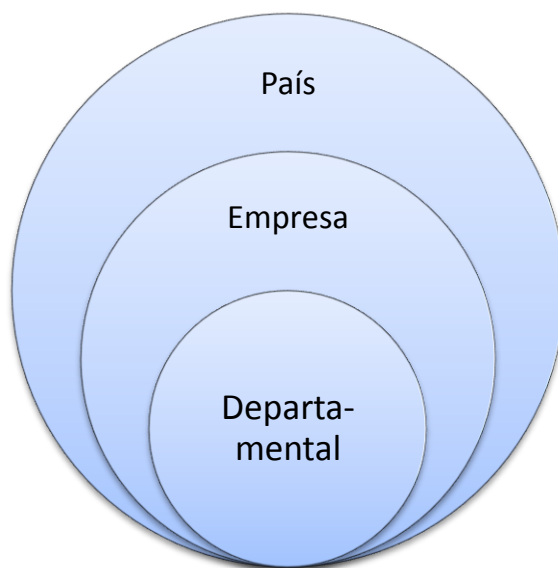


Ilustración 36 Problemas culturales

Las diferencias entre culturas organizativas tienen más impacto que las diferencias entre culturas nacionales (Teerikangas & Very, 2006), sin embargo en base al resultado de las

entrevistas, cabe reseñar que las diferencias culturales entre Europa del sur, norte de Europa, Inglaterra y EEUU no parecen tan relevantes como en épocas anteriores. La profesionalización, la diversidad y la rotación de los equipos directivos parecen haber suavizado las diferencias. Las siguientes citas son ejemplos de multinacionales americanas:

“Bueno,... claro,... eran dos empresas muy diferentes..., tres,... XXXX,... funcionaba de una manera,... YYYYY funcionaba de otra manera,... ZZZZ funcionaba de otra manera.” [7-15]

“Exactamente, en las operaciones de compra las diferencias culturales son... la de XXXX ha sido la menos radical, pero la compra de YYYYY, que también era una compra muy local, muy de Barcelona,... y la compra de ZZZZ ha sido un choque cultural brutal. O sea, en ZZZZ hacían... el cortijo, y hacían lo que les daba la gana, no había política. O sea, tú tienes la ley, pero cuando no tienes una pauta, una política de actuación, un código de conducta que te diga... porque nosotros nos basamos respecto a la ley, es que... no puedes hacer esto, no puedes dar regalos a los clientes... la ley no te lo prohíbe, pero tu compañía sí!” [16-13].

Las diferencias culturales a nivel de empresa son todavía muy evidentes cuando el proceso de F&A implica una empresa familiar. En la estructura familiar encontramos personas muy capaces, pero que se relacionan entre ellas de un modo diferente a como marcan los estándares de las empresas multinacionales, también es diferente el estilo de reporte. La figura del fundador o los fundadores focaliza el modo de tomar decisiones. La inclusión de familiares dentro de la organización condiciona las relaciones. No se pone en duda la capacidad de estas personas, pero durante el proceso de integración su relación parental presenta dificultades la hora de evaluar objetivamente su valía.

“La parte comercial, más complicado porque claro,... normalmente al dejar al gerente como familia, pues encima es el que más sale del pueblo o de la ciudad, estamos hablando de ciudades, normalmente capitales de provincias, entonces el que viniera un francés a contarle como tenía que montar su empresa funeraria en Sevilla, es que,...vamos a ver... el francés se llamaba Claude y le llamaban “El Claudio”...., o sea, con decirte eso...” [6-4]

Las diferencias culturales pueden llegar incluso al nivel de posicionamiento dentro del canal de las fuerzas de ventas, hecho que dificulta la inserción de las mismas dentro de un proceso de F&A y en consecuencia interferir en el logro de las sinergias planificadas.

“El estilo era un poco distinto. XXXX era una compañía que ha vendido siempre productos terriblemente superiores en la calle (cuando digo calle digo atención primaria). Siempre ha ido con un argumento mucho más de ciencia y ZZZZ siempre ha sido una compañía mucho más comercial, donde la ciencia es importante, pero también la actividad comercial. Y cuando hablas con la gente, como vendedor el de ZZZZ era más comercial, más agresivo. Y el otro era más señorito y más ciencia-ciencia. Ahora lo que les está ocurriendo es que están

Análisis de las entrevistas

venciendo patentes y hemos hecho alguna prueba de que vendan en farmacia y eso. Y son perfiles de gente y egos distintos. Y no valen. Y ahí estamos” [18-20]

En el caso de multinacionales, los entrevistados resaltan la importancia de los directores generales de los países a la hora de perfilar y diferencial la cultura de la organización. Como cada vez las estructuras con reporte matricial son más comunes en las organizaciones de cierta entidad, también se menciona una subcultura departamental liderada por el director del departamento. Mencionamos estos puntos porque durante el proceso de integración se han detectado diferencias entre países e incluso departamentos.

“porque vienes de una mentalidad de un lado cultural,... pero no..., no,... no me atrevería a decir ni siquiera de país,... si no de perfil...de persona “ [19-5]

En resumen, según los entrevistados, la importancia de los enfrentamientos culturales en la organización durante los procesos de F&A determina el nivel y la facilidad de integración de los equipos.

“Yo sólo reporté a esa persona 4 meses. Pero a nivel cultural había muchas diferencias motivadas por el hecho del management que había en el país” [18-9]

“Y vamos, empiezas a discutir la filosofía a nivel de todo el mundo y ya estamos fastidiados, porque todo... ya nada es una referencia. La referencia solamente es buscar cada uno las salidas que se hacen en su beneficio. Yo creo que es cuando se deja de ser un equipo... Cuando tú marcas... es decir... las señas de identidad... sean las que sean... la gente se puede sumar a ello... se puede sentir... integrante del equipo... o no integrante. Pero el equipo funcionará...” [14-3]

“La cultura es como todo. Si pretendes que todo se embeba en tu cultura es el mayor error. Al final, tiene que haber una cultura resultante. Y la cultura dominante tiene que hacer el ejercicio de adaptarse y de cambiar.”[18-11]

7.6.2.9 MOVILIDAD

El factor movilidad es abordado por la literatura en términos de la localización de la sede y como fuente de rotación adicional (Sherman, 2009; Cohen, 2010) y por (Lawlor, 2008) y en España toma una relevancia adicional por la escasa movilidad tradicional de los trabajadores. En todas las operaciones en las que se ven implicadas instalaciones de las empresas con diferentes localizaciones, la movilidad geográfica entra en escena desde el primer momento.

En España, Madrid y Barcelona son los puntos que concentran el mayor número de sedes sociales de empresas nacionales y multinacionales. Por ello es frecuente que en los procesos de F&A las empresas tengan sus sedes en ciudades distintas. Lo que en otros

países como USA no parecería un problema a la hora de integrar ambas empresas aquí plantea serios problemas.

“En cuanto a Marketing, vino una persona de Madrid y duró 6 meses, en cuanto tuvo trabajo, se volvió. O sea, que el tema Madrid-Barcelona... ya se veía” [1-13]

En cualquier caso el movimiento de los trabajadores entre dos grandes ciudades no tendría que ser un problema en estos procesos, aunque la práctica indica todo lo contrario y los entrevistados se refieren a procesos en los que intervienen otras ciudades Españolas.

“Al cabo de un año y medio no quedaba ninguno porque todos se habían cansado, “esto era muy caro”, era más estresante... o sea, es muy difícil vivir en una gran ciudad, todo es más complicado de lo que la gente se piensa...”[4-23]

El problema que surge de la falta de movilidad es que, ya desde el momento que se anuncia el proceso de integración de ambas organizaciones, se plantea inquietud por donde se va a situar la sede y en ambas organizaciones la inquietud entre los empleados es enorme ya que, aunque en la futura organización hubiese cabida para ellos, no están dispuestos a trasladarse y por tanto no van a participar en el nuevo proyecto. Esto implica que desde el primer momento estas personas dejan de estar atentas al negocio y se dedican a buscar alternativas personales aunque sea por si acaso.

Esta situación compromete a la nueva organización, ya que va a perder mucho del conocimiento y no va a tener ninguna opción de retenerlo. Como mucho podrá incentivar a los interesados para que permanezcan un tiempo trasmitiendo su experiencia.

“Y aumentó muchísimo el Departamento de Marketing. Y de Madrid no vino nadie”. [1-16]

Como anécdota o quizás para ilustrar que la situación puede estar cambiando en otros países, nos gustaría incluir la siguiente cita.

“Me acuerdo que nosotros fuimos a la reunión aquella, que nosotros estábamos peleando por no ir a Madrid, y vino el número 1 de ellos que decía... “no, porque las cosas han de estar unidas, juntas, porque así hay más sinergias, y funcionan las cosas mejor...” Y yo pensaba “tío, tú que me estás contando, cuando eres Irlandés, viviendo en Irlanda, con su oficina en Londres, cuando el HQ estaba en Suiza”... o sea, ¿cómo puedes predicar con el ejemplo?”[1-3]

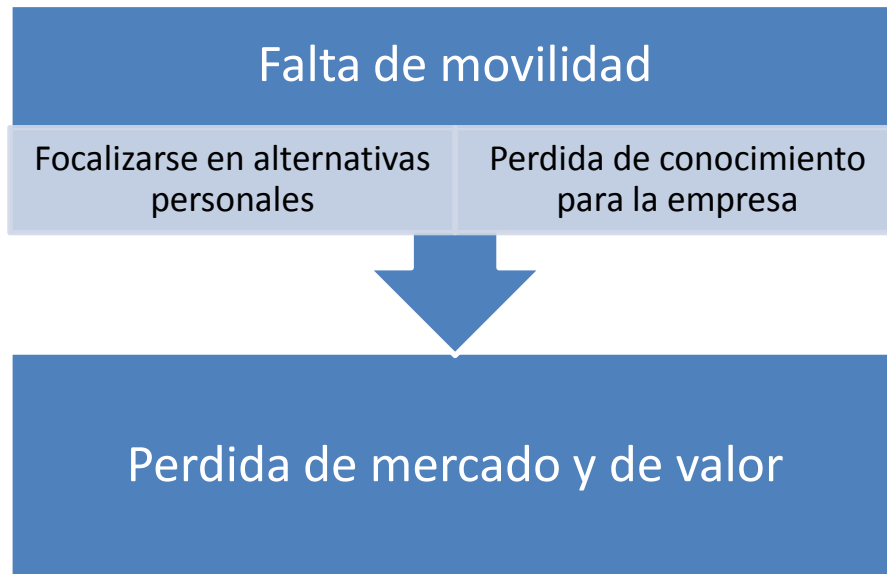


Ilustración 37 Falta de movilidad

7.6.2.10 EXPERIENCIA

En línea con la literatura surge el tema de la experiencia en operaciones previas (Vermeulen & Barkema, 2001 entre otros), no tanto en número de operaciones sino en términos de aprendizajes extraídos de los mismos (Hayward, 2002) y no solo en términos de rutinas aprendidas, sino también en su sistematización para realmente hacerlos efectivos. Los entrevistados otorgan una enorme importancia a la experiencia, tanto en el proceso de pre como en el de post adquisición.

En el proceso de pre adquisición la falta de información precisa de la empresa que se quiere comprar, así como el miedo a no detectar vicios ocultos, tanto por que el vendedor los esconde como por desconocimiento, hacen que la experiencia en otras operaciones “agudice el olfato” para detectar donde pueden estar estos problemas.

Por otra parte la complejidad en la redacción de contratos, temas societarios, financieros y fiscales aconsejan, que si no se tiene experiencia, o incluso con ella, porque la propia experiencia muestra que en el detalle de estos temas puede estar la clave, si no se mira con el suficiente tiempo y detalle puede ser fuente de problemas inesperados en el futuro, se contrate la asesoría externa necesaria. También es de recalcar que, a pesar de estas asesorías y de las pertinentes *Due Diligence*, en ocasiones la experiencia en operaciones similares ha detectado los puntos conflictivos.

“esto lo único que te lo da, es hacer operaciones,... evidentemente Lo que tiene la experiencia,... O..., o apoyarte en expertos,... las dos cosas ¿no?”.[8-22]

“Yo creo que es un factor clave la experiencia,... clave la experiencia previa,... fundamental,... sobre todo..., vamos a ver,... en condiciones normales, cuando a lo mejor no hay muchas circunstancias extrañas o profundas o complicadas, puede no ser tan crítico, pero es que en una operación de adquisición de

empresa, siempre puede escaparse algún aspecto,... algo que no es conocido,... algo que no es trivial y que a veces no lo conoce ni la propia empresa que está siendo vendida...”[8-10]

En el caso de empresas industriales se hace referencia al conocimiento específico del sector como un factor a tener en cuenta a la hora de valorar las adquisiciones y de detectar vicios en la operación. En estos casos suele ser difícil encontrar asesores externos que tengan experiencia específica del sector para ayudar en este tipo de operaciones.

Durante el proceso de post adquisición la experiencia previa es mencionada por los entrevistados como un factor clave del proceso de integración. Aquellos directivos que han participado en varios procesos de F&A tienen claro dónde poner el foco en las siguientes operaciones. También indican que en muchas ocasiones los responsables del proceso, que carecen de experiencia previa, rechazan abiertamente los consejos de directivos que ya han pasado por procesos similares. Esta situación se produce cuando es el directivo de la empresa comprada es el que tiene la experiencia y el directivo de la empresa compradora el que no se deja aconsejar. Luego, según su vivencia, no vale con tener la experiencia sino que debe de estar entre los directivos de la empresa compradora.

7.6.2.11 DIRECTOR DE INTEGRACIÓN

Los entrevistados reconocen la importancia que tiene el director de integración o la persona que lidere este proceso. En algunos casos se nombra a una persona de forma concreta para desarrollar esta tarea, pero en la mayoría de las ocasiones es el propio director general el que lidera la integración.

El hecho de no designar a una persona que se dedique de forma exclusiva a los temas de integración suele tener como consecuencia la sobrecarga laboral de los directivos que están centrados en el día a día. También es cierto que se espera que la persona que lidera este proceso tenga algún peso en la organización. Por eso una fórmula que parece que ha dado buenos resultados es la de un director general que lidere el proceso y que designe a una persona que, en exclusiva, siga los temas relacionados con la integración.

“heredamos a AT Kerney... y nos quedamos con AT Kerney prácticamente nueve meses. Partimos los diferentes proyectos en diferentes áreas. Nos siguió apoyando AT Kerney durante un tiempo, tuvimos que buscar especialistas en cada una de las áreas,... hablo de costes, de fábricas y comerciales, integración de fuerzas de ventas y nosotros nos montamos equipos paralelos. Pues, como te decía, una persona dedicada completamente a la integración, estuvo prácticamente un año sólo manejando la integración, reportándome a mí, hasta que ya al cabo de un año la pasé a otra área, ¿no? Y teníamos un Governance muy estricto, muy claro y muy estricto. Teníamos todos los tracks y los íbamos siguiendo, y durante un año no dejamos prácticamente ninguno.”[4-17]

Análisis de las entrevistas

El seguimiento del proceso también se menciona por varios entrevistados, aunque como una asignatura pendiente en la mayoría de los casos, en muchos a falta de recursos específicos al servicio del seguimiento de la integración. Esta reflexión está en línea con lo que se refleja en la literatura reciente, con toda una rama de investigación en torno a la monitorización del propio proceso de integración, que permita incorporar acciones correctoras a lo largo del proceso.

En cualquier caso, de las entrevistas se infiere que quien dirija la integración debe tener muy clara la estrategia futura de la compañía, tener experiencia previa en procesos de integración y la capacidad de motivar e ilusionar a las personas con el nuevo proyecto. También es importante que sepa escuchar a las personas de ambas partes y que acepte los consejos de personas de la organización que tienen experiencia en temas concretos.

“estos valores del líder que le toque dirigir una fusión inciden en cómo esta fusión se va a hacer... Era una persona que tenía bastante carisma,... bastante..., bastante liderazgo, ¿no? y estaba muy encima de las cosas,... participaba en los..., en grupos de trabajo de distintas funciones,... daba mucho..., a la gente,... trasladaba una confianza en que la gente sabía hacer las cosas, representar el seguimiento y el control que él tenía, ¿no?,... pero bueno,... eso estuvo bien”[9-16]

En algunas entrevistas se recoge la importancia que puede tener la procedencia del director de integración. Es decir, si el hecho de pertenecer a la compañía compradora condiciona o no sus decisiones, o si es mejor nombrar una persona ajena a ambas compañías. Se buscan fórmulas como la designación de consultores externos o nombrar a personas del mismo grupo de empresas, pero que mantengan una cierta distancia con las organizaciones que se integran.

“Había un líder de integración pero era de una Legacy. Y todas las decisiones iban en función de la realidad que conocía. Y posiblemente las decisiones que se toman de procesos, de compliance, de aprobaciones... de mil cosas, se toman con estos criterios. Y yo te digo lo que veo desde aquí. Qué casualidad que siempre se toman igual. Imagínate que pones ahí a un consultor externo y que analiza una cosa y ve que esto son dos personas y tardo cinco días y esto tarda doce horas. Decidiría: cogemos esto.” [18-19]

“No fue el que era Director General del comprador en España,... no, no,... trajeron al que era Director General de Italia,... para que dirigiera como Director,... como Presidente, el proceso de fusión,... vale que era del mismo grupo,... pero no era de la empresa que compraba. Era otra forma de evidenciar a todo el colectivo que viene un tercero a pilotar esto con objetividad...” [11-4]

La literatura recoge que gran parte de los procesos de integración se caracterizan por la orientación interna en detrimento de la orientación al cliente (Homburg & Bucerius, 2005), (Mamdani & Noah, 2004) ponen de manifiesto que la propia operación puede desviar la atención del equipo gestor y puede tentar a quitar la mirada del negocio principal y por su parte (Venema, 2015) indica que la incertidumbre de los empleados que pueden ser redundantes es una fuente de ansiedad que puede tener consecuencias adversas para la organización por lo que el plan de integración debe proceder rápidamente de forma que se tengan los beneficios de las sinergias lo antes posibles.

Hay toda una serie de referencias más o menos explícitas en las entrevistas a la pérdida de foco en el negocio o a la menor productividad que, en la práctica, se traduce en que el propio proceso distrae del foco en el negocio, no solo en términos de los recursos puestos al servicio de la integración, sino también en cuanto a la dispersión de la atención de las personas hacia temas personales que hace disminuir enormemente los resultados.

“en el mundo empresarial siempre ha sido que la empresa es integradora pero está por delante... es decir... si no existe la empresa no puede haber ninguna integración; Y por lo tanto... digamos que la prioridad número uno es la empresa en sí misma.” [14-6]

Los procesos de F&A son situaciones puntuales que están fuera de la marcha habitual del negocio. Desde este punto de vista suelen suponer una sobrecarga para las personas que trabajan en las empresas implicadas. Aunque los equipos den todo lo que tienen y pongan su mejor voluntad parece claro que no pueden poner igual atención en el negocio que cuando ésa es su única tarea.

“Cuando estás un año con el Barcelona-Madrid, ves que quien manda son las ventas, porque en Marketing están todos que si Madrid-Barcelona y no hacían nada; y Finanzas estarían haciendo informes para Internacional, y quien verdaderamente trabajaba eran Ventas y Administración Comercial. Estos son los que verdaderamente hacían que no se hundiera la empresa.”[1-17]

En la mayoría de procesos de F&A uno de los principales problemas es la incertidumbre que se produce en las personas sobre su futuro. Como ya se ha indicado en otros apartados esta situación produce una disminución de la atención en las responsabilidades diarias, lo que conlleva una mayor focalización de las personas en resolver su situación personal. Es cierto que algunos entrevistados indican que el temor a ser despedidos hace que algunas personas se esfuercen sobre manera para mantener su puesto, pero esta situación no parece ser la norma.

“Entonces, una de las cosas que tenía muy claro es que no podíamos perder el tiempo integrándonos y haciendo muchos proyectos, y despistarnos con el negocio. Esto era clarísimo. Lo que no puedes hacer es perder el foco con

demasiadas reuniones, con integración y esto y lo otro, y que la gente de negocio se desfocalice, ¿no?”[4-4]

“Sabe si va a ser capaz de asimilar una forma nueva forma de hacer distinta, no mejor ni peor, en principio mejor, pero no necesariamente, pues el miedo actúa enseguida, claro. Y se nota en ese periodo en el que se haga, que dura unos años, en ese periodo la gente está muy intranquila, no rinde lo mismo, hay muchas comidillas, dentro y fuera de la empresa; fuera de la empresa los propios empleados cuando salen a comer, están hablando del tema, están preocupados, están no-sé-qué,... y no están a lo que tienen que estar, que es al trabajo, y desmotivados y demás.”[12-3]

Desde el punto de vista de los clientes y proveedores también se producen momentos de duda y pueden ponerse ligeramente a la defensiva hasta ver cuál es la estrategia que va a seguir la nueva compañía.

“Y yo, echando la vista atrás,... creo que no lo hicimos mal... y los números tampoco... Tuvimos algo de merma de negocio, en el año,... pues tuvimos algún cliente que dijo,... Pues a ver como vais y..., ya hablaremos” [3-10]

“Luego era mucha persistencia, tanto con nuestra gente,... Que era lo que se sentía, un poco desconsolada, como con los clientes,... Que,... sobre todo con los clientes,... es que si los clientes no hubiéramos logrado mantenerlos, nos hubiera dado igual lo que hubiéramos hecho con nuestra gente, porque hubieran estado desconsolados,... no solo lo primero”[3-2]

También se ha indicado en algún caso que la competencia, atenta a la confusión que se suele producir cuando hay un proceso de F&A en el sector, aprovecha la ocasión frente a los clientes potenciales para ofertar sus productos y servicios.

Parece claro, a la vista de las entrevistas, que hay varias razones para que los procesos de F&A impliquen una falta de competitividad y foco en el mercado a corto plazo y que es de desear que los procesos duren lo menos posible, para minimizar el impacto en la cuenta de resultados.

“Las ventas van bien y empezas a fabricar, los costes van para abajo, las sinergias las conseguimos, estructuramos rápido... a lo mejor salieron... ya te digo, eran 1.000 personas las dos compañías, prácticamente... a excepción de la gente de fábrica, que eran 500, a los otros 500 les entrevistamos, creo que más de 300 salieron... hubo un movimiento muy rápido. Intentamos mover... el headquarter lo pusimos en Barcelona después de hacer un assessment... que estaba clarísimo!, pero enfrascarte en este tipo de filosofías, es un entretenimiento y un lujo que no te puedes permitir, pero sin embargo,... pues se dedicó un tiempo, demasiado largo bajo mi punto de vista, que eso produjo inseguridad,... indefinición,... cuando una integración,... sobre todo, industria

farmacéutica, tiene que ser muy rápida,..., y a nivel global,.., asegurarte dos cosas, que los equipos de encima no se distraigan,... los equipos son auténticos , ... auténticos equipos con personas de talla que se suponen que están en las compañías de primer orden,... que no se distraigan,... asegurarles que van a continuar igual o mejor..., y los equipos comerciales,... equipos comerciales,... que tampoco se distraigan,... que continúen haciendo,... y haciendo bien o mejor , lo que han estado haciendo ... y ya se irá el tema solucionando,... porque si la venta se para después es muy difícil,... muy difícil recuperarlo.”[4-13]

7.6.2.13 RUPTURA DEL CONTRATO PSICOLÓGICO

En la literatura se recoge la necesidad de una gestión personalizada de los contratos psicológicos (Bellou, 2006) y el hecho de que la transformación del contrato es inevitable, de forma que reestructuraciones organizacionales requieren de reestructuraciones del propio contrato psicológico (Inkson et al, 2001).

Este tema ha sufrido una gran evolución desde el momento en que fue incluido en la tesis que tomamos de referencia. Algunos de los directivos entrevistados en aquel momento, referían en sus entrevistas su vínculo con la empresa relacionado intrínsecamente con toda su vida laboral. En el momento de realizarse las entrevista que dan soporte al presente estudio los directivos entrevistados han cambiado de empresa varias veces y han participado en múltiples procesos de F&A, se centran de forma muy profesional y con gran dedicación a su trabajo pero no mantienen una imagen idealizada de su relación con la empresa, su esfuerzo está encaminado a que la empresa consiga sus objetivos pero también a dirigir y desarrollar su carrera profesional.

Esté cambio de mentalidad ya se percibía en algunas de las citas incluidas en el trabajo que tomamos de referencia. La proliferación de operaciones de F&A y el aumento de la competitividad en el mundo laboral ha acelerado este proceso.

“A ver, si es un equipo en el que tú tienes confianza, tienes un mínimo de carisma y credibilidad, ¡joder! Al menos irlo diciendo. Entonces, si están bien informados, es más o menos rápido, y saben que les va a tocar lo que les toca, no pueden quejarse, ¡Seguro! De hecho, cuando les llamé y les dije que había llegado el día, es mañana, ir pasando... y fueron pasando, y ningún problema. De los 16, ningún problema.” [1-21]

Lo que se ha detectado en las entrevistas realizadas es un compromiso reseñable, entre los directivos y los equipos que dirigen. Son varios los entrevistados que, ante la situación de incertidumbre personal que se produce en los procesos de F&A, han tomado la iniciativa para tranquilizar y orientar a los miembros de sus equipos. Incluso antes de abandonar la empresa se preocupan por que las personas, a quienes han dirigido, tengan una continuidad o una salida honrosa.

“Pero yo ahí no creo que rompiera el contrato psicológico, porque al final tenía un contrato psicológico con mi equipo... Que era cuidar de ellos,... o sea,... que hubo un momento en que yo me sentía obligado a cuidar de mis 35 delegados,... con el mensaje importante de que yo los había llevado allí y que yo los tenía que dejar en buenas condiciones y permitir que ellos continuaran con su trabajo...”[7-8]

“Hombre... Yo creo que en caso del comprado,... el caso del comprado,... El hecho de sentirte parte de un colectivo asediado... injustamente tratado... etc., etc., genera un vínculo más fuerte... al menos a nivel... al menos a nivel... no sé si vínculo con la empresa,... con el equipo... con la organización... yo no sabría distinguirte ese vínculo con lo que es... pero... estoy seguro que el comprador se refuerza y retroalimenta, eh... eh... a un vínculo común que no se si decir si es la empresa o es la ... o la mitad.” [10-16]

Parece que se puede estar produciendo un cambio en los actores del contrato psicológico, pasando compromiso del directivo de la empresa hacia los equipos que dirige. Esta situación tampoco es de extrañar, ya que gran parte del éxito personal en el mundo profesional actual se debe al trabajo en equipo y los resultados de los propios equipos.

7.6.3 LAS RELACIONES ENTRE LOS DISTINTOS FACTORES

A la vista de lo recogido de las entrevistas parece evidente la presencia de dos hechos:

No hay dos procesos de F&A iguales. Empresas que han encadenado varios procesos, dentro del mismo sector y que por tanto se les supone cierta experiencia no tienen garantizado el éxito, por lo que intentar generalizar buscando fórmulas infalibles no parece sencillo.

Los procesos de F&A son complejos, no suelen ser un proceso habitual de la empresa sino algo que se sale de común y no constituye el objetivo de la compañía, por tanto la empresa, a priori, carece de habilidades, conocimientos y experiencias específicos sobre este tema.

Si hay algo en lo que todos los entrevistados coinciden es que los procesos de F&A están liderados por personas, implican a personas y en ellos está en juego algo fundamental para las personas, como es su futuro profesional y por tanto su seguridad laboral, su bienestar y el de sus familias, por tanto la actitud con que las personas afrontan el proceso de F&A aparece como una de las variables clave para el éxito o el fracaso del mismo.

En la parte de pre adquisición podemos encontrar una variable hard determinante del proceso y es la rigurosidad y sobre todo la objetividad con la que se realizan los estudios previos.

También encontramos una variable soft, que son las motivaciones personales que llevan a los directores de las compañías a embarcarse en un proceso de F&A, en opinión de varios

de los entrevistados, el interés de la empresa y la objetividad de la decisión están bastante influenciados por los intereses personales de los altos ejecutivos de las compañías.

Partiendo de que lo que empieza mal en la fase de pre adquisición solo puede ir a peor en la post adquisición, junto con la dificultad que supone el proceso de integración de las dos estructuras, se infiere, en base a lo recogido de las entrevistas, que la mayoría de las operaciones de F&A, si fracasan, es en esta segunda parte del proceso.

Una de las palabras más utilizadas para describir la fase de post adquisición por los directivos entrevistados es “dura”: dura al tener que tomar decisiones para despedir a muchas personas, dura porque el proceso supone una sobrecarga de trabajo a la del devenir diario y dura porque, además de ser evaluado por los objetivos propios del negocio, pasan a ser medidos por objetivos propios de la integración, como la propia consecución de sinergias.

Otro de los factores que aparecen como relevantes en el proceso de integración de las dos empresas es la comunicación, no tanto el estar enviando mensajes continuos, como el de dar respuesta a las preguntas fundamentales que se están haciendo las personas implicadas en el proceso sobre “que va a ser de mi futuro, en caso de tener que irme que apoyo puedo esperar de las empresa y en caso de quedarme cual es el la estrategia de futuro”. Una vez que estas incertidumbres se aclaran, las personas que se quedan se integrarán rápidamente al nuevo proyecto, y las que salen tienen clara su situación y pueden estar abiertos a ayudar durante la transición a cambio de un paquete interesante para su salida.

A este respecto los entrevistados coinciden en que la ambigüedad, la prepotencia, la dilatación en el proceso, o simplemente dejar abiertas posibilidades de encaje futuras y todo este tipo de estrategias o falta de estrategias son el principio del fracaso. En la actualidad la mayoría de los profesionales han pasado por algún proceso de F&A o al menos no son ajenos a ellos y en el momento que detectan este tipo de prácticas, los que tienen algo que ofrecer salen inmediatamente al mercado, donde la competencia aprovecha sus oportunidades, y aquellos más inseguros o con menos potencial son los que se quedan.

Quizás aclaran un poco más el punto anterior los indicios que se han detectado en cuanto que el contrato psicológico de los trabajadores con la empresa puede estar sufriendo un giro, de tal suerte que los profesionales tienen claro que son ellos los que lideran su futuro profesional, y que éste depende mucho de los equipos que lideran. Los directivos demuestran interés por la situación en la que quedan las personas que han colaborado con ellos. Este punto puede ser interesante como tema de estudio, más si se constata que muchos directivos salientes se llevan a parte de su equipo cuando son contratados en otras empresas.

8.1 CONCLUSIONES SOBRE EL ANÁLISIS DE LAS ENTREVISTAS

En base a lo recogido en las entrevistas, se confirma que los factores claves que determinan el resultado de las operaciones son similares a los identificados en el trabajo de referencia, tanto en la fase pre como en la post adquisición, si bien con distinta relevancia en función de las respuestas de los entrevistados las hipótesis planteadas encuentran las siguientes respuestas:

- **Hipótesis I:** dentro de los factores críticos, **los de post adquisición** son los más determinantes, lo que confirma que “la partida se decide en la integración”
- **Hipótesis II:** en cuanto a **la comunicación**, se identifica que la comunicación relevante es la relacionada con el futuro de las personas, por encima de cualquier otro tipo de mensajes, dicha comunicación ha de tener lugar lo antes posible en el proceso, para evitar otros efectos como incertidumbre, rumores, miedos y potenciar otros como la ruptura del contrato psicológico y la falta de motivación que desvían el foco del negocio, definitivo en los primeros meses de la operación. En base a las entrevistas la clave está, no ya en la comunicación en general, sino en comunicar a las personas cuál será su futuro en la nueva organización. A estos efectos una decisión rápida sobre la composición de los equipos finales y su correspondiente comunicación es definitiva. La comunicación no se valora solamente en términos de mensajes emitidos, sino que se vincula a la percepción de justicia.
- **Hipótesis III:** se confirma que son los **factores relacionados con las personas** los determinantes de las operaciones, no solo en términos de encaje cultural, sino en tanto implicación del equipo que hace posible que el negocio siga en marcha a pesar de la distracción que supone el propio proceso de integración en sí.
- **Hipótesis IV:** **la experiencia previa** está presente en prácticamente todos los casos analizados, ya que todos los entrevistados han participado a lo largo de su trayectoria profesional en, al menos, dos operaciones. Todos ellos exponen aprendizajes como parte de su discurso y en algunos casos reconocen que no en todas las ocasiones les ha sido útil, aunque su discurso y sus acciones recogen reflejo de que si incorporan aprendizajes de operaciones anteriores y que, en general, el efecto de la experiencia es mayor si reside en la adquirente que en la adquirida.

Aparte de la confirmación o no de las hipótesis testadas se identifican dos factores determinantes en base a la opinión recogida de los entrevistados, siendo éstos los siguientes:

- **la velocidad de integración**, que se considera clave en dos aspectos: no solo en términos de comunicación esperada sobre el futuro del individuo en la organización, tal como se recoge en respuesta a la hipótesis II arriba formulada,

Conclusiones

sino también en términos de la aplicación de un plan estratégico desde los primeros momentos del proceso, que permita mantener el foco en el negocio una vez las incertidumbres personales se han cubierto con la comunicación mencionada. La existencia de un plan estratégico por parte del adquirente fue ya uno de los factores que se identificaron en el trabajo de referencia como determinante de impacto en el directivo del adquirente y su rotación.

- En la pre adquisición el factor clave es **la due diligence**: sin perjuicio de la confirmación de la hipótesis I sobre la post adquisición como clave del éxito o fracaso de las operaciones, información no identificada, incompleta, mal recabada o mal interpretada en el proceso de *due diligence* es fuente de problemas importantes en la fase de integración, que pueden ser definitivos para el éxito o no de la operación.

8.2 TENDENCIAS Y COYUNTURA

En palabras de algunos autores, las operaciones siguen siendo una estrategia al uso, si bien evoluciona el tipo de operación, sus motivaciones y el marco en que se desarrollan y las perspectivas son halagüeñas:

“During the deep recession of the past two years, falling earnings and limited access to capital made executives more risk averse. As a result, firms slashed expenses, squeezed their balance sheets, and reined in growth initiatives. This has allowed companies to generate healthy free cash flows and to sustain strong financial positions.” (Mauboussin, 2010)

*“**Today we can be more optimistic than ever**”. “It is undeniable that we now have a rich body of empirical evidence from both successful and unsuccessful companies. Managers should look at the successful cases (e.g. Cisco, GE) and avoid the many traps. But what makes us more optimistic about future prospects is that there exist at least two external to our organizations changes, which are going to make them far more cautious than in the past. First, much has changed since the internet boom. Stakeholders as well as boards of directors are now more actively involved in scrutinizing not only the rationale behind the deal but also the merger implementation strategy and processes. This means that in the post Sarbanes-Oxley world, senior management and boards of directors have to abide by a new set of regulations and that makes them more careful in planning and implementing mergers. Second, instead of big, hairy, audacious diversification efforts of the recent past, we now see strategic deals that are more consolidation-oriented (examples include the merger between Wachovia Bank and First Union or Telefonica and O2). As recent research shows, 42 percent of the 50 largest deals taken place in 2005 are close to being considered as “**horizontal integrations**”, i.e. involve close competitors (por ejemplo Adolph, 2006). According to the authors, those deals involve far lower execution risks as they do not ask for a new set of strategic*

and operational skills, thus we might expect an increasing success rate. Clearly, successfully executing a major deal is not an easy task. But M&As will always be among the most desirable ways to grow. Following the above tips and learning from the experience of others, can turn the odds in your favor. After all, M&As can be a winner's game.” (Papadakis, 2005)

Por otro lado está sobre la mesa la potencial influencia de bancos de inversión reputados y asesores en los efectos de valoración de las operaciones. Lo que algunos autores ya mencionaban en distintos términos, como Servaes & Zenner (1996) que indicaba que las empresas que cuentan con el asesoramiento de un banco de inversión en la adquisición hacen una oferta más compleja, con mayores costes de transacción y Rau (2000) que menciona el impacto del asesor de inversores, de forma que oferentes cotizados tienen peores resultados en el anuncio de la adquisición. **Benou, Gleason, & Madura (2007)** sin embargo lo plantean para operaciones internacionales y targets en industrias de alta tecnología, y muestran que el asesoramiento resulta beneficioso para los adquirentes debido a la dificultad de valorar activos intangibles y la relativa iliquidez de sus activos. Tener el banco inversor como asesor en estas F&A reduce el coste total de transacción y minimiza los problemas de asimetría de información y los costes de contratación.

La investigación también avanza en otros ámbitos de soporte a la toma de las propias decisiones para acometer F&A, tal es el caso de las *due diligences* incorporando información más completa. En este sentido **Lau, Liao, Wong & Chiu (2012)** diseñan un nuevo modelo de cuadro de mando que aprovecha la inteligencia colectiva para mejorar la toma de decisiones de M&A (“*web 2.0 environmental Scanning and adaptative decisión support for business M&A*”). A través de este tipo de herramientas se trata de evitar la tendencia de los gestores a descuidar los factores socioculturales y no financieros, facilitándoles el uso de la información mediante el escaneo continuo del entorno 2.0., el cuadro de mando de *due diligence* es capaz de facilitar soporte adaptativo a la toma de decisiones sobre F&A.

Otro cuadro de mando al servicio de las operaciones es el que otros autores proponen como alternativa para la monitorización del proceso de integración, a través de métricas ad hoc que aseguren el foco en los factores clave y la incorporación de medidas correctivas en tiempo real, tal es el caso de (Castillo, 2013) entre otros. En este sentido la literatura recoge iniciativas para facilitar el seguimiento de las operaciones en la parte crítica que muestra ser la integración.

En el tema de la rotación de directivos, recientemente (**Krug, Writght & Kroll, 2015**), autores clásicos en la materia, replantean su peso relativizándolo, pasando de considerarlo un factor determinante de fracaso a sugerir que la relación entre rotación y resultados post adquisición es más compleja de lo que se venía considerando por la literatura en los 20 años anteriores y que el hecho de retener ejecutivos de target puede ser clave de éxito, en función de los objetivos específicos de cada operación.

Conclusiones

En términos de la propia investigación, la clasificación que históricamente ha hecho la literatura, poniendo el foco de forma separada en factores pre y post adquisición, está ahora en cuestión por autores como (Gomes et al, 2013) que propugnan una revisión multidisciplinar para examinar las variables relevantes a lo largo de todo el proceso de F&A. En general la conexión entre encaje estratégico (potencial de sinergias) y factores de encaje organizacional (diferencias culturales y cultura nacional del adquirente) son conocidos pre adquisición y son tenidos en cuenta en la elección del enfoque de integración y los resultados en estos casos son mejores que los de las operaciones en que no se consideraban factores de decisión post fusión.

Otro tema abierto en la investigación reciente, que reenfoca el tema del aprendizaje organizacional y la pérdida de conocimiento con la rotación es la sistematización de los aprendizajes, de forma que garanticen su utilización. Y en otro sentido, pero con la misma intención, las métricas que se enfocan más que a la medida del índice de éxito de las operaciones como hasta hace un tiempo, hacia el propio seguimiento del proceso, facilitando la monitorización en tiempo real de las operaciones. Además de algunas aportaciones que se enfocan al soporte de la información al servicio de la propia toma de la decisión de la operación, aportando dimensión y sistematizando inputs que pueden ser determinantes de una decisión adecuada de target y oportunidades.

En definitiva, ya no todos los autores plantean las F&A en términos de fracaso, sino que se empieza a hablar en términos de índice de éxitos, mientras que el cuerpo de literatura busca alternativas más transversales de análisis, incorporando métricas adicionales diversas y reconociendo a la postre su incapacidad, con las herramientas con que cuentan, de predecir el éxito o fracaso de las operaciones.

8.3 DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

La literatura no ha conseguido dar respuesta a los escollos que se encuentran las empresas en los procesos de integración, sigue centrada en análisis parciales y no homogéneos no capaces de abordar el tema en su conjunto. En cualquiera de los casos es necesaria la aportación de estudios más globales, con datos primarios y en tiempo real.

Sin embargo parece que los resultados de las operaciones no son tan malos como se han venido reportando, no solo por la oportunidad o la dispersión de las métricas utilizadas, sino también porque los aprendizajes de operaciones anteriores, con la mediación o no de la literatura pero con la contribución de los *practitioners*, bancos de inversión y otros *players* en las operaciones, contribuyen a evitar errores sistemáticos.

Hay toda una nueva serie de temas que se asoman a la literatura sobre las F&A y la complejidad de las operaciones sigue en aumento, incrementando la casuística, lo que requiere a su vez análisis más ad-hoc en muchos casos.

La naturaleza cíclica de las olas de operaciones dará la oportunidad de mostrar si realmente los aprendizajes se aplican (como dice la literatura post 2000 sobre M&A de

instituciones financieras, según la cual los bancos norteamericanos incrementaron su eficiencia, aunque no crearon valor, sin embargo los Europeos consiguieron ambos, según ellos porque pudieron aplicar sus aprendizajes).

El reto sigue siendo asegurar que la investigación a futuro sobre F&A tiene lugar de forma sistemática y práctica para realmente capturar la realidad trans-disciplinar (estratégica, financiera, operativa y humana) de un fenómeno complejo como el que tratamos. Se trata, como la propia literatura apunta, de evitar las perspectivas parciales y completar los datos secundarios con datos primarios y lo más cerca posible del fenómeno y de casos reales, con información de primera mano para dar relevancia y dimensión a las conclusiones y ser cuidadoso en las generalizaciones.

Los factores que más impactan y sobre los que más capacidad de influencia tienen los managers de las compañías son los relacionados con el factor humano, que puede ser determinantes del éxito de la operación. La rotación de directivos es uno de estos factores que no solo impacta al individuo implicado sino a su entorno en términos de motivación y predisposición a la contribución del resultado de la integración y compromiso a futuro con la nueva empresa combinada y es importante ponerlo en perspectiva para gestionarlo.

El papel de los asesores es clave porque aportan perspectiva de múltiples operaciones y no están sesgados por las motivaciones que pueden mover a los managers de una u otra parte de la transacción. Contribuyen aportando a la operación el efecto experiencia por haber participado en operaciones sucesivas y diversas y compensan los efectos de las asimetrías de información.

En cuanto a la investigación: el verdadero reto es conseguir una aportación no tan marginal en los términos en que lo describen Meglio y Risberg (2010), sino incorporar algo de la experiencia profesional previa en la involucración de operaciones y el conocimiento del mundo corporativo, para dar dimensión a las nuevas conclusiones.

8.4 APRENDIZAJE: ¿UN PROCESO DE IDA Y VUELTA?

La literatura se esfuerza en ofrecer a los managers pautas para la gestión de los procesos de F&A, la identificación de las target, la forma de precio óptima y se nutre de casos prácticos para analizar errores sistemáticos y relaciones entre variables que expliquen un mejor o peor desempeño de unas operaciones en relación a otras similares.

De hecho muchos son los autores que explícitamente estructuran pautas en base a su investigación, para un uso práctico por los managers en la toma de decisiones de F&A. Tal es el caso, entre otros, de la que facilita Bruner (2004) en que recoge a estos efectos una tabla de factores de éxito enfocado a un uso práctico, que se muestra a modo de ejemplo en la siguiente imagen:

Exhibit 1

Where M&A Pays and Where It Strays: Adjusted Returns to Buyers by "Neighborhood"

Returns to buyers likely will be higher:

1. Strategic motivation
2. Value acquiring
3. Focused/related acquiring
4. Credible synergies
5. To use excess cash profitably
6. Negotiated purchases of private firms
7. Cross borders for special advantage
8. Go hostile
9. Buy during cold M&A markets
10. Pay with cash
11. High tax benefits to buyer
12. Finance with debt judiciously
13. Stage the payments (earnouts)
14. Mergers of equals
15. Managers have significant stake
16. Shareholder-oriented management
17. Active investors
18. Big good deals

Returns to buyers likely will be lower:

1. Opportunistic motivation
2. Momentum growth/glamour acquiring
3. Lack of focus/unrelated diversification
4. Incredible synergies
5. Just to use excess cash
6. Auctions of public firms
7. Cross borders naively
8. Negotiate with resistant target
9. Buy during hot M&A markets
10. Pay with stock
11. Low tax benefits to buyer
12. Over-lever
13. Pay fully up-front
14. Not a merger of equals
15. Managers have low or no stake
16. Entrenched management
17. Passive investors
18. Big bad deals

Ilustración 38 Tabla de recomendaciones para managers (Bruner, 2004)

Pero, hasta qué punto estos resultados llegan a la mesa de los *practitioners* y pueden llegar a cumplir de este modo su misión de transmitir de alguna forma aprendizajes que redunden en mejores resultados de las operaciones, no ha sido identificado.

8.5 CONCLUSIONES EN RELACIÓN A LA TESIS DE REFERENCIA DE ESTE TRABAJO

En términos de lo planteado como objetivo de este trabajo, pasamos a comparar las conclusiones reflejadas en el trabajo que tomamos como referencia de éste, el del Dr. D. Santiago Simón.

En este sentido la literatura ya no plantea los factores en términos de pre y post adquisición, sino de forma transversal a todo el proceso (Gomes et al., 2013), aunque sigue en vigor la clasificación de los factores en *hard* y *soft*.

Tanto literatura como entrevistados ratifican que, tal como se planteaba, la post adquisición es definitiva para el éxito o fracaso de las operaciones, sin perjuicio de que las fases previas estén bien ejecutadas. Este aspecto subyace en varias dimensiones, referidas en los siguientes párrafos.

La comunicación sigue siendo factor determinante y en los mismos términos que los inicialmente planteados: no se trata tanto de cantidad de comunicación sino de comunicación específica relevante en términos de continuidad de las personas y qué aspectos del proceso les atañen directamente, de forma que mitigue incertidumbres y miedos propios del proceso de integración, que pueden traducirse en desmotivación y pérdida de foco en el negocio.

La prepotencia del adquirente, que figuraba como factor destacado, sigue presente aunque con menos relevancia, tanto en la literatura como en nivel de referencias de los entrevistados. Quizás no tan abiertamente como entonces, sino más reflejado indirectamente en otros factores, como por ejemplo en la experiencia del adquirido, que no es tan útil como la del adquirente por el hecho de ser del adquirido, la rotación de directivos que es mayor para el adquirido (como ya lo era en el trabajo de referencia) porque el proceso de selección de los miembros de la organización final no es tan ecuaníme de facto como para que no prevalezcan los de la organización adquirente y es mencionado en varias ocasiones a lo largo de todas las entrevistas, la importancia de la cultura y los métodos y sistemas que prevalecen.

La importancia de un responsable de integración del máximo nivel es también referido por la literatura posterior y surge en las entrevistas, coincide en que ha de tratarse de un directivo de máximo nivel que esté dedicado al proceso y sea capaz de transmitir el proyecto y mitigar incertidumbres en el proceso e ilusión en el futuro.

La experiencia se plantea en otros términos, no tanto en cuanto la aplicación de recetas que sean susceptibles de ser replicadas entre operaciones, sino más en cuanto al propio proceso de aprendizaje que las canalice. En este sentido teorías del aprendizaje organizacional y la sistematización de los aprendizajes adquiridos que han proliferado en la literatura, se reflejan también en las entrevistas en forma de pautas repetidas aunque reconociendo que cada operación es distinta.

En cuanto a la rotación y en concreto entre el colectivo de los directivos de la adquirida, mientras que la literatura los consideraba los grandes perdedores y los asociaba con pérdida de conocimiento, la literatura más reciente, por boca de Krug, uno de los clásicos en el tema de la rotación, lo relativiza en clave de las especificidades de la propia operación. En cuanto a lo recogido de las entrevistas la rotación se muestra como algo habitual y con el perfil de los directivos actuales, no se vive de forma tan negativa como colectivo, mas allá de la propia vivencia personal de cada entrevistado, aunque sigue marcando el proceso y la transmisión de conocimiento a la organización final.

Hay un factor adicional que condiciona la rotación en nuestro caso, como es la ubicación de la sede y que no aparecía en el trabajo original, básicamente por razón de la muestra, por lo que no podemos valorar cual ha sido la evolución en este caso

En cuanto a la hipótesis cualitativa de los factores que inciden en la rotación de directivos, relacionando factores de la conducta del adquirente y su impacto en el directivo de la adquirida, todos los factores reflejados entonces siguen vigentes y las relaciones en el mismo sentido: la falta de plan estratégico desde el principio de la operación, es uno de los factores más mencionados en las entrevistas, a cuya carencia achacan la falta de foco y pérdida de negocio en las primeras etapas de la post adquisición. El entonces señalado como choque cultural pasa a ser ahora tratado como encaje cultural. La ruptura del contrato psicológico es reformulado en clave de otro tipo de contrato psicológico, en varias dimensiones y específico para cada persona y surge una dimensión adicional del mismo

Conclusiones

como es el vínculo con los equipos. Por otro lado los sentimientos de pérdida de poder, miedo y desmotivación se agrupan ahora en otros como incertidumbre personal.

Ya 12 años después, las F&A siguen siendo procesos traumáticos, en tanto que las operaciones, en principio, son eventos especiales en la vida de las compañías por lo que suponen de ruptura de redes, estructuras informales, canales de información y seguridades, a pesar de que se trata de operaciones ya más frecuentes en la vida de las empresas y los directivos, la habitualidad no los convierte en rutinarios, todo ello sumado al hecho que cuenta con el acuerdo colectivo en torno a que todas las operaciones son distintas. El coste de la operación en términos de pérdida de foco y por ende pérdida de posición de mercado, por lo que supone la propia integración de desvío de atención y en ocasiones la falta de un plan estratégico comunicado que oriente los esfuerzos, refuerzan la afirmación que entonces se hizo sobre la necesidad de recuperación post adquisición y coste humano y económico.

En cuanto a la reflexión de cierre acerca del cuidado de los aspectos soft como determinantes de la operación y el hecho de que dichas recomendaciones ya están presentes en la literatura desde su inicio, sigue en el aire la cuestión acerca de la utilidad de los aprendizajes de operaciones anteriores y hasta qué punto la literatura es útil para que trasciendan estos aprendizajes mejorando el índice de éxito de las operaciones.

8.6 APORTACIÓN DE ESTE TRABAJO Y PROPUESTA DE LINEAS PARA INVESTIGACION SUBSIGUIENTE

La aportación de este trabajo trata de ser el contribuir a la actualización y revisión de los factores identificados tanto por la literatura como por los directivos, como determinantes de éxito o fracaso de las operaciones. Considerando que las operaciones son cada vez eventos más frecuentes en la vida corporativa, es difícil que los directivos consigan escapar al efecto de alguna a lo largo de su trayectoria profesional, con lo que las convierte de facto en un fenómeno, si no cotidiano, si habitual en la vida de los profesionales.

No obstante, los factores evolucionan en matices y en su peso relativo, también vinculado a la experiencia y a la evolución del perfil de los directivos. Se trata, en todo caso, de un grupo de factores dinámicos en el sentido de que, factores que eran relevantes lo son ahora menos a favor de otros y viceversa, factores que apenas eran relevantes toman relevancia en detrimento de otros clásicos o pasan a ser agrupados en otros más amplios. La literatura además tiende a adoptar enfoques más transversales en la propia operación, que van desde las primeras etapas a la propia integración, lo que aporta dimensión adicional a muchas de las conclusiones y la relación entre factores determinantes de éxito o fracaso de las operaciones, que pasan a ser abordados con una visión más completa.

Otro tema abierto en la investigación es el del enfoque de red en un sentido amplio, no solo a nivel organización, ni intersectorial, y yendo más allá de las *Network pictures* de (Öberg, Henneberg & Mouzas, 2007) y los modelos de reparación de red de (Galpin & Whittington, 2010). Las F&A son en definitiva cambios de redes, que toman otra dimensión

en un entorno especialmente interconectado como el actual en que la interconexión crece en agilidad y formatos de manera exponencial. En este sentido hay todo un abanico de posibilidades de exploración de relaciones entre distintos *players*, que ganarían de la incorporación de fuentes primarias en la aportación de material para completar las conclusiones. Se trata de un hecho especialmente relevante en el entorno actual, en que nada es un evento aislado y las posibilidades de acceso a la información pueden convertir cualquier evento o información en global en tiempo real. En este sentido ya hay autores como (Lau, Liao, Wong & Chiu, 2012) que apoyándose en el enfoque de red abren las posibilidades de las due diligences incorporando web 2.0, pero esto es solo el principio.

No totalmente desvinculado con lo indicado sobre enfoque de red, un tema identificado como parte de este trabajo y que se pone de manifiesto en los resultados de las entrevistas, es el vínculo que toma fuerza entre el equipo gestor y su equipo, que se muestra como un condicionante de sus actos en el sentido de tratar de preservar su continuidad por encima de su vínculo con la empresa. De hecho es cada vez más frecuente que, en aras de la mayor movilidad de puestos, en muchos casos, los directivos que cambian de compañía como consecuencia de una fusión, terminan llevándose consigo a parte de su equipo anterior, con lo que supone de efecto arrastre y la consecuente pérdida de conocimiento en bloque, que podría ser menor en caso de la salida de un solo individuo. No hemos encontrado menciones específicas en la literatura al respecto, quizás también respondiendo al hecho de que no era una de las claves de búsqueda, sin embargo es un área a explorar en el sentido de la relación que pueda tener con los comportamientos en los procesos de integración de las operaciones.

El tema del aprendizaje es otro factor determinante para optimizar el uso de recursos y talento al servicio de las operaciones, tanto en términos de aprendizajes de operaciones previas, como en términos de la articulación de la transferencia de conocimiento como parte del proceso de integración. Se trata de dos áreas claves, ya no solo para mejorar los resultados de las operaciones, sino para optimizar el tiempo y esfuerzo de los involucrados, que también redundan no solo en costes, sino en desmotivación y pérdida de foco en la actividad del día a día, con lo que supone de retraso en la consecución de las sinergias que por ende son uno de los objetivos de las operaciones. Cualquier avance en este aspecto, del que se desprendan pautas de aplicación por los equipos gestores puede ser determinante de cambio.

Relacionado con el aprendizaje, pero con el foco en la monitorización específica de las operaciones, hay ya abierta toda una línea en la literatura en torno a posibilidades de incorporar herramientas al servicio de tal monitorización. Ya está en marcha con el cuadro de mando, pero puede ser la base para desarrollo de herramientas más potentes que potencien los aprendizajes para mejorar la monitorización de los procesos de integración, que es donde se decide el éxito o fracaso de la operación, que puede suponer mejoras en la gestión de las personas y sus implicaciones y de lo que pueda condicionar la consecución de las sinergias planificadas.

Conclusiones

La literatura se esfuerza en recoger la experiencia en operaciones para reflejar aprendizajes, incorporando todo tipo de fuentes, completando los modelos de análisis, evolucionando hacia modelos más trasversales y variables adicionales para sofisticar los modelos. Sin embargo estos aprendizajes, ¿llegan realmente a las manos de los decisores de las F&A? son ellos y los equipos involucrados en las operaciones, quienes tienen en su mano aplicar los aprendizajes que se desprenden de otras F&A. Éste es en realidad el tema aún sin resolver.

Adilov, N.; Alexander, P.J. - Horizontal merger: Pivotal buyers and bargaining power *Economics Letters*, Volume 91, Issue 3, June 2006, Pages 307-311

Agrawal, A.; Jaffe, J.F. - Do Takeover Targets Underperform? Evidence from Operating and Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Seattle: Dec 2003. Vol. 38, Iss. 4; p. 721

Ahn, S.; Jiraporn, P.; Kim, Y.S. - Multiple directorships and acquirer returns. *Journal of Banking and Finance*, Volume 34, Issue 9, September 2010, Pages 2011-2026

Aktas, N., de Bodt, E., & Roll, R. (2009). Learning, hubris and corporate serial acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 15, 543–561.

Alexandridis, G., Mavrovitis, C.F., Travlos, N.G., 2012. How Have M&As Changed: Evidence from the 6th Merger Wave. *Eur. J. Financ.* 18, 663–688.

Alexandridis, G.; Antoniou, A.; Zhao, H. - Valuation Effects of Short Sale Constraints: the Case of Corporate Takeovers. *European Financial Management*, Nov2006, Vol. 12 Issue 5, p747-762, 16p

Alexandridis, G; Fuller, K; Terhaar, L; Travlos N. Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal Of Corporate Finance* [serial online]. April 1, 2013; 20:1-13.

Al-Laham, A.; Schweizer, L.; Amburgey, T.L. Dating before marriage? Analyzing the influence of pre-acquisition experience and target familiarity on acquisition success in the “M&A as R&D” type of acquisition. *Scandinavian Journal of Management*, Volume 26, Issue 1, March 2010, Pages 25-37

Andrade, G.; Mitchell, M.; Stafford, E. - New Evidence and Perspectives on Mergers *Journal of Economic Perspectives*. 2001. Vol. 15, Iss. 2; 103-120

Andrade, G.; Stafford, E. - Investigating the Economic Role of Mergers *Journal of Corporate Finance*. Jan 2004. Vol. 10, Iss. 1; 1-36

Ang, J. S.; Cheng, Y. - Direct evidence on the market-driven acquisition theory *Journal of Financial Research*. 2006. Vol. 29, Iss. 2; 199-216

Angwin, D. - Speed in M&A Integration: The First 100 Days. *European Management Journal*, Aug2004, Vol. 22 Issue 4, p418-430, 13p.

Angwin, D.N.; Meadows, M. - The Choice of Insider or Outsider Top Executives in Acquired Companies *Long Range Planning*, Volume 42, Issue 3, June 2009, Pages 359-389

Referencias

Antila, E.M. - The role of HR managers in international mergers and acquisitions: a multiple case study. *International Journal of Human Resource Management*, Jun2006, Vol. 17 Issue 6, p999-1020, 22p

Appelbaum, S.; Gandell, J.; Yortis, H.; Proper, S.; Jobin, F. - Anatomy of a merger: behavior of organizational factors and processes throughout the pre- during- post-stages (part 1). *Management Decision* Volume: 38 Issue: 9 2000

Appelbaum, S.; Lefrancois, F.; Tonna, R.; Shapiro, B.T. - Mergers 101 (part one): training managers for communications and leadership challenges. *Industrial and Commercial Training* Volume: 39 Issue: 3 2007

Appelbaum, S.; Lefrancois, F.; Tonna, R.; Shapiro, B.T. - Mergers 101 (part two): training managers for culture, stress, and change challenges. *Industrial and Commercial Training* Volume: 39 Issue: 4 2007

Ashkenas, R.N.; Francis, S.C. - Integration Managers: Special Leaders for Special Times. *Harvard Business Review*, Nov/Dec2000, Vol. 78 Issue 6, p108-116, 9p.

Ashraf, R.; Chakrabarti, R.; Fu, R.; Jayaraman, N.- Takeover Immunity, Takeovers, and the Market for Nonexecutive Directors *Financial Management* Volume 39, Issue 1, Spring 2010, Pages: 83–127,

Aydemir, Z.; Schmutzler, A. - Small scale entry versus acquisitions of small firms: Is concentration self-reinforcing? *Journal of Economic Behavior & Organization*, Volume 65, Issue 1, January 2008, Pages 133-146

Bagdadli S, Hayton J, Perfido O. Reconsidering the Role of HR in M&As: What Can Be Learned from Practice. *Human Resource Management* [serial online]. November 2014;53(6):1005-1025.

Baker S., Edwards R. How many qualitative interviews is enough. *National Centre for Research Methods Review Discussion Paper*. 2012 (pp 15). Retrieved from <http://eprints.ncrm.ac.uk/2273>

Balle, N. - Hearts at stake; A theoretical and practical look at communication in connection with mergers and acquisitions *Corporate Communications*. Bradford: 2008. Tomo 13, No. 1; pág. 56

Banal-Estañol, A. - Information-sharing implications of horizontal mergers. *International Journal of Industrial Organization*, Volume 25, Issue 1, February 2007, Pages 31-49

Barkema, H.G; Schijven, M. - "How do firms learn to make acquisitions? A review of past research and an agenda for the future." *Journal of Management*. Jun, 2008. Vol. 34, Iss. 3; 594-634

Barkema, H.G; Schijven, M. - TOWARD UNLOCKING THE FULL POTENTIAL OF ACQUISITIONS: THE ROLE OF ORGANIZATIONAL RESTRUCTURING. *Academy of Management Journal*. Briarcliff Manor: Aug 2008. Vol. 51, Iss. 4; p. 696

Bartels, J.; Douwes, R.; de Jong, M.; Pruyn, A. - Organizational Identification During a Merger: Determinants of Employees' Expected Identification With the New Organization. Article first published online: 28 FEB 2006 *British Journal of Management* Volume 17, Issue S1, pages S49–S67, March 2006

Bartels, J.; Pruyn, A.; de Jong, M. - Employee identification before and after an internal merger: A longitudinal analysis. *Journal of Occupational & Organizational Psychology*, Mar2009, Vol. 82 Issue 1, p113-128, 16p, 3 Charts

Basu, D.; Dastidar, S.G.; Chawla, D. - Corporate Mergers and Acquisitions in India: Discriminating between Bidders and Targets. *Global Business Review*, August 2008; vol. 9, 2: pp. 207-218.

Basu, N.; Chevrier, M. - Distance, information asymmetry, and mergers: evidence from Canadian firms *Managerial Finance* Volume: 37 Issue: 1 2011

Beckman, C. M., & Haunschild, P. R. (2002) - Network learning: The effects of partners' heterogeneity of experience on corporate acquisitions. *Administrative Science Quarterly*, 47(1), 92–124.

Bellou, V. - Psychological contract assessment after a major organizational change; The case of mergers and acquisitions *Employee Relations*. Bradford: 2007. Vol. 29, Iss. 1; p. 68

Benou, G.; Gleason, K.C.; Madura, J. - Impact of Visibility and Investment Advisor Credibility on the Valuation Effects of High-Tech Cross-Border Acquisitions. *Financial Management* Volume 36, Issue 1, March 2007, Pages: 69–89,

Bens D, Goodman T, Neamtiu M. - Does Investment-Related Pressure Lead to Misreporting? An Analysis of Reporting Following M&A Transactions. *Accounting Review* [serial online]. May 2012; 87(3):839-865.

Bergh, D.D. - Executive retention and acquisition outcomes: A test of opposing views on the influence of organizational tenure *Journal of Management*, October 2001; vol. 27, 5: pp. 603-622.

Bert, A.; MacDonald, T.; Herd, T. - Two merger integration imperatives: urgency and execution *Strategy & Leadership* Volume: 31 Issue: 3 2003

Bhagat, S.; Dong, M.; Hirshleifer, D.; Noah, R. - Do tender offers create value? New methods and evidence; *Journal of Financial Economics*; 2005 Vol. 76, p3-60.

Bijlsma-Frankema, K. - On managing cultural integration and cultural change processes in mergers and acquisitions *Journal of European Industrial Training* Volume: 25 Issue: 2/3/4 2001

Referencias

Bjorvatn, K. - Economic integration and the profitability of cross-border mergers and acquisitions. *European Economic Review*, Volume 48, Issue 6, December 2004, Pages 1211-1226

Bligh, M.C.; Carsten, M.K. - Post-merger psychological contracts: exploring a "multiple foci" conceptualization *Employee Relations* Volume: 27 Issue: 5 2005

Bliss, R; Rosen, R. - CEO compensation and bank mergers Original Research Article. *Journal of Financial Economics*, Volume 61, Issue 1, July 2001, Pages 107-138

Blyler, M.; Coff, R.W. - DYNAMIC CAPABILITIES, SOCIAL CAPITAL, AND RENT APPROPRIATION: TIES THAT SPLIT PIES. *Strategic Management Journal*, Jul2003, Vol. 24 Issue 7, p677, 10p; DOI: 10.1002/smj.327

Bodolica V, Spraggon M. Merger and Acquisition Transactions and Executive Compensation: A Review of the Empirical Evidence. *Academy Of Management Annals* [serial online]. 2009;3:109-181.

Bodolica, V.; Spraggon, M. - The implementation of special attributes of CEO compensation contracts around M&A transactions. *Strategic Management Journal*, Sep2009, Vol. 30 Issue 9, p985-1011, 27p

Boeh K. - Contracting Costs and Information Asymmetry Reduction in Cross-Border M&A. *Journal Of Management Studies* [serial online]. May 2011;48(3):568-590.

Bogan, V.; Just, D. - What drives merger decision making behavior? Don't seek, don't find, and don't change your mind *Journal of Economic Behavior & Organization*, Volume 72, Issue 3, December 2009, Pages 930-943

Borchert, P.S.; Cardozo, R.N. - Creative Destruction and Creative Combination. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship*. Fort Lauderdale: Apr 2010. Vol. 15, Iss. 2; p. 64 (12 pages)

Bower, J.L. - Not All M&As Are Alike--and That Matters. *Harvard Business Review*, Mar2001, Vol. 79 Issue 3, p92-101, 10p, 1 Color Photograph, 2 Charts

Breinlich, H. - Trade liberalization and industrial restructuring through mergers and acquisitions *Journal of International Economics*, Volume 76, Issue 2, December 2008, Pages 254-266

Bröchner, J.; Rosander, S.; Waara, F. - Cross-border post-acquisition knowledge transfer among construction consultants. *Construction Management & Economics*, May2004, Vol. 22 Issue 4, p421-427, 7p

Brooks, I.; Dawes, J. - Merger as a Trigger for Cultural Change in the Retail Financial Services Sector. *Service Industries Journal*, Jan99, Vol. 19 Issue 1, p194-206, 13p.

Bruner, R. - Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker; *Journal of Applied Finance*; 2002 Vol. 12, 21p

Bruner, R. - Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research. *Journal Of Applied Corporate Finance* [serial online]. Fall2004 2004;16(4):63-76.

Brusco, S.; Lopomo, G.; Robinson, D.; Viswanathan, T.S. - EFFICIENT MECHANISMS FOR MERGERS AND ACQUISITIONS *International Economic Review* Volume 48, Issue 3, pages 995–1035, August 2007

Bryson, J. - Managing HRM risk in a merger. *Employee Relations* Volume: 25 Issue: 1 2003

Buehler, S.; Kaiser, C.; Jaeger, F. - Merge or fail? The determinants of mergers and bankruptcies in Switzerland, 1995–2000 *Economics Letters*, Volume 90, Issue 1, January 2006, Pages 88-95

Butler, F.C.; Perryman, A.A.; Ranft, A.L. - Examining the Effects of Acquired Top Management Team Turnover on Firm Performance Post-acquisition: A Meta-analysis. *Journal of Managerial Issues*. Spring2012, Vol. 24 Issue 1, p47-60. 14p.

Campa, J.M.; Hernando, I. - Shareholder value creation in European M&As; *European Financial Management*; 2004 Vol. 10 Issue 1, p47-81, 35p.

Cantwell, J.; Santangelo, G.D. - The boundaries of firms in the new economy: M&As as a strategic tool toward corporate technological diversification. *Structural Change and Economic Dynamics*, Volume 17, Issue 2, June 2006, Pages 174-199

CAPRON, L.; DUSSAGE, P.; MITCHELL, W. 1998a. Resource redeployment following horizontal acquisitions in Europe and North America, 1988-1992. *Strategic Management Journal*, núm. 19, pp. 631-666.

CAPRON, L.; MITCHELL, W. 1998b. Bilateral resource redeployment and capabilities improvement following horizontal acquisitions. *Industrial and Corporate Change*, núm. 7, pp. 453-484.

Carline, N.F.; Linn, S.C.; Yadav, P.K. - Operating performance changes associated with corporate mergers and the role of corporate governance. *Journal of Banking & Finance*, Volume 33, Issue 10, October 2009, Pages 1829-1841

Carow, K; Heron, R; Saxton, T - DO EARLY BIRDS GET THE RETURNS? AN EMPIRICAL INVESTIGATION OF EARLY-MOVER ADVANTAGES IN ACQUISITIONS. *Strategic Management Journal*. Chichester: Jun 2004. Vol. 25, Iss. 6; pg. 563

Carroll, G.; Harrison, J.R. - Come together? The organizational dynamics of post-merger cultural integration. *Simulation Modelling Practice and Theory*, Volume 10, Issues 5-7, 15 December 2002, Pages 349-368

Referencias

Cartwright S.; Schoenberg R. - Thirty years of mergers and acquisitions research; British Journal of Management; 2006 Vol. 17, pS1-S5, 5p

Castillo, R. 2013. Minimising the failure rate in M&A transactions: potential in applying the Balanced Scorecard ("BSC")

Castro, C; Fontela, E. - Transfer of socially complex knowledge in mergers and acquisitions. Journal of Knowledge Management Volume: 11 Issue: 4 2007

Cefis, E. - The impact of M&A on technology sourcing strategies. Economics of Innovation & New Technology; Jan2010, Vol. 19 Issue 1, p27-51, 25p

Chakrabarti, R.; Gupta-Mukherjee, S.; Jayaraman, N. - Mars-Venus marriages: Culture and cross-border M&A. Journal of International Business Studies, Feb/Mar2009, Vol. 40 Issue 2, p216-236, 21p

Chatterjee S. - The Keys to Successful Acquisition Programmes. Long Range Planning [serial online]. January 1, 2009; 42:137-163.

Chatterjee, A.; Hambrick, D.C. - It's All about Me: Narcissistic Chief Executive Officers and Their Effects on Company Strategy and Performance. Administrative Science Quarterly, Sep2007, Vol. 52 Issue 3, p351-386, 36p.

CHATTERJEE, S. - Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms. Strategic Management Journal 1986, núm. 7, pp. 119-139.

Chatterjee, S. - Why is synergy so difficult in mergers of related businesses? Strategy & Leadership Volume: 35 Issue: 2 2007

Chatzkel, J.; Saint-Onge, H. - Quantum leap breakthrough performance in acquisitions: The readiness and generative value approach Management Decision Volume: 45 Issue: 9 2007

Chen, C.H.; Chang, Y.Y.; Lin, M.J. - The performance impact of post-M&A interdepartmental integration: An empirical analysis Industrial Marketing Management. New York: Oct 2010. Vol. 39, Iss. 7; pg. 1150

Chen, L.; Nunez, M. - Business Process Integration of Multiple Customer Order Review Systems. IEEE Transactions on Engineering Management. New York: Aug 2010. Vol. 57, Iss. 3; p. 502

Christensen, K.S. - Losing innovativeness: the challenge of being acquired Management Decision. London: 2006. Vol. 44, Iss. 9; p. 1161

Chun, M.; Whitfield, G. - Social constraints to integrating information systems, knowledge, and firm capabilities following a corporate merger Journal of Systems and Information Technology Volume: 10 Issue: 2 2008

-
- Chun, R. - A corporate's responsibility to employees during a merger: organizational virtue and employee loyalty *Corporate Governance* Volume: 9 Issue: 4 2009
- Cigola, M.; Modesti, P. - A note on mergers and acquisitions. *Managerial Finance* Volume: 34 Issue: 4 2008
- Cloodt, M.; Hagedoorn, J.; Van Kranenburg, H. - Mergers and acquisitions: Their effect on the innovative performance of companies in high-tech industries. *Research Policy*; 2006 Vol. 35, p642-654, 13p.
- Coakley, J.; Iliopoulou, S. - Bidder CEO and Other Executive Compensation in UK M&As. *European Financial Management* Volume 12, Issue 4, September 2006, Pages: 609–631
- Cohen, L.M. - Physical assets in the M&A mix: a strategic option. *Journal of Business Strategy*, 2010, Vol. 31 Issue 6, p28-36, 9p.
- Collins, J.D.; Holcomb, T.R.; Certo, S.T.; Hitt, M.A.; Lester, R.H. - Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions *Journal of Business Research*. New York: Dec 2009. Vol. 62, Iss. 12; p. 1329
- Colombo, G.; Conca, V.; Buongiorno, M.; Gnan, L. - Integrating Cross-Border Acquisitions: A Process-oriented Approach. *Long Range Planning*, Apr2007, Vol. 40 Issue 2, p202-222, 21p;
- Comeau-Kirschner, C. - Bigger Might Mean Smaller. *Management Review*, Jan2000, Vol. 89 Issue 1, p9, 1/3p
- Conybeare, J.; Kim, D.H. - Barbarians at the Gates: State Control of Global Mergers and Acquisitions *The World Economy* Volume 33, Issue 9, pages 1175–1199, September 2010
- Canyon, M.J.; Girma, S.; Thompson, S.; Wright, P. W. - Do hostile mergers destroy jobs? *Journal of Economic Behavior & Organization*, Volume 45, Issue 4, August 2001, Pages 427-440
- Cording, M., Christman, P., & King, D. (2008). - Reducing causal ambiguity in acquisition integration: Intermediate goals as mediators of integration decisions and acquisition performance. *Academy of Management Journal*, 51(4), 744—767.
- Cosh, A.; Guest, P.M.; Hughes, A. - Board Share-Ownership and Takeover Performance *Journal of Business Finance & Accounting*. Oxford: Apr/May 2006. Vol. 33, Iss. 3,4; pg. 459
- Craninckx, K.; Huyghebaert, N. - Can Stock Markets Predict M&A Failure? A Study of European Transactions in the Fifth Takeover Wave. *European Financial Management*, Jan2011, Vol. 17 Issue 1, p9-45, 37p
- Croci E, Petmezas D, Vagenas-Nanos E. Review: Managerial overconfidence in high and low valuation markets and gains to acquisitions. *International Review Of Financial Analysis* [serial online]. January 1, 2010;19:368-378.

Referencias

Da Silva Rosa, R.; Walter, T. - Australian Mergers and Acquisitions Since the 1980s: What Do We Know and What Remains to Be Done? *Australian Journal of Management*. Sydney: 2004. Vol. 29; p. R1 (13 pages)

Dalton, D.R.; Daily, C.M.; Certo, S.T; Roengpitya, R. - META-ANALYSES OF FINANCIAL PERFORMANCE AND EQUITY: FUSION OR CONFUSION? *Academy of Management Journal*, Feb2003, Vol. 46 Issue 1, p13-26, 14p, 2 Charts

Danzon, P.M.; Epstein, A.; Nicholson, S. - Mergers and acquisitions in the pharmaceutical and biotech industries Article first published online: 17 AUG 2007 *Managerial and Decision Economics Special Issue: Economic and Policy Issues in the Pharmaceutical Industry* Volume 28, Issue 4-5, pages 307–328, June - August 2007

Davis, D.D.; Wilson, B.J. - Strategic buyers, horizontal mergers and synergies: An experimental investigation *International Journal of Industrial Organization*, Volume 26, Issue 3, May 2008, Pages 643-661

Davis, R.; Nair, A. - A Note on Top Management Turnover in International Acquisitions. *Management International Review (MIR)*, 2003 2nd Quarter, Vol. 43 Issue 2, p171-183, 13p, 4 Charts Academic Journal

De Bernardis L.; Giustiniano, L. - Evolution of multiple organisational identities after an M&A event A case study from Europe. *Journal Of Organizational Change Management* [serial online]. 2015; 28(3):333-355.

Delaney, F.T.; Wamuziri, S.C. - The impact of mergers and acquisitions on shareholder wealth in the UK construction industry *Engineering, Construction and Architectural Management* Volume: 11 Issue: 1 2004

DeLong, G.; Deyoung, R. - Learning by Observing: Information Spillovers in the Execution and Valuation of Commercial Bank M&As. *Journal of Finance*, Feb2007, Vol. 62 Issue 1, p181-216, 36p.

DeLong, G.L. - Stockholder gains from focusing versus diversifying mergers; *Journal of Financial Economics*; 2001 Vol. 59, 32p.

Deng, P. - Absorptive capacity and a failed cross-border M&A. *Management Research Review* Volume: 33 Issue: 7 2010

Deng, P. - What determines performance of cross-border M&As by Chinese companies? An absorptive capacity perspective. *Thunderbird International Business Review*, Nov/Dec2010, Vol. 52 Issue 6, p509-524, 16p.

Deutsch, Y.; Keil, T.; Laamanen, T. - Decision Making in Acquisitions: The Effect of Outside Directors' Compensation on Acquisition Patterns. *Journal of Management*. Feb, 2007. Vol. 33, Iss. 1; 30-56

DeYoung, R.; Evanoff, D.D.; Molyneux, P. - Mergers and Acquisitions of Financial Institutions: A Review of the Post-2000 Literature. *Journal of Financial Services Research*, Dec2009, Vol. 36 Issue 2/3, p87-110, 24p.

Díaz, B.; Sanfilippo, S.; López, C. - Are M&A Premiums Too High? Analysis of a Quadratic Relationship between Premiums and Returns. *Quarterly Journal of Finance & Accounting*, Summer2009, Vol. 48 Issue 3, p5-21, 17p, 1 Diagram, 4 Charts

Dockner, E.J.; Gaunersdorfer, A. - On the profitability of horizontal mergers in industries with dynamic competition Japan and the World Economy, Volume 13, Issue 3, August 2001, Pages 195-216

Dong-Kyoon, K.; Kwok, C.C.Y.; Baek, H.Y. - Managerial Incentives to Diversify and Shareholder Monitoring: Evidence from International Acquisitions. *Multinational Business Review*, Fall2005, Vol. 13 Issue 3, p87-105, 19p

Doukas, J.; Petmezas, D. - Acquisitions, Overconfident Managers and Self-Attribution Bias; *European Financial Management*; 2006.

Duarte, B. - Preemptive mergers under spatial competition. *International Journal of Industrial Organization*, Dec2003, Vol. 21 Issue 10, p1601, 22p; DOI: 10.1016/S0167-7187(03)00048-1

Dube, S.; Glascock, J.L. - Effects of the method of payment and the mode of acquisition on performance and risk metrics. *International Journal of Managerial Finance*. Bradford: 2006. Vol. 2, Iss. 3; pg. 176

Duncan, C.; Mtar, M. - Determinants of International Acquisition Success:. Lessons from FirstGroup in North America. *European Management Journal* [serial online]. January 1, 2006;24:396-410.

Duso, T.; Gugler, K.; Yurtoglu, B. - Is the event study methodology useful for merger analysis? A comparison of stock market and accounting data. *International Review of Law and Economics*, Volume 30, Issue 2, June 2010, Pages 186-192

Duysters, G. - Collaboration and innovation: a review of the effects of mergers, acquisitions and alliances on innovation *Strategic Direction* Volume: 22 Issue: 5 2006

Eccles, Lanes, Wilson. Are you paying too much for that acquisition? [online] Available at: <https://hbr.org/1999/07/are-you-paying-too-much-for-that-acquisition>

Faccio, M., McConnell, J.J. and Stolin, D. - Returns to acquirers of listed and unlisted targets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41(1), 2006, pp. 197–220.

Falcone, R. - EMPOWERING the Chief Acquisition Officer. *Contract Management*, Aug2010, Vol. 50 Issue 8, p16-27, 10p

Referencias

Feroz, E.H.; Goel, S.; Raab, R.L. - Performance measurement for accountability in corporate governance; A data envelopment analysis approach *Review of Accounting & Finance*. Patrington: 2008. Tomo 7, No. 2; pág. 121

Feroz, E.H.; Kim, S.; Raab, R. - Performance Measurement in Corporate Governance: Do Mergers Improve Managerial Performance in the Post-Merger Period? *Review of Accounting and Finance* 2005: Volume: 4 Issue: 3

Finkelstein S, Halebian J. Understanding acquisition performance: The role of transfer effects. *Organization Science* [serial online]. n.d.;13(1):36-47.

Froeb, L.; Tschantz, S.; Werden, G.J. - Pass-through rates and the price effects of mergers *International Journal of Industrial Organization*, Volume 23, Issues 9-10, December 2005, Pages 703-715

Fubini D, Price C, Zollo M. The elusive art of postmerger leadership. (cover story). *Mckinsey Quarterly* [serial online]. December 2006;(4):28-37.

Fumagalli, E.; Vasconcelos, H. - Sequential cross-border mergers *International Journal of Industrial Organization*, Volume 27, Issue 2, March 2009, Pages 175-187

Fung, S.; Shih-Chuan Tsai, H. - Agency problems in stock market-driven acquisitions. *Review of Accounting and Finance* 2009: Volume: 8 Issue: 4

Galpin, T.; Whittington, J.L. - Merger Repair: A Conceptual Framework for Restoring Employer/Employee Relationships *Journal of Behavioral and Applied Management*. Glendale: May 2010. Vol. 12, Iss. 1; p. 48 (21 pages)

Gammelgaard, J.; Husted, K.; Michailova, S. - Knowledge sharing hostility in acquisitions. URI: <http://hdl.handle.net/10398/6529> Oct 2002

García-Gallego, A.; Georgantzís, N.; Gil-Moltó, M.J.; Orts, V. - Game-theoretic aspects of international mergers: Theory and case studies. *International Review of Law and Economics*, Volume 26, Issue 3, September 2006, Pages 395-409

Gärtner, D.L.; Halbheera, D. - Are there waves in merger activity after all?. *International Journal of Industrial Organization*, Volume 27, Issue 6, November 2009, Pages 708-718

Ghosal, V.; Sokol, D. - Compliance, Detection, and Mergers and Acquisitions. *Managerial & Decision Economics*, Oct-Dec2013, Vol. 34 Issue 7/8, p514-528, 15p.

Ghosh, A. - Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, Volume 7, Issue 2, June 2001, Pages 151-178

Gilbert, S.M.; Yu, G.; Xia, Y. - The strategic effects of a merger upon supplier interactions *Article first published online: 23 OCT 2006 Naval Research Logistics (NRL)* Volume 54, Issue 2, pages 162–175, March 2007

Gillis, W; Combs, J - Acquisition Financing: Does How You Pay for It Have Implications for Success? *Academy of Management Perspectives*, Nov2009, Vol. 23 Issue 4, p96-97, 2p

Giovanni, J. - What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening *Journal of International Economics*, Volume 65, Issue 1, January 2005, Pages 127-149

Glendon, W. Ph.D.- Insider information and trading during mergers and acquisitions, Walden University, 2010, 88 pages; AAT 3409398

Goel, A.M.; Thakor, A.V. - Do Envious CEOs Cause Merger Waves? *Review of Financial Studies*; Feb2010, Vol. 23 Issue 2, p487-517, 31p, 5 Charts

Goergen M; Renneboog - Shareholder wealth effects of European domestic and cross-bordertakeover bids. *European Financial Management*, Vol. 10(1), 2004, pp. 9–45

Gomes E, Angwin D, Weber Y, Tarba S. Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance. *Thunderbird International Business Review* [serial online]. January 2013;55(1):13-35.

Goranova, M.; Dharwadkar, R.; Brandes, P. - Owners on both sides of the deal: mergers and acquisitions and overlapping institutional ownership. Article first published online: 12 MAR 2010 *Strategic Management Journal* Volume 31, Issue 10, pages 1114–1135, October 2010

GORTON, G.; KAHL, M.; ROSEN, R.J. - Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Firm Size. *Journal of Finance*, Jun2009, Vol. 64 Issue 3, p1291-1344, 54p.

GRAEBNER, M. - CAVEAT VENDITOR: TRUST ASYMMETRIES IN ACQUISITIONS OF ENTREPRENEURIAL FIRMS. *Academy of Management Journal*, Jun2009, Vol. 52 Issue 3, p435-472, 38p, 2 Diagrams, 11 Charts

Graebner, M.; Eisenhardt, K.; Roundy, P. - Success and Failure in Technology Acquisitions: Lessons for Buyers and Sellers. *Academy of Management Perspectives*, Aug2010, Vol. 24 Issue 3, p73-92, 20p.

Gregoriou, G.; Renneboog, L. - Understanding mergers and acquisitions: activity since 1990 *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990*, 2007, Pages 1-20

Guest G, Bunce A, Johnson L. How many interviews are enough? An experiment with data saturation and variability. *Field Methods* [serial online]. n.d.;18(1):59-82.

Guest, P. - Board structure and executive pay: evidence from the UK *Cambridge Journal of Economics*. Oxford: Nov 2010. Vol. 34, Iss. 6; p. 1075

Guest, P. - The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*. London: Jun 2009. Vol. 15, Iss. 4; p. 385

Referencias

Guest, P. - The Impact of Mergers and Acquisitions on Executive Pay in the United Kingdom. *Economica*. London: Feb 2009. Vol. 76, Iss. 301; p. 149

Guest, P. The Impact of Mergers and Acquisitions on Executive Pay in the United Kingdom. *Economica*. London: Feb 2009. Vol. 76, Iss. 301; p. 149

Guest, P.; Bild, M.; Runsten, M. - The effect of takeovers on the fundamental value of acquirers. *Accounting and Business Research*. Kingston Upon Thames: 2010. Vol. 40, Iss. 4; p. 333 (20 pages)

Gugler, K.; Mueller, D.; Yurtoglu, B.; Zulehner, C. - The effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, Volume 21, Issue 5, May 2003, Pages 625-653

Haeussler, C. - Proactive versus reactive M&A activities in the biotechnology industry. *The Journal of High Technology Management Research* Volume 17, Issue 2, 2007, Pages 109-123

Hakkinen, L.; Hilmola, O. - Integration and synergies of operations in horizontal M&A. *International Journal of Management & Enterprise Development*, 2005, Vol. 2 Issue 3/4, p1-1, 1p

Haleblian, J.; Devers, C.; McNamara, G.; Carpenter, M.; Davison, R. - Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of Management*. Jun, 2009. Vol. 35, Iss. 3; 469-502

Haleblian, J.; Finkelstein, S. - The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, Mar1999, Vol. 44 Issue 1, p29-56, 28p

Haleblian, J.; Kim, J.; Rajagopalan, N. - The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: Evidence from the U.S. commercial banking industry; *Academy of Management Journal*; 2006 Vol. 49, p357-370, 14p.

Harford, J. - Takeover bids and target directors' incentives: the impact of a bid on directors' wealth and board seats. *Journal of Financial Economics*, Volume 69, Issue 1, July 2003, Pages 51-83

Harford, J. - What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, Volume 77, Issue 3, September 2005, Pages 529-560

HARFORD, J.; LI, K. - Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs. *The Journal of Finance*. Volume 62, Issue 2, April 2007, Pages: 917-949

HASPELAGH, P.; JEMISON, D. - *Managing Acquisitions. Creating Value through Corporate Renewal*. 1991. New York: Free Press.

Hassan I, Chidlow A, Romero-Martínez A. - Selection, valuation and performance assessment: Are these truly inter-linked within the M&A transactions?. *International Business Review* [serial online]. May 10, 2015.

Hassan, M.; Patro, D.; Tuckman, H.; Wang, X. - Do mergers and acquisitions create shareholder wealth in the pharmaceutical industry? *International Journal of Pharmaceutical and Healthcare Marketing* Volume: 1 Issue: 1 2007

Hayward, M. - When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990-1995 *Strategic Management Journal*. Chichester: Jan 2002. Vol. 23, Iss. 1; pg. 21

Hege, U.; Hennessy, C. - Acquisition values and optimal financial (in)flexibility 2010 *Review of Financial Studies* 23 (7), pp. 2865-2899

Herath, H; Jahera Jr, J - Real options: valuing flexibility in strategic mergers and acquisitions as an exchange ratio swap *Managerial Finance* Volume: 28 Issue: 12 2002

Hietala, P.; Kaplan, S.; Robinson, D. - What is the Price of Hubris? Using Takeover Battles to Infer Overpayments and Synergies. *Financial Management* (Blackwell Publishing Limited), Fall 2003, Vol. 32 Issue 3, p5-31, 27p

Hijzen, A.; Görg, H.; Manchin, M. - Cross-border mergers and acquisitions and the role of trade costs *European Economic Review*, Volume 52, Issue 5, July 2008, Pages 849-866

Hitt, M.; Harrison, J.; Ireland, R. - Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders. *The Academy of Management Executive*. May 2002. Tomo 16, No. 2; pág. 171

Hitt, M.; Harrison, J.; Ireland, R.; Best, A. - Attributes of successful and unsuccessful acquisitions of US firms. *British Journal of Management*. Chichester: Jun 1998. Vol. 9, Iss. 2; p. 91 (24 pages)

Hitt, M.; King, D.; Krishnan, H.; Makri, M.; Schijven, M.; Shimizu, K.; Zhu, H. - Mergers and acquisitions: Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value. *Business Horizons*, Volume 52, Issue 6, November-December 2009, Pages 523-529

Hoberg, G.; Phillips, G. - Product Market Synergies and Competition in Mergers and Acquisitions: A Text-Based Analysis. *Review of Financial Studies*; Oct 2010, Vol. 23 Issue 10, p3773-3811, 39p.

Holland, W.; Salama, A. - Organisational learning through international M&A integration strategies. *Learning Organization* 2010: Volume: 17 Issue: 3

Homberg, F.; Rost, K.; Osterloh, M. - Do synergies exist in related acquisitions? A meta-analysis of acquisition studies. *Review of Managerial Science*. Jul, 2009. Vol. 3, Iss. 2; 75-116

Referencias

Homburg, C.; Bucerius, M. - Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness. *Strategic Management Journal*, Apr2006, Vol. 27 Issue 4, p347-367, 21p.

Homburg, C; Bucerius, M. - A Marketing Perspective on Mergers and Acquisitions: How Marketing Integration Affects Postmerger Performance. *Journal of Marketing*, Jan2005, Vol. 69 Issue 1, p95-113, 19p,

Hopkins, D. - Cross-Border Mergers and Acquisitions: Do Strategy or Post-Merger Integration Matter? *International Management Review*. Marietta: 2008. Vol. 4, Iss. 1; p. 5 (7 pages)

Horn, H.; Persson, L. - Endogenous mergers in concentrated markets *International Journal of Industrial Organization*, Volume 19, Issue 8, September 2001, Pages 1213-1244

Horner, S. - Director ties, board experience, and firm strategic outcomes: Board experience effects on post-acquisition performance *University of Missouri - Columbia*, 2006, 183 pages; AAT 3284773

Houston, J.; James, C.; Ryngaert, M. - Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, Volume 60, Issues 2-3, May 2001, Pages 285-331

Huang, Y.; Walkling, R. - Target abnormal returns associated with acquisition announcements: Payment, acquisition form, and managerial resistance. *National Taiwan Institute, Taipei, Taiwan, R.O.C. Ohio State University, Columbus, OH 43210, USA Available online 19 March 2002.*

Hunt, J. W. - Changing pattern of acquisition behaviour in takeovers and the consequences for acquisition processes; *Strategic Management Journal*; 1990 Vol. 11, 9p.

HUSTED, K.; MICHAILOVA, S. - Diagnosing and Fighting Knowledge-Sharing Hostility *Organizational Dynamics*, Volume 31, Issue 1, August 2002, Pages 60-73

Huyghebaert, N.; Luypaert, M. - Antecedents of growth through mergers and acquisitions: Empirical results from Belgium. *Journal of Business Research*, Volume 63, Issue 4, April 2010, Pages 392-403

Ismail, A.; Krause, A. - Determinants of the method of payment in mergers and acquisitions. *Quarterly Review of Economics & Finance*, Nov2010, Vol. 50 Issue 4, p471-484, 14p; DOI: 10.1016/j.qref.2010.06.003

Ivancevich J, Stewart K. Appraising Management Talent in Acquired Organizations: A Four-Tiered Recommendation. *Human Resource Planning [serial online]*. June 1989;12(2):141-154.

Jandik, T.; Makhija, A. - Leverage and the Complexity of Takeovers. *Financial Review*, Feb2005, Vol. 40 Issue 1, p95-112, 18p

Jemison, DB; Sitkin, SB. Corporate Acquisitions: A Process Perspective; Academy of Management Review; 1986 Vol. 11 Issue 1, 19p. Document

Jovanovic B, Rousseau P. The Q-Theory of Mergers. American Economic Review [serial online]. May 2002;92(2):198-204.

Kalwarski, T. - UNMISTAKABLE SIGNS OF LIFE IN WORLDWIDE M&A. BusinessWeek, 12/7/2009, Issue 4158, p18-19, 2p

Kavanagh, M.; Ashkanasy, N. - The impact of leadership and change management strategy on organizational culture and individual acceptance of change during a merger. British Journal of Management. Mar, 2006. Vol. 17, Iss. 1; S81-S103

Kengelbach, J., Schwetzler, B., Sperling, M.O. - How does geographical and legal proximity affect the performance of M&A transactions? Journal of General Management 2010: 36 (1), pp. 81-97

Kiessling, T.; Harvey, M. - Determining Top Managements' "Value": Pre/Post Acquisition. Journal of Business & Management, 2008, Vol. 14 Issue 1, p5-24, 20p, 2 Charts Academic Journal

Kiessling, T.; Harvey, M. - The human resource management issues during an acquisition: The target firm's top management team and key managers. The International Journal of Human Resource Management. Jul, 2006. Vol. 17, Iss. 7; 1307-1320

Kiessling, T.; Harvey, M.; Thompson Heames J. - Acquisition issues: Operational changes to the acquired firm's top management team and subsequent organizational performance. Journal of Leadership & Organizational Studies. May2008. Vol. 14; 287-302

Kim, D. - Making or Breaking a Deal: the Impact of Electoral Systems on Mergers & Acquisitions. Kyklos, Aug2010, Vol. 63 Issue 3, p432-449, 18p

Kim, J.; Finkelstein, S. - The effects of strategic and market complementarity on acquisition performance: evidence from the U.S. commercial banking industry, 1989–2001. (Jay) Strategic Management Journal, Jun2009, Vol. 30 Issue 6, p617-646, 30p, 2 Charts, 2 Graphs

King, D.; Dalton, D.; Daily, C.; Covin, J. - META-ANALYSES OF POST-ACQUISITION PERFORMANCE: INDICATIONS OF UNIDENTIFIED MODERATORS. Strategic Management Journal [serial online]. February 2004;25(2):187-200.

King, D.; Slotegraaf, R.; Kesner, I. - Performance Implications of Firm Resource Interactions in the Acquisition of R&D-Intensive Firms Organization Science. Linthicum: Mar/Apr 2008. Vol. 19, Iss. 2; p. 327 (16 pages)

Kiyamaz, H. - The impact of country risk ratings on U.S. firms in large cross-border acquisitions. Global Finance Journal, Dec2009, Vol. 20 Issue 3, p235-247, 13p

Referencias

Kiyamaz, H.; Mukherjee, T. - Parameter shifts when measuring wealth effects in cross-border mergers *Global Finance Journal*, Volume 12, Issue 2, Autumn-Winter 2001, Pages 249-266

Kling, G. - The long-term impact of mergers and the emergence of a merger wave in pre-World-War I Germany *Explorations in Economic History*, Volume 43, Issue 4, October 2006, Pages 667-688

Knilians, G. - Mergers and Acquisitions: Best Practices for Successful Integration *Employment Relations Today*. Hoboken: Winter 2009. Vol. 35, Iss. 4; pg. 39

Kräussl, R.; Topper, M. - Size does matter—firm size and the gains from acquisitions on the Dutch market. *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990*, 2007, Pages 279-293

Krishnan, H.; Hitt, M.; Park, D. - Acquisition premiums, subsequent workforce reductions and post-acquisition performance. *Journal of Management Studies*. Jul, 2007. Vol. 44, Iss. 5; 709-732

Krishnan, H.; Park, D; Kilbourne, L. - The Development of a Conceptual Model to Explain Turnover among Women in Top Management Teams. *International Journal of Management*, Sep2006 Part 1, Vol. 23 Issue 3, p470-477, 8p Academic Journal

Krug J. - Executive Turnover in Acquired Firms: An Analysis of Resource-Based Theory and the Upper Echelons Perspective. *Journal Of Management & Governance* [serial online]. June 2003

KRUG J; WRIGHT P; KROLL M. - TOP MANAGEMENT TURNOVER FOLLOWING MERGERS AND ACQUISITIONS: SOLID RESEARCH TO DATE BUT STILL MUCH TO BE LEARNED. *Academy Of Management Perspectives* [serial online]. January 2015;3015(1):30.

Krug, J. - Why Do They Keep Leaving? *Harvard Business Review*, Feb2003, Vol. 81 Issue 2, p14-15, 2p

Krug, J.A.; Hegarty, W. H. (2001) - Predicting who stays and leaves after an acquisition: A study of top managers in multinationals. *Strategic Management Journal*, 22(2) 185–196.

Krug, J.A.; Hegarty, W. Harvey. - POSTACQUISITION TURNOVER AMONG U.S. TOP MANAGEMENT TEAMS: AN ANALYSIS OF THE EFFECTS OF FOREIGN VS. DOMESTIC ACQUISITIONS OF U.S. TARGETS. *Strategic Management Journal*, Sep97, Vol. 18 Issue 8, p667-675, 9p

Krug, J.A.; Nigh, D. - Executive Perceptions in Foreign and Domestic Acquisitions: An Analysis of Foreign Ownership and its Effect on Executive Fate. *Journal of World Business*, Spring2001, Vol. 36 Issue 1, p85, 20p, 1 Graph Academic Journal

Krug, J.A; Shill, W. - The big exit: executive churn in the wake of M&As. *The Journal of Business Strategy* 29.4 (2008): 15-21.

Kumar, S.; Bansal, L. - The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India. *Management Decision* Volume: 46 Issue: 10 2008

Kummer, C. - Motivation and retention of key people in mergers and acquisitions. *Strategic HR Review*. Bingley: 2008. Vol. 7, Iss. 6; p. 5

Kürsten, W. - Synergies, shareholder value and exchange ratios in “value-creating” mergers: Why shareholders should doubt management's pre-merger promises. *Managerial Finance* Volume: 34 Issue: 4 2008

Laamanen, T. - On the role of acquisition premium in acquisition research. *Strategic Management Journal* 2007, 28(13), 1359—1369.

Lambrecht, B. - The timing and terms of mergers motivated by economies of scale. *Journal of Financial Economics* Volume 72, Issue 1, April 2004, Pages 41-62

Larsson, R.; Driver, M.; Holmqvist, M.; Sweet, P. - Career Dis-integration and Re-integration in Mergers and Acquisitions: Managing Competence and Motivational Intangibles. *European Management Journal*, Volume 19, Issue 6, December 2001, Pages 609-618

Larsson, R.; Finkelstein, S. - Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization; Larsson, R.; Finkelstein, S. *Organization Science*; 1998 Vol. 10 Issue 1, 26p

Larsson, R.; Lubatkin, M. - Achieving acculturation in mergers and acquisitions: An international case survey. *Human Relations*, Dec2001, Vol. 54 Issue 12, p1573-1607, 35p

Lau, B.; Proimos, A. - The underperformance of equity-financed bidders. *International Journal of Managerial Finance*. Bradford: 2010. Vol. 6, Iss. 1; pg. 4

Lawlor, J. E., Ph.D. - An investigation of academic employees' post-merger mental models and perceptions in a higher education environment. University of Ulster (United Kingdom), 2008

Lazaridis, L. - IMPACT OF MERGERS AND ACQUISITIONS OF BANKS IN GREECE: EMPIRICAL RESEARCH FINDINGS. *Journal of Financial Management & Analysis*, Jul-Dec2003, Vol. 16 Issue 2, p28-36, 9p

Léger, P.; Quach, L. - Post-merger performance in the software industry: The impact of characteristics of the software product portfolio. *Technovation*. Amsterdam: Oct 2009. Vol. 29, Iss. 10; pg. 704

LEHN, K; ZHAO, M. - CEO Turnover after Acquisitions: Are Bad Bidders Fired?. *The Journal of Finance* Volume 61, Issue 4, pages 1759–1811, August 2006

Referencias

LELAND, H. - Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Structured Finance. *The Journal of Finance* Volume 62, Issue 2, pages 765–807, April 2007

Lemieux, O.; Banks, J. - High tech M&A - strategic valuation *Management Decision*. London: 2007. Tomo 45, No. 9; pág. 1412

Li, Y.; Aguilera, R. - Target Director Turnover in Acquisitions: A Conceptual Framework. *Corporate Governance: An International Review*, Nov2008, Vol. 16 Issue 6, p492-503, 12p.

Lieberman M, Montgomery D. First-mover (dis)advantages: Retrospective and link with the resource-based view. *Strategic Management Journal* [serial online]. December 1998;19(12):1111.

Lin, B.; Pantzalis, C.; Park, J. - Derivatives Use, Information Asymmetry, and MNC Post-Acquisition Performance. *Financial Management*. Volume 38, Issue 3, Autumn 2009, Pages: 631–661,

Lin, Z.; Peng, M.; Yang, H.; Sun, S. - How do networks and learning drive M&As? An institutional comparison between China and the United States. *Strategic Management Journal*, Oct2009, Vol. 30 Issue 10, p1113-1132, 20p, 1 Diagram, 4 Charts, 1 Graph

Linn, S.; Switzer, J. - Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking & Finance*, Volume 25, Issue 6, June 2001, Pages 1113-1138

Lodorfos, G.; Boateng, A. - The role of culture in the merger and acquisition process; Evidence from the European chemical industry. *Management Decision*. London: 2006. Vol. 44, Iss. 10; pg. 1405

Lommerud, E.; Straume, O; Sjørgard, L. - Downstream merger with upstream market power. *European Economic Review*, Volume 49, Issue 3, April 2005, Pages 717-743

Louis H. Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal Of Financial Economics* [serial online]. January 1, 2004;74:121-148.

Louis, H. - Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, Volume 74, Issue 1, October 2004, Pages 121-148

Lu, Qi, Ph.D. - Do stock mergers create value for acquires?. Northwestern University, 2008, 76 pages; AAT 3331128

LUBATKIN, M. - Mergers and the performance of the acquiring firm. *Academy of Management Review* 1983, vol. 8, núm. 2, pp. 218-225.

LUBATKIN, M. Value-creating mergers: Fact or folklore?. *Academy of Management Executive* 1988, núm. 11, pp. 295-302.

Lynch, J.; Lind, B. - Create successful international mergers and alliances: Concentrate on leadership, trust, clear objectives and living together. *Strategic Direction* Volume: 22 Issue: 1 2006

Ma, Q.; Whidbee, D.; Zhang, A. - Value, valuation, and the long-run performance of merged firms. *Journal of Corporate Finance*, Volume 17, Issue 1, February 2011, Pages 1-17

Makri, M.; Hitt, M.; Lane, P. - Complementary technologies, knowledge relatedness, and invention outcomes in high technology mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal*; Jun2010, Vol. 31 Issue 6, p602-628, 27p

Maksimovic, V.; Philips, G. - The market for corporate assets: who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?. *Journal of Finance* 2001: 56, 2019–2065

Malmendier, U.; Tate, G. - Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *Eur Financ Manag* 2005: 11:649–659.

Malmendier, U.; Tate, G. - Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, Volume 89, Issue 1, July 2008, Pages 20-43

Mamdani M, Noah D. Pathways to Success in M&A. *Journal Of Applied Corporate Finance* [serial online]. Fall2004 2004;16(4):77-81.

Mantecon, T. - Mitigating risks in cross-border acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, Apr2009, Vol. 33 Issue 4, p640-651, 12p.

Marks M, Mirvis P - Managing mergers, acquisitions, and alliances: Creating an effective transition structure. *Organizational Dynamics*, Volume 28, Issue 3, Winter 2000, Pages 35-47

Marks M, Mirvis P. - Merge Ahead: A Research Agenda to Increase Merger and Acquisition Success. *Journal Of Business & Psychology* [serial online]. June 2011;26(2):161-168.

Marks, M. - A framework for facilitating adaptation to organizational transition. *Journal of Organizational Change Management* Volume: 20 Issue: 5 2007

MARKS, M. - Workplace Recovery after Mergers, Acquisitions, and Downsizings: Facilitating Individual Adaptation to Major Organizational Transitions. *Organizational Dynamics*, Volume 35, Issue 4, 2006, Pages 384-399

MARKS, M. L. 1999. "Adding cultural fit to your diligence checklist", *Mergers & Acquisitions*, vol. 34, núm. 3, pp. 14-20.

MARKS, M. L.; MIRVIS, P. H. "Rebuilding after the merger. Dealing with 'survivor sickness'", *Organizational Dynamics* 1992, núm. 21, pp. 18-32.

Referencias

Marks, M. L; Mirvis P. - Merger syndrome: Management by crisis, *Mergers & Acquisitions* 1986, vol. 20, núm. 3, pp. 70-76.

MARKS, M.; DE MEUSE, K. - Resizing the Organization: Maximizing the Gain While Minimizing the Pain of Layoffs, Divestitures, and Closings. *Organizational Dynamics*, Volume 34, Issue 1, 2005, Pages 19-35

Marks, M.; Mirvis, P. - Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *The Academy of Management Executive*. Briarcliff Manor: May 2001. Vol. 15, Iss. 2; pg. 80, 13 pgs

Marsh, J. II, Ph.D. - An integrative approach to explaining the acquisition decision, *Rensselaer Polytechnic Institute*, 2009, 216 pages

Martynova, M.; Renneboog, L. - A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?; *Journal of Banking and Finance*; 2008 Vol. 32 Issue 10, p2148-2177, 30p

Martynova, M.; Renneboog, L. - The performance of the European market for corporate control: evidence from the fifth takeover wave. *European Financial Management*, 2009.

Martynova, M.; Renneboog, L. - What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?. *Journal of Corporate Finance* 2009: 15, 290–315.

MASON, Mark. Sample Size and Saturation in PhD Studies Using Qualitative Interviews. *Forum Qualitative Sozialforschung / Forum: Qualitative Social Research*, [S.l.], v. 11, n. 3, aug. 2010. ISSN 1438-5627.

Matta, E.; Beamish, P. - The accentuated CEO career horizon problem: evidence from international acquisitions. *Strategic Management Journal*. Chichester: Jul 2008. Vol. 29, Iss. 7; p. 683

Mauboussin, M. - Surge in the Urge to Merge: M&A Trends and Analysis. *Journal Of Applied Corporate Finance* [serial online]. Spring2010 2010;22(2):83.

McDonald, M.; Westphal, J.; Graebner, M. - What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance. *Strategic Management Journal*, Nov2008, Vol. 29 Issue 11, p1155-1177, 23p

McNamara, G.; Haleblain, J.; Dykes, B. - THE PERFORMANCE IMPLICATIONS OF PARTICIPATING IN AN ACQUISITION WAVE: EARLY MOVER ADVANTAGES, BANDWAGON EFFECTS, AND THE MODERATING INFLUENCE OF INDUSTRY CHARACTERISTICS AND ACQUIRER TACTICS. *Academy of Management Journal*, Feb2008, Vol. 51 Issue 1, p113-130, 18p

Megginson, W.; Morgan, A.; Nail, L. - The determinants of positive long-term performance in strategic mergers: Corporate focus and cash. *Journal of Banking & Finance*, Volume 28, Issue 3, March 2004, Pages 523-552

Meglio, O.; Risberg, A. - Mergers and acquisitions—Time for a methodological rejuvenation of the field? *Scandinavian Journal of Management*, Volume 26, Issue 1, March 2010, Pages 87-95

Meglio, O.; Risberg, A. - The (mis)measurement of M&A performance—A systematic narrative literature review. *Scandinavian Journal Of Management [serial online]*. January 1, 2011;27: 418-433.

Mehta, M.; Hirschheim, R. - Strategic Alignment In Mergers And Acquisitions: Theorizing IS Integration Decision making. *Journal of the Association for Information Systems*, Mar2007, Vol. 8 Issue 3, p143-174, 32p.

Melkonian, T.; Monin, P.; Noorderhaven, N. - DISTRIBUTIVE JUSTICE, PROCEDURAL JUSTICE, EXEMPLARITY, AND EMPLOYEES' WILLINGNESS TO COOPERATE IN M&A INTEGRATION PROCESSES: AN ANALYSIS OF THE AIR FRANCE-KLM MERGER. *Human Resource Management [serial online]*. n.d.;50(6):809-837. 2011

Meschi, P.; Metais, E. - International acquisition performance and experience: A resource-based view. Evidence from French acquisitions in the United States (1988–2004). *Journal of International Management*, Dec2006, Vol. 12 Issue 4, p430-448, 19p

Meschi, P.; Métais, E. - Too Big to Learn: The Effects of Major Acquisition Failures on Subsequent Acquisition Divestment. *British Journal Of Management [serial online]*. July 2015;26(3):408-423.

Meyer, C. - Destructive Dynamics of Middle Management Intervention in Postmerger Processes. *The Journal of Applied Behavioral Science*. Arlington: Dec 2006. Tomo 42, No. 4; pág. 397 (23 páginas)

Meyer, C. - Value Leakages in Mergers and Acquisitions: Why they occur and how they can be addressed. *Long Range Planning*, Volume 41, Issue 2, April 2008, Pages 197-224

Meyer, K.; Lieb-Dóczy, E. - Post-Acquisition Restructuring as Evolutionary Process. *Journal of Management Studies*, Mar2003, Vol. 40 Issue 2, p459-482, 24p.

Mialon, S. - Efficient horizontal mergers: The effects of internal capital reallocation and organizational form. *International Journal of Industrial Organization*, Volume 26, Issue 4, July 2008, Pages 861-877

Milliou, C.; Petrakis, E. - Upstream horizontal mergers, vertical contracts, and bargaining. *International Journal of Industrial Organization*, Volume 25, Issue 5, October 2007, Pages 963-987

Referencias

Millward, L.; Kyriakidou, O.- Linking pre- and post-merger identities through the concept of career. *Career Development International* Volume: 9 Issue: 1 2004

Mingo, S. - ACQUISITIONS AND THE EVOLUTION OF OPERATIONAL PERFORMANCE ACROSS THE FIRM. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, 2009, p1-6, 6p

Mishra, S. Ph.D. - Two essays on post-acquisition performance: A marketing perspective. *Indiana University*, 2006 , 144 pages

MITCHELL, L.M.; DE MEUSE, K - Resizing the Organization: Maximizing the Gain While Minimizing the Pain of Layoffs, Divestitures, and Closings Original Research Article *Organizational Dynamics*, Volume 34, Issue 1, 2005, Pages 19-35

Mitchell. L.M. - Adding cultural fit to your diligence checklist. *Mergers and Acquisitions*. Philadelphia: Nov/Dec 1999. Vol. 34, Iss. 3; pg. 14

Mittal, A.; Jain, P. - Mergers and Acquisitions Performance System: Integrated Framework for Strategy Formulation and Execution Using Flexible Strategy Game-Card. *Global Journal Of Flexible Systems Management* [serial online]. March 2012;13(1):41-56.

Moeller, S. B.; Schlingemann, F. P.; Stulz, R. M. - Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60, Iss. 2; 757-782

Moeller, S.; Schlingemann, F.; Stulz, R. - Firm Size and the Gains from Acquisitions. *CFA Digest*, Feb2005, Vol. 35 Issue 1, p15-16, 2p

Moeller, S.B.; Schlingemann, F.P.; Stulz, R.M. - Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*. 2004. Vol. 73, Iss. 2; 201-228

Moffat, A.; McLean, A. - Merger as conversation. *Leadership & Organization Development Journal* Volume: 31 Issue: 6 2010

Montmarquette, C.; Rullière, J.; Villeval, M.; Zeiliger, R. - Redesigning Teams and Incentives in a Merger: An Experiment with Managers and Students. *Management Science*, Oct2004, Vol. 50 Issue 10, p1379-1389, 11p.

Morellec, E.; Zhdanov, A. - Financing and takeovers *Journal of Financial Economics* 2008: 87 (3), pp. 556-581

Mueller, D. C. - The Causes of Mergers: Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia. *Managerial and Decision Economics*. August 2003. Vol. 24; 373-391

Mueller, D.; Yurtoglu, B. - Corporate governance and the returns to acquiring firms' shareholders: an international comparison. *Managerial and Decision Economics*. Dec. 2007. Vol. 28, Iss. 8; 879-896

Mukherjee, T.; Kiyamaz, H.; Baker, K. - Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*. Tampa: Fall 2004. Vol. 14, Iss. 2; p. 7 (18 pages)

NAHAVANDI, A.; MALEKZADEH, A . Acculturation in mergers and acquisitions. *Academy of Management Review* 1988, vol. 13, núm. 1, pp. 79-90.

Nguyen, H.; Kleiner, B. - The effective management of mergers. *Leadership & Organization Development Journal* Volume: 24 Issue: 8 2003

Nikandrou, I.; Papalexandris, N. - The impact of M&A experience on strategic HRM practices and organisational effectiveness: Evidence from Greek firms. *Human Resource Management Journal*; 2007 Vol. 17 Issue 2, p155-177, 23p.

Nikandrou, I.; Papalexandris, N.; Bourantas, D. - Gaining employee trust after acquisition: Implications for managerial action. *Employee Relations* Volume: 22 Issue: 4 2000

Nogeste, K. - Understanding mergers and acquisitions (M&As) from a program management perspective. *International Journal of Managing Projects in Business*. Bingley: 2010. Tomo 3, No. 1; pág. 111

Novaes, W. - Managerial Turnover and Leverage under a Takeover Threat. *Journal of Finance*, Dec2002, Vol. 57 Issue 6, p2619-2650, 32p.

Öberg, C.; Henneberg, S.C.; Mouzas, S. - Changing network pictures: Evidence from mergers and acquisitions. *Industrial Marketing Management*, Volume 36, Issue 7, October 2007, Pages 926-940

Öberg, C.; Holtström, J. - Are mergers and acquisitions contagious? *Journal of Business Research*, Volume 59, Issue 12, November 2006, Pages 1267-1275

O'Connor, D. - M&A Risk: Strategic fit is only the first step. *Accountancy Ireland*. Dublin: Feb 2006. Vol. 38, Iss. 1; p. 52 (2 pages)

Offenberg, D. - Firm size and the effectiveness of the market for corporate control. *Journal of Corporate Finance*, Volume 15, Issue 1, February 2009, Pages 66-79

Officer, M. - Are performance based arbitrage effects detectable? Evidence from merger arbitrage
Original Research Article
Journal of Corporate Finance, Volume 13, Issue 5, December 2007, Pages 793-812

Okoro, H. - The relationship between organizational culture and performance: Merger in the Nigerian banking industry. University of Phoenix, 2010, 232 pages; AAT 3424825

Oler, D.K. - Does acquirer cash level predict post-acquisition returns?. *Review of Accounting Studies* 2008: 13 (4), pp. 479-511

Referencias

Oliveira, P.; Roth, A.; Ponte, K. - Cross-border mergers and acquisitions as a tool to transfer knowledge and foster competitive capabilities. *International Journal of Technology Policy and Management*. Geneva. 2003: Vol. 3, Iss. 2; p. 204

Ooghe, H; Van Laere, E.; De Langhe, T. - Are Acquisitions Worthwhile? An Empirical Study of the Post-Acquisition Performance of Privately Held Belgian Companies. *Small Business Economics*. Dordrecht: Oct 2006. Vol. 27, Iss. 2-3; p. 223

Owen, S.; Yawson, A. - Corporate life cycle and M&A activity. *Journal Of Banking And Finance* [serial online]. January 1, 2010; 34:427-440.

Ozag, D. - The relationship between the trust, hope, and normative and continuance commitment of merger survivors. *Journal of Management Development* Volume: 25 Issue: 9 2006

PAGANO, M.; VOLPIN, P.F. - Managers, Workers, and Corporate Control. *The Journal of Finance* Volume 60, Issue 2, April 2005, Pages: 841–868,

Paliwal, R. - Takeovers and Agency Problems: A Reexamination of the Pre-Acquisition Operating Performance of Targets *The Business Review*, Cambridge. Hollywood: Dec 2007. Vol. 8, Iss. 2; p. 29 (9 pages)

Panchal, S.; Cartwright, S. - Group differences in post-merger stress. *Journal of Managerial Psychology* Volume: 16 Issue: 6 2001

Papadakis, V. - Growth through mergers and acquisitions: how it won't be a loser's game. *Business Strategy Series* Volume: 8 Issue: 1 2007

Papadakis, V. - The role of broader context and the communication program in merger and acquisition implementation success (GRECIA). *Management Decision*. London: 2005. Vol. 43, Iss. 2; p. 236 (20 pages)

Papadakis, V.; Thanos, L. - Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria. *British Journal of Management*, Dec2010, Vol. 21 Issue 4, p859-873, 15p;

Park, K.; Jang, S. (Shawn) - Mergers and acquisitions and firm growth: Investigating restaurant firms. *International Journal of Hospitality Management*, Volume 30, Issue 1, March 2011, Pages 141-149

Pautler, P. A. - The Effects of Mergers and Post-merger integration: a Review of Business Consulting Literature 2003

Peng, Y.; Fang, C. - Acquisition experience, board characteristics, and acquisition behavior. *Journal of Business Research*, May2010, Vol. 63 Issue 5, p502-509, 8p; DOI: 10.1016/j.jbusres.2009.04.009

Pérez-Iñigo, Juan Mascareñas - Fusiones y adquisiciones de empresas. Madrid: McGraw-Hill, 2005

Perry, J.; Herd, T. - Reducing M&A risk through improved due diligence. *Strategy & Leadership* Volume: 32 Issue: 2 2004

Piekkari, R.; Vaara, E.; Tienari, J.; Sääntti, R. - Integration or disintegration? Human resource implications of a common corporate language decision in a cross-border merger. *International Journal of Human Resource Management*, Mar2005, Vol. 16 Issue 3, p330-344, 15p.

Porter, J.; Singh, H. - What Factors Drive Takeovers in Australia?. *International Journal of Business and Economics*. Taichung: 2010. Vol. 9, Iss. 2; p. 87 (17 pages)

Powell, R.; Stark, A. - Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance*; Mar2005, Vol. 11 Issue 1/2, p293-317, 25p

Prabhu, J.; Chandy, R.; Ellis, M. - The Impact of Acquisitions on Innovation: Poison Pill, Placebo, or Tonic? *Journal of Marketing*. Chicago: Jan 2005. Vol. 69, Iss. 1; p. 114

Qiu, L.; Zhou, W. - International mergers: Incentives and welfare *Journal of International Economics*, Volume 68, Issue 1, January 2006, Pages 38-58

Quah, P.; Young, S. - Post-acquisition Management: A Phases Approach for Cross-border M&As. *European Management Journal*, Feb2005, Vol. 23 Issue 1, p65-75, 11p.0

Qualitative Market Research: When Enough is Enough. 2013

Rafferty, A.; Restubog, S. - The Impact of Change Process and Context on Change Reactions and Turnover During a Merger. *Journal of Management*, September 2010; vol. 36, 5: pp. 1309-1338., first published on July 28, 2009

Rau, P.; Vermaelen, T. - Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms
Original Research Article
Journal of Financial Economics, Volume 49, Issue 2, 1 August 1998, Pages 223-253

Ravenscraft D, Scherer F. LIFE AFTER TAKEOVER. *Journal Of Industrial Economics* [serial online]. December 1987;36(2):147-156.

Renjen, P.; Allen, D. - Avoiding overconfidence in the high-stakes game of M&A integration. *The Journal of Business Strategy*. Boston: 2007. Tomo 28, No. 6; pág. 13

RHODES-KROPF, M.; ROBINSON, D. - The Market for Mergers and the Boundaries of the Firm. Article first published online: 9 MAY 2008 *The Journal of Finance* Volume 63, Issue 3, pages 1169–1211, June 2008

Referencias

Rhodes–Kropf, M.; Robinson, D.; Viswanathan, S. - Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, Sep2005, Vol. 77 Issue 3, p561-603

RHODES-KROPF, M.; VISWANATHAN, S. - Market Valuation and Merger Waves. Article first published online: 27 NOV 2005 *The Journal of Finance* Volume 59, Issue 6, pages 2685–2718, December 2004

Riad, S. - Of mergers and cultures: What happened to shared values and joint assumptions? *Journal of Organizational Change Management* Volume: 20 Issue: 1 2007

Riad, S. - The Power of 'Organizational Culture' as a Discursive Formation in Merger Integration. *Organization Studies* (01708406), 2005, Vol. 26 Issue 10, p1529-1554, 26p

Richey, G.; Kiessling, T.; Tokman, M.; Dalela, V. - Market growth through mergers and acquisitions: The role of the relationship marketing manager in sustaining performance. *Industrial Marketing Management*, Jun2008, Vol. 37 Issue 4, p394-406, 13p.

Rossi, S.; Volpin, P. - Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, Volume 74, Issue 2, November 2004, Pages 277-304

Rothschild, R.; Heywood, J.; Monaco, K. - Spatial price discrimination and the merger paradox. *Regional Science and Urban Economics* Volume 30, Issue 5, September 2000, Pages 491-506

Runge, J.; Hames, D.; Shearer, C. - The perceived cultural compatibility index: an extension. *Leadership & Organization Development Journal* Volume: 25 Issue: 5 2004

Safieddine, A.; Titman, S. - Leverage and corporate performance: Evidence from unsuccessful takeovers. *The Journal of Finance*. Cambridge: Apr 1999. Vol. 54, Iss. 2; p. 547 (34 pages)

Sanchez, C., Ph.D. - Outcomes of mergers and acquisitions: An empirical investigation of the success of strategic alliances. Capella University, 2008, 121 pages

Schlingemann F, Stulz R, Walkling R. Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets. *Journal Of Financial Economics* [serial online]. January 1, 2002;64:117-144.

Schoenberg, R. - Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics. *British Journal of Management*. Dec, 2006. Vol. 17, Iss. 4; 361-370

Schraeder, M.; Self, D. - Enhancing the success of mergers and acquisitions: an organizational culture perspective. *Management Decision* Volume: 41 Issue: 5 2003

Schuler, R.; Jackson, S. - HR issues and activities in mergers and acquisitions. *European Management Journal* Volume 19, Issue 3, June 2001, Pages 239-253 Available online 7 August 2001.

Schulera, R.; Jacksonb, S. - HR issues and activities in mergers and acquisitions. *European Management Journal*. Volume 19, Issue 3, June 2001, Pages 239-253

Schweiger, D.; Goulet, P. - Facilitating Acquisition Integration Through Deep-Level Cultural Learning Interventions: A Longitudinal Field Experiment. *Organization Studies*. Oct, 2005. Vol. 26, Iss. 10; 1477-1499

Schweiger, D.; Very, P. - International Mergers and Acquisitions Special Issue. *Journal of World Business*, Spring2001, Vol. 36 Issue 1, p1, 2p

Searle, R.; Ball, K. - The development of trust and distrust in a merger. *Journal of Managerial Psychology*. Bradford: 2004. Vol. 19, Iss. 7; p. 708

Seth, A.; Song, K.; Pettit, R. - Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms. *Journal of International Business Studies*, 2000 3rd Quarter, Vol. 31 Issue 3, p387, 19p

Seth, A.; Song, K.; Pettit, R. - VALUE CREATION AND DESTRUCTION IN CROSS-BORDER ACQUISITIONS: AN EMPIRICAL ANALYSIS OF FOREIGN ACQUISITIONS OF U.S. FIRMS. *Strategic Management Journal*, Oct2002, Vol. 23 Issue 10, p921-940, 20p

Shelton, C.; Hall, R.; Darling, J. - When cultures collide: The challenge of global integration. *European Business Review*. Bradford: 2003. Tomo 15, No. 5; pág. 312 (12 páginas)

Sherman, A. - Growth Through Mergers and Acquisitions. *Fast-Track Business Growth*, 2003, p277, 24p

Sherman, A. - Managing the Postclosing Integration. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*. Hoboken: Jan/Feb 2009. Vol. 20, Iss. 2; pg. 17

Shimizu, K.; Hitt, M.; Vaidyanath, D.; Pisano, V. - Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, May2004, Vol. 10 Issue 3, p307-353, 47p

Shleifer A, Vishny R. Stock market driven acquisitions. *Journal Of Financial Economics* [serial online]. January 1, 2003;70:295-311.

Siegel D.; Simons, K. - Assessing the effects of mergers and acquisitions on firm performance, plant productivity, and workers: New evidence from matched employer-employee data. *Strategic Management Journal*. Aug, 2010. Vol. 31, Iss. 8; 903-916

Simón, Santiago Ph.D. - Operaciones de Fusión y Adquisición en Cataluña: estudio de los factores determinantes del éxito y fracaso de las operaciones de Fusión y Adquisición. Universidad Ramon Llull 2003

Sinkovics, R.; Zagelmeyer, S.; Kusstatscher, V. - Between merger and syndrome: The intermediary role of emotions in four cross-border M&As. *International Business Review*, Volume 20, Issue 1, February 2011, Pages 27-47

Referencias

SIROWER, M. L. - Imagined synergies: a prescription for a no-win deal. *Mergers & Acquisitions*, 1998 pp. 23-29.

Sitkin, S. B.; Pablo, A. L. Leadership and the M&A process. *Mergers and acquisitions: Creating integrative knowledge*, 181-193. Ed. USA: Blackwell publishing 2004

Skaife, H.; Wangerin D. - Target Financial Reporting Quality and M&A Deals that Go Bust. *Contemporary Accounting Research* [serial online]. Summer 2013 2013;30(2):719-749.

Slangen, A. - National cultural distance and initial foreign acquisition performance: The moderating effect of integration. *Journal of World Business*. Greenwich: Jun 2006. Vol. 41, Iss. 2; pg. 161

Søderberg, A. - Narrative Interviewing and Narrative Analysis in a Study of a Cross-border Merger. *Management International Review*. Wiesbaden: 2006. Tomo 46, No. 4; pág. 397 (20 páginas)

Song M, Walkling R. Abnormal returns to rivals of acquisition targets: A test of the 'acquisition probability hypothesis'. *Journal Of Financial Economics* [serial online]. January 1, 2000;55:143-171

Soongswang, A. - Takeovers: Successful and Unsuccessful Bidders. *International Journal of Economic Perspectives*. Famagusta: 2009. Vol. 3, Iss. 3; p. 167 (16 pages)

Stahl, G. K.; Voigt, A. - Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and metaanalytic examination. *Organization Science*; 2008 Vol. 19 Issue 1, p160-176, 17p.

STAHL, G.; VOIGHT, A. - META-ANALYSES OF THE PERFORMANCE IMPLICATIONS OF CULTURAL DIFFERENCES IN MERGERS AND ACQUISITIONS. *Academy of Management Proceedings*, 2004, p11-15, 5p, 2 Charts

Steuer, R.; Wood, T. - Storytellers and their discursive strategies in a post-acquisition process. *Journal of Organizational Change Management*. Bradford: 2008. Tomo 21, No. 5; pág. 574

Stuart, T.; Yim, S. - Board interlocks and the propensity to be targeted in private equity transactions. *Journal Of Financial Economics* [serial online]. January 1, 2010;97:174-189.

Sudarsanam, S.; Mahate, A. - Are Friendly Acquisitions Too Bad for Shareholders and Managers? Long-Term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Friendly Acquirers. *British Journal of Management*; 2006 Vol. 17, pS7-S30, 24p.

Sudarsanam, S.; Mahate, A. - Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-acquisition Performance: The UK Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*; 2003: Blackwell Publishing Limited Vol. 30 Issue 1/2, p299-341, 43p.

Teerikangas, S.; Very, P. - The Culture–Performance Relationship in M&A: From Yes/No to How. *British Journal of Management* Volume 17, Issue S1, March 2006, Pages: S31–S48,

Thach, L.; Nyman, M. - Leading in limbo land: the role of a leader during merger and acquisition transition. *Leadership & Organization Development Journal* Volume: 22 Issue: 4 2001

Tikhomirov, A.; Spangler, W. - Neo-Charismatic Leadership and the Fate of Mergers and Acquisitions: An Institutional Model of CEO Leadership. *Journal of Leadership & Organizational Studies*. Flint: Feb 2010. Vol. 17, Iss. 1; p. 44

Toxvaerd F. Strategic merger waves: A theory of musical chairs. *Journal Of Economic Theory* [serial online]. January 1, 2008;140:1-26.

Trimbath, S.; Frydman, H.; Frydman, R. - Cost Inefficiency, Size of Firms and Takeovers. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Boston: Dec 2001. Vol. 17, Iss. 4; p. 397

Tuch, C.; O'Sullivan, N. - The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*. Oxford: Jun 2007. Vol. 9, Iss. 2; p. 141

Vaara, E. - On the discursive construction of success/failure in narratives of post-merger integration. *Organization Studies*; 2002 Vol. 23, 38p.

Vaara, E. - Post-acquisition Integration as Sensemaking: Glimpses of Ambiguity, Confusion, Hypocrisy, and Politicization. *Journal of Management Studies*, Jun2003, Vol. 40 Issue 4, p859-894, 36p.

Vaara, E.; Junni, P.; Sarala, R.; Ehrnrooth, M.; Koveshnikov, A. - Attributional tendencies in cultural explanations of M&A performance. *Strategic Management Journal* [serial online]. September 2014;35(9):1302-1317.

Vaara, E.; Tienari, J.; Piekkari, R.; Sääntti, R. - Language and the Circuits of Power in a Merging Multinational Corporation. *Journal of Management Studies*, May2005, Vol. 42 Issue 3, p595-623, 29p.

Vaara, E.; Tienari, J.; Santti, R. - The international match: Metaphors as vehicles of social identity-building in cross-border mergers *Human Relations*. New York: Apr 2003. Tomo 56, No. 4; pág. 419

Van de Ven, A.; Rogers, R.; Bechara, J.; Kangyong, S. - Organizational diversity, integration and performance. *Journal of Organizational Behavior*, Apr2008, Vol. 29 Issue 3,

Van Dick R, Ullrich J, Tislington P. Working Under a Black Cloud: How to Sustain Organizational Identification after a Merger. *British Journal Of Management* [serial online]. March 2, 2006;17:S69-S79.

Referencias

Vasilaki, A.; O'Regan, N. - Enhancing post-acquisition organisational performance: the role of the top management team. *Team Performance Management*. Bradford: 2008. Tomo 14, No. 3/4; pág. 134

Venema W. Integration: The Critical M&A Success Factor. *Journal Of Corporate Accounting & Finance (Wiley)* [serial online]. May 2015;26(4):23.

Vermeulen, F.; Barkema, H. - Learning through acquisitions; *Academy of Management Journal*; 2001 Vol. 44, 20p

Very, P.; Metais, E.; Lo, S.; Hourquet - CAN WE PREDICT M&A ACTIVITY? emeraldinsight.com

Very, P.; Schweiger, David M. - The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals. *Journal of World Business*. Greenwich: Spring 2001. Vol. 36, Iss. 1; p. 11

Von Eije, H.; Wiegerinck, H. - Shareholders' reactions to announcements of acquisitions of private firms: Do target and bidder markets make a difference?. *International Business Review* 2010: 19 (4), pp. 360-377

Waldman, D.; Javidan, M. - Alternative forms of charismatic leadership in the integration of mergers and acquisitions. *Leadership Quarterly*, Apr2009, Vol. 20 Issue 2, p130-142, 13p.

WALSH, J.P. Top management turnover following mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal* 1988, núm. 9, pp. 173-183.

Walters, B. A.; Kroll, M. J.; Wright, P. - CEO Tenure, Boards of Directors, and Acquisition Performance. *Journal of Business Research*; 2007 Vol. 60 Issue 4, p331-338, 8p.

Wan, W.; Yiu, D. - From crisis to opportunity: environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance. *Strategic Management Journal*, Jul2009, Vol. 30 Issue 7, p791-801, 11p.

Wang, L., & Zajac, E. J. - Alliance or acquisition? A dyadic perspective on interfirm resource combinations. *Strategic Management Journal* 2007, 28, 1291-1317

Wang, Q.; Boateng, A. - Cross-Border M&As by Chinese Firms: An Analysis of Strategic Motivation and Performance. *International Management Review*. Marietta: 2007. Vol. 3, Iss. 4; pg. 19, 11 pgs

Weber, Y.; Fried, Y.; Guest Editors' Note: The role of HR practices in managing culture clash during the postmerger integration process. *Human Resource Management* [serial online]. September 2011;50(5):565.

Weber, Y.; Tarba, S.Y. - Human resource practices and performance of mergers and acquisitions in Israel. *Human Resource Management Review*, Volume 20, Issue 3, September 2010, Pages 203-211

Williams, M.; Michael, T.; Waller, E. - Managerial incentives and acquisitions: a survey of the literature. *Managerial Finance*. Patrinton: 2008. Vol. 34, Iss. 5; pg. 328

Xia, X.; Pan, H. - The Dynamics of Corporate Takeovers Based on Managerial Overconfidence. *Journal of American Academy of Business*, Cambridge, Sep2006, Vol. 10 Issue 1, p378-386, 9p

Xu, Tong, M.A. - Merger wave and merger motives. Tufts University, 2009, 76 pages

Yang, M. - Isomorphic or not?: Examining cross-border mergers and acquisitions by Chinese firms, 1985-2006. *Chinese Management Studies* Volume: 3 Issue: 1 2009

Yen, T.-Y.; André, P. - Ownership structure and operating performance of acquiring firms: The case of English-origin countries. *Journal of Economics and Business* 2007: 59 (5), pp. 380-405

Yildiz, E.; Fey, C. - Compatibility and unlearning in knowledge transfer in mergers and acquisitions. *Scandinavian Journal of Management*, Volume 26, Issue 4, December 2010, Pages 448-456

Yoo, Y.; Lyytinen, K.; Heo, D. - Closing the gap: towards a process model of post-merger knowledge sharing. *Information Systems Journal* Volume 17, Issue 4, pages 321–347, October 2007

Yu, Yu, Ph.D. - Essays on mergers & acquisitions and innovation. Cornell University, 2010, 175 pages; AAT 3429868

Zhang, T.; Hu, W. - Research on prices and timing of sequential merger Proceedings - 2008 International Workshop on Modelling, Simulation and Optimization, WMSO 2008 , art. no. 4756970, pp. 119-122

Zhao, X. - Technological innovation and acquisitions. *Management Science*. 2009: 55 (7), pp. 1170-1183

Zhou, W. - Endogenous horizontal mergers under cost uncertainty. *International Journal of Industrial Organization*, Volume 26, Issue 4, July 2008, Pages 903-912

Zhu, P. - Persistent performance and interaction effects in sequential cross-border mergers and acquisitions *Journal of Multinational Financial Management*, In Press, Corrected Proof, Available online 21 December 2010

Zollo, M.; Meier, D. - What Is M&A Performance?. *Academy Of Management Perspectives* [serial online]. August 2008;22(3):55-77.

Referencias

Zollo, M.; Singh, H. - DELIBERATE LEARNING IN CORPORATE ACQUISITIONS: POST-ACQUISITION STRATEGIES AND INTEGRATION CAPABILITY IN U.S. BANK MERGERS. Strategic Management Journal, Dec2004, Vol. 25 Issue 13, p1233-1256, 24p

Referencias de otras fuentes

Acquire, ally or merge? The best strategies for successful growth. Strategic Direction [serial online]. January 2005; 21(1):19-21.

An analytical study on value creation in Indian bank mergers Afro-Asian Journal of Finance and Accounting, Volume 2, Issue 2, December 2010, Pages 107-134

Big is better – but not always: Focus needed in going for growth by M&A. Strategic Direction Volume: 21 Issue: 8 2005

Deal Advisory M&A predictor sept 2015. [online] Available at: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/08/ma-predictor-september-2015.pdf>. Oct 2015

Getting growth right: How due diligence aids successful mergers. Strategic Direction Volume: 20 Issue: 10 2004

How markets view M&A: A McKinsey interpretive tool [online] Available at: http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/how_markets_view_m_and_a_a_mckinsey_interpretive_tool. Oct 2015

Perspectives on merger integration june 2010. A new generation of M&A: A McKinsey perspective on the opportunities and challenges (by Clay Deutsch and Andy West).

The big idea: the new M&A playbook. Christesen, Alton, Rising & Waldeck. HBR march 2011 issue

The Deloitte M&A Index Q3 2015. [online] Available at: <http://www2.deloitte.com/ch/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/deloitte-m-and-a-index.html>. Oct 2015

The tortoise and the hare. Economist, 1/21/2006, Vol. 378 Issue 8461, 8 p8-9, 2p

Understanding the strategic value of IT in M&A. McKinsey Quarterly, 2011 - cs.nccu.edu.tw (by Sarrazi, W.)

Why Half of All M&A Deals Fail, and What You Can Do About It. [online] Available at: <http://www.forbes.com/sites/forbesleadershipforum/2012/03/19/why-half-of-all-ma-deals-fail-and-what-you-can-do-about-it/>. Oct 2015