

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE CHIHUAHUA
FACULTAD DE CONTADURÍA Y ADMINISTRACIÓN
SECRETARÍA DE INVESTIGACIÓN Y POSGRADO



**“FACTORES DE ÉXITO EN FUSIONES Y ADQUISICIONES Y SU IMPACTO HACIA
LA GENERACIÓN DE SINERGIA Y PERDURABILIDAD”**

POR:

CÉSAR ALEJANDRO PARADA MARTÍNEZ

**DISERTACIÓN COMO REQUISITO PARA OBTENER EL GRADO DE
DOCTOR EN ADMINISTRACIÓN**

CHIHUAHUA, CHIH., MÉXICO

DICIEMBRE DE 2018



Universidad Autónoma de Chihuahua
Facultad de Contaduría y Administración
Secretaría de Investigación y Posgrado



La Disertación "**Factores de Éxito en Fusiones y Adquisiciones y su impacto hacia la Generación de Sinergia y Perdurabilidad**" que presenta César Alejandro Parada Martínez, como requisito parcial para obtener el grado de: **Doctor en Administración**, ha sido revisada y aprobada en la **Facultad de Contaduría y Administración** por los miembros del

Comité de Grado:

Dra. Luz Elena Guzmán Ibarra
Directora de Tesis

Dra. Carmen Romelia Flores Morales
Asesor Área Mayor

Dr. Luis Ever Caro Lazos
Asesor Área Menor

Dr. Isidro Dominguez Alcaraz
Asesor de Estadística

Dr. Héctor Homero Santana Portillo
Asesor de Metodología

Por las autoridades de la Facultad:

Dr. Juan Óscar Ollivier Fierro
Secretario de Investigación y Posgrado

M.F. Luis Raúl Sánchez Acosta
Director de la
Facultad de Contaduría y Administración,

© Derechos Reservados
Cesar Alejandro Parada
Martínez
FCA – UACH

DICIEMBRE DE 2018

Dedicatoria

Agradezco a Dios por haberme guiado a lo largo de esta etapa profesional, por ser mi fortaleza en los momentos de mayor debilidad y por brindarme hasta el día de hoy una vida llena de aprendizajes, experiencias y sobre todo felicidad plena, bienestar y salud.

Le doy gracias a mis padres que día a día han apoyado en cada paso y en cada momento las etapas que he ido avanzando. Por cada uno de los valores que me han inculcado, por darme la oportunidad de contar con una educación de primer nivel desde mi época inicial, la cual sentó las bases de este camino profesional que he recorrido y sobre todo porque han sido una gran ejemplo de vida para la formación y consolidación profesional durante todos estos años.

Dedico este trabajo a mi esposa Nadia, por su apoyo y ánimo continuo que me brindó día con día para alcanzar nuevas metas, tanto profesionales como personales. A mis adorados hijos Luisa Fernanda, Sofía Alejandra y César Eduardo, a quienes siempre cuidaré para que puedan valerse por sí mismos y sobre todo verlos hechos personas capaces que puedan trascender en la vida.

A mi hermano por ser una parte importante en mi vida, llenándola de apoyo, sugerencias y comprensión en los momentos mas complicados de mi andar.

Con todo mi cariño y amor para las personas que han hecho todo en la vida para que pudiera lograr este gran sueño, por motivarme y darme la mano cuando he sentido que el camino era difícil para continuar, a cada uno de ustedes por siempre mi corazón y agradecimiento.

Espero que con la presente investigación pueda regresar un poco de todo lo que durante tanto tiempo se me ha brindado por esta gran institución y la sociedad en general.

Agradecimientos

Agradezco ampliamente a todos los profesionales que dedicaron su tiempo y apoyo para tener un mejor punto de partida para el presente trabajo de investigación, en especial doy las gracias al Dr. Héctor Homero Santana Portillo por iniciar el proyecto de asesoría conmigo y a la Dra. Luz Elena Guzmán Ibarra por la continuación en este proyecto y su guía para la conclusión del trabajo a través de sus grandiosos consejos y enorme profesionalismo, dándome la oportunidad de crecer profesionalmente para continuar aprendiendo en este camino a pesar de estar plagado de retos y adversidades. Sin este valioso apoyo y conocimientos estoy convencido que esta etapa no hubiera sido concluida satisfactoriamente.

Resumen

El estudio de las fusiones y adquisiciones de empresas es un tema que resulta frecuente en el análisis económico y financiero en torno a diversos aspectos que ha tenido que afrontar el mundo. Estos antecedentes llevaron al planteamiento del problema de investigación que en la actualidad no existe evidencia empírica que afirme que estos activos resultan valoraciones positivas para lograr el éxito de una fusión. El análisis de cuáles son los factores que influyen en el éxito en las fusiones y adquisiciones y su impacto en el logro de sinergias para crear valor económico agregado a los inversionistas y perdurabilidad en dichas empresas, fue el objetivo fundamental de esta tesis. El enfoque fue mixto, cuantitativo porque se elaboró y aplicó un cuestionario para recabar los datos y cualitativo porque se recurrió a las entrevistas para complementar la información, que incluye los valores de activos financieros e intangibles bajo el análisis denominado “Due Diligence” cuyos factores principales son de índole financiera, operaciones, marketing y de recursos humanos. El trabajo se desarrolló con una exposición de las teorías existentes en materia de fusiones, los métodos aplicados y los factores que se recomiendan pueden analizarse en cada proceso que se lleve a cabo. La aplicación de la metodología arribó a la conclusión de que se recomienda la incorporación de estos activos al estudio realizado con un alto grado de aceptación de parte de los principales ejecutivos de empresas participantes en este tipo de procesos, acorde a una población de las empresas en México que han tenido algún proceso de este tipo y para saber cómo incorporar las mejores prácticas para lograr una continuidad en el proceso de optimizar el valor económico agregado de las empresas fusionadas.

Palabras clave: Fusión y/o adquisición, “Due Diligence”, Modelos de evaluación, Sinergia, Perdurabilidad.

Abstract

The study of mergers and acquisitions of companies is a topic that is frequent in economic and financial analysis around various aspects that the world has had to face. These antecedents led to the approach of the research problem that at present there is no empirical evidence that affirms that these assets are positive evaluations to achieve the success of a merger. The analysis of the factors that influence success in mergers and acquisitions and their impact on the achievement of synergies to create economic value added to investors and perdurability in these companies was the fundamental objective of this thesis. The approach was mixed, quantitative because a questionnaire was developed and applied to collect the data and qualitative because the interviews were used to complement the information, which includes the values of financial and intangible assets under the analysis called "Due Diligence" whose main factors they are of a financial nature, operations, marketing and human resources. The work was developed with an exposition of the existing theories in mergers, the applied methods and the recommended factors can be analyzed in each process that is carried out. The application of the methodology concluded that it is recommended to incorporate these assets into the study carried out with a high degree of acceptance by the main executives of companies participating in this type of process, according to a population of the companies in Mexico that have had some process of this type and to know how to incorporate the best practices to achieve a continuity in the process of optimizing the economic value added of the merged companies.

Keywords: Merger and / or acquisition, "Due Diligence", Evaluation models, Synergy, Perdurability.

Índice general

Agradecimientos.....	iv
Resumen	v
Abstract	vi
I. Introducción.....	1
I.1. Antecedentes de fusiones y adquisiciones de empresas en México	4
I.2. Problema de investigación	7
I.3. Justificación y delimitación del estudio	9
I.3.1. Justificación	9
I.3.2. Delimitación	11
I.4. Objetivos del estudio	11
I.4.1. Objetivo general.....	11
I.4.2. Objetivos específicos	11
I.5. Formulación de la hipótesis.....	12
II. Fundamentación.....	13
II.1. Marco Teórico y conceptual	13
II.1.1. Fusión de empresas	13
II.1.1.1. La valoración de las empresas en el proceso de fusión	17
II.1.1.2. Sinergias y entropías	19
II.1.2.1. Sinergias operativas	21
II.1.2.2. Sinergias financieras	22
II.1.3. Administración basada en sinergias	28
II.1.3.1. Reingeniería	32
II.1.4. Etapas en el proceso de fusión de empresas	33
II.1.4.1. Etapa de análisis: “Due Diligence” y valuación para optimizar recursos ..	36
II.1.4.2. Fases del “Due Diligence”	39
II.1.4.3. Etapas de transición e integración	41
II.1.4.3.1. Gestión del cambio.....	41
II.1.4.4. El papel del capital humano en los procesos de cambio	46
II.1.5. La cuestión del choque cultural	52
II.1.5.1. La declaración de misión en los procesos de fusión y adquisición de empresas.....	56
II.1.5.2. Responsabilidad Social Corporativa.....	60
II.1.6. Método para la evaluación económica de una fusión	65
II.1.6.1. Consideraciones económicas para una fusión	65
II.1.6.2. Fusiones horizontales y la paradoja de la fusión	66
II.1.6.3. Valuación financiera de una fusión.....	70
II.1.6.3.1. Valuación por descuento de flujo de fondos.....	70
II.1.6.3.2. Costo de Capital (WACC)	71
II.1.6.3.3. Capital asset pricing model (CAPM).....	72
II.1.6.4. Valuación por comparables	73
II.1.6.5. Análisis de una fusión (Holcim y Lafarge)	75
II.1.6.6. Análisis de la fusión mediante el método FCF (Free Cash Flow)	78
II.1.7. Método para el análisis del patrimonio intangible de la empresa.....	82
II.1.7.1. Análisis de la cultura de la empresa.....	83
II.1.7.2. Análisis de la identidad de la empresa	84

II.1.7.3. Fuentes de recolección de información	88
II.1.7.4. Análisis de la imagen de marca y comunicación empresarial	89
II.1.7.5. El ideograma y el imagograma	90
II.2. Estado del arte	93
II.2.1. Características del Mercado Mexicano	93
II.2.2. Normativas de la fusión	97
II.2.3. Procedimiento de fusión	100
II.2.4. Visión de las fusiones y adquisiciones	104
III. Criterios metodológicos	107
Enfoque	107
Tipo	107
Diseño	107
Población, unidad de análisis, muestra y criterios de selección	108
Variables e indicadores	109
Recolección de datos	118
Técnicas e instrumentos de recolección de datos	118
IV. Procesamiento de la información	123
Encuestas a ejecutivos de empresas/ casos de fusiones y/o adquisiciones	123
Análisis de la información	124
IV.1. Encuestas a ejecutivos de empresas sobre los casos de fusiones y adquisiciones analizados para validar el modelo.	124
IV.1.1. Análisis descriptivo	124
IV.1.1.1. Caracterización de la muestra	124
IV.1.1.1.1. Edad	124
IV.1.1.1.2. Sexo	126
IV.1.1.1.3. Antigüedad	127
IV.1.1.2. Cuestionario	129
IV.1.1.2.1. Escala total	129
IV.1.1.2.2. Subescala Área financiera	130
IV.1.1.2.3. Subescala Área de recursos humanos	130
IV.1.1.2.4. Subescala Área de operaciones	130
IV.1.1.2.5. Subescala Área de marketing	131
IV.1.2. Análisis inferencial	131
IV.1.2.1. Escala total	133
IV.1.2.2. Subescala Área financiera	134
IV.1.2.3. Subescala Área de recursos humanos	135
IV.1.2.4. Subescala Área de operaciones	136
IV.1.2.5. Subescala Área de marketing	137
IV.1.3. Resumen de Datos de la Muestra	139
IV.2. Estudio de casos	154
Caso 1: Anheuser-Busch In Bev (AB-INBEV) & Grupo Modelo (Cerveza Corona)	155
Caso 2: Grupo Herdez & Nutrisa	159
Caso 3: Telmex y América Móvil	164
Caso 4: Citi Banamex	169
Caso 5: Bimbo	173

Análisis de los Casos.....	180
V. Conclusiones	184
Recomendaciones.....	190
Referencias	199
Anexo A. Formulario del consentimiento para ejecutivos de las empresas/ casos de fusiones y/o adquisiciones en México	208
Anexo B. Formulario de la versión final, validada del cuestionario sobre las características principales que determinan el grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones en México	209

Índice de tablas

Tabla 1. Condición necesaria para una fusión rentable.	68
Tabla 2. Modelos de valuación por descuento de flujos y sus tasas de descuento.	71
Tabla 3. Valor de las firmas previa a la fusión (2013).	76
Tabla 4. Cálculo de múltiplos de mercado previamente a la fusión.	76
Tabla 5. Cálculo de múltiplos de mercado posteriormente a la fusión.	77
Tabla 6. Estructura de Capital para el cálculo del WACC.	79
Tabla 7. Cálculo del WACC asociado a la fusión.	79
Tabla 8. Valuación posterior a la fusión de las empresas.	80
Tabla 9. Indicadores del método FCF de análisis de la fusión para el período 2013-2017.	80
Tabla 10. Resultados de la fusión según el método de flujos descontados.	82
Tabla 11. Variables analizadas.	110
Tabla 12. Operacionalización de las variables analizadas	110
Tabla 13. Ponderaciones	116
Tabla 14. Ponderaciones Internas por Área	117
Tabla 15. Valor máximo por categoría	117
Tabla 16. Estructuración del cuestionario inicial según distribución de los valores por subescala.	118
Tabla 17. Coeficientes Alfa de Cronbach para las pruebas piloto del cuestionario versiones inicial y modificada a partir de la prueba de validez de contenido.	121
Tabla 18. Operacionalización y descomposición en dimensiones de la variable: Aspectos sociodemográficos como consecuencia de la modificación del cuestionario mediante la validación de contenido.	122
Tabla 19. Diagrama de Gantt	122
Tabla 20. Resumen de Estadísticas Descriptivas	129
Tabla 21. Prueba de Kolmogorov-Smirnov para la escala total y subescalas del cuestionario, según categorías etarias.	132
Tabla 22. Prueba de Levene para la escala total y subescalas del cuestionario, según categorías etarias.	133
Tabla 23. ANOVA de Kruskal-Wallis para la escala total, según edad, sexo y antigüedad laboral.	134
Tabla 24. ANOVA de Kruskal-Wallis para la subescala Área financiera, según edad, sexo y antigüedad laboral.	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 25. ANOVA de Kruskal-Wallis para la subescala Área de recursos humanos, según edad, sexo y antigüedad laboral.	136
Tabla 26. ANOVA de Kruskal-Wallis para la subescala Área de operaciones, según edad, sexo y antigüedad laboral.	137
Tabla 27. ANOVA de Kruskal-Wallis para la subescala Área de marketing, según edad, sexo y antigüedad laboral.	138
Tabla 28. Resumen de Estadísticas Descriptivas	139
Tabla 29. Caracterización Escala Total.	140
Tabla 30. Caracterización del Área Financiera.	140
Tabla 31. Caracterización del Área de Operaciones	141
Tabla 32. Caracterización del Área de Marketing.	141

Tabla 33. Caracterización del Área de Recursos Humanos	142
Tabla 34. Cálculo de Índice de Patrimonio Intangible	143
Tabla 35. Clasificación del Grado de Aceptación	143
Tabla 36. Análisis por pregunta del Área Financiera	145
Tabla 37. Análisis por pregunta del Área de Recursos Humanos	147
Tabla 38. Análisis por pregunta del Área de Operaciones	148
Tabla 39. Análisis por pregunta del Área de Marketing	149
Tabla 40. Cruces de datos Área Financiera	151
Tabla 41. Cruces de datos Área de Recursos Humanos	152
Tabla 42. Cruces de datos Área de Operaciones.....	152
Tabla 43. Cruces de datos Área de Marketing	153
Tabla 44. Balance de la empresa Anheuser-Busch InBev NA. ¡Error! Marcador no definido.	
Tabla 45. Tabla de utilidad bruta y neta de la empresa Anheuser-Busch Inbev NA.	157
Tabla 46. Balance del Grupo Modelo SAB de CV. ... ¡Error! Marcador no definido.	
Tabla 47. Utilidad bruta y EBITDA del Grupo Modelo SAB de CV.	158
Tabla 48. Balance del Grupo Nutrisa SAB de CV. ... ¡Error! Marcador no definido.	
Tabla 49. Utilidad bruta y EBITDA del Grupo Nutrisa SAB de CV.....	161
Tabla 50. Balance del Grupo Herdez SAB de CV. ... ¡Error! Marcador no definido.	
Tabla 51. Utilidad bruta y EBITDA Grupo Herdez.	162
Tabla 52. Resultado de la operación Herdez-Nutrisa.....	163
Tabla 53. Múltiplos de la operación.....	163
Tabla 54. Valores financieros de América Móvil.....	166
Tabla 55. Balance de Telmex y América Móvil.....	166
Tabla 56. Evolución de la empresa en el período 2012-2014.	177
Tabla 57. Resumen de Variaciones Porcentuales.....	181
Tabla 58. Resumen de Variaciones Porcentuales.....	183

Índice de figuras

Figura 1. Atributos ponderados de una institución educativa.	91
Figura 2. Atributos ponderados a conseguir de la misma institución educativa. ...	92
Figura 3. Porcentajes asociados a los recuentos de participantes según su edad (n=60).....	125
Figura 4. Porcentajes asociados a los recuentos de participantes según su sexo o género (n=60).....	126
Figura 5. Porcentajes asociados a los recuentos de participantes según categorías de antigüedad laboral (n=60).	128
Ilustración 1: Evolución del número de transacciones.....	95
Ilustración 2: Evolución de las transacciones 2018.	96
Gráfico 1: Evolución de Anheuser-Busch In Bev.....	180
Gráfico 2: Evolución de Grupo Modelo.....	181
Gráfico 3: Evolución de Nutrisa.....	182
Gráfico 4: Evolución de Herdez.....	182

I. Introducción

En un marco de Globalización económica es importante incorporarse a una nueva realidad, la cual es realmente irreversible y esta es la reestructuración de empresas para lograr la perdurabilidad y sobre todo aportar al crecimiento económico de los países. Las Fusiones y Adquisiciones representan una opción viable, no solo para enfrentar a la competencia, posicionarse en nuevos mercados o aumentar el valor de las empresas a los accionistas, sino también para que la administración logre enfatizar la trascendencia del Capital Humano (Ballarin, Canals & Fernández, 1994).

En una economía tan necesitada de Inversión extranjera, como el caso de México, este tipo de estrategias permite la transferencia y modernización tecnológica, la innovación de productos y servicios, nuevas formas de incentivar y administrar los Recursos Humanos y el crecimiento del mercado, sin embargo, sería irresponsable pensar que estas operaciones por sí mismas son garantía de éxito. Evitar aspectos fundamentales como el riesgo por la adquisición de un negocio sin tener como base fundamental una Administración estratégica es literalmente poner en riesgo el desarrollo de la empresa u organización. Además de lo anterior es importante preguntarse si una vez efectuada una fusión o adquisición, ¿qué tanto valor se está agregando a la empresa? ya sea estratégica, operativa o financieramente, pero sobre todo de capital intelectual que asegure la marcha exitosa de la empresa nueva (Basave Kunhardt, 2000).

Si la empresa ha decidido ampliar su negocio, entrar a nuevos mercados, ofrecer un producto innovador o algo similar a estos conceptos, es muy común que se busque el apoyo de un socio estratégico para lograr sinergia. Lo anterior puede realizarse a través de la combinación de negocios con otra empresa u organización que le ayudará a alcanzar su meta. La empresa que nace de la fusión o adquisición usualmente produce mayor cantidad de utilidades que la suma de las existentes en su individualidad, producto de la optimización de la comercialización, mejora en los aspectos tecnológicos que permiten tener un mejor sistema de producción y venta para generar un producto más completo y con un mayor poder de mercado,

beneficios estratégicos y posible utilización de resultados fiscales. Las ganancias por comercialización provienen de mayor eficiencia en el aspecto comunicativo y el publicitario, fortalecimiento de las redes de distribución y equilibrio con una mayor mezcla de productos. Los beneficios de índole estratégica son la consecuencia de mayores oportunidades de inversión, del desplazamiento de la competencia por potencial creación de monopolios u oligopolios.

Las fusiones usualmente provocan (Dolz Dolz & Iborra Juan, 2005):

- Minimización de costos.
- Mejor utilización de las economías de escala.
- Economías de integración vertical y horizontal.
- Aprovechamiento de los recursos actuales.
- Erradicación de la ineficiencia administrativa.
- Las ganancias fiscales y financieras pueden ser también un poderoso incentivo para adquisiciones o fusiones:
 - o Utilización de quebrantos impositivos de etapas anteriores.
 - o Uso de una capacidad de endeudamiento.
 - o Un mejor desarrollo de la política de dividendos.

El concepto de sinergia, según el diccionario de la real academia española “RAE” es: “Acción de dos o más causas cuyo efecto es superior a la suma de los efectos individuales”.

El presente trabajo sienta las bases para desarrollar el análisis de un método que posibilite que las empresas inmersas en actividades de fusión o adquisición tengan un proceso estructurado buscando el éxito en él mismo, las cuales sean fundamentales para guiar toda acción de creación de valor económico, por lo tanto, el método a implementar deberá identificar aquellos factores y variables que pueden facilitar dicha generación de valor. Además, las empresas al llevar a cabo este tipo de procesos poseen como objetivo fundamental generar sinergias y perdurabilidad,

por lo cual, la medida del éxito de éstas se determina de acuerdo con el incremento del valor económico agregado.

Existen dos momentos críticos que pueden llevar al éxito de todo el proceso, el primer momento fundamental consiste en el análisis retrospectivo, es decir anterior al inicio del proceso basado en la revisión generada en un “Due Diligence” para determinar la viabilidad de continuar con el proyecto de fusión y/o adquisición generando una potencial oferta vinculante y el segundo momento transcurre en forma prospectiva a la adquisición o fusión y depende de las habilidades de planificación, gestión y administración de los directivos de empresa para evitar que se den resultados catastróficos por la incorrecta evaluación de las culturas organizacionales de cada parte. Luego, el pobre acoplamiento de dichas culturas o la falla en implantar una sola de ellas y erradicar la anterior. Con este fundamento se analizan casos que hayan generado aspectos de éxito, identificando aquellas variables y factores que llevan a un resultado positivo o en su caso un resultado negativo que deba generar estrategias de corrección para convertirse en exitosos.

I.1. Antecedentes de fusiones y adquisiciones de empresas en México

Desde los inicios del siglo pasado comenzaron a llevarse registros acerca de las fusiones y adquisiciones que involucraban a las empresas más importantes de Estados Unidos. Aunque hay vacíos y sesgos de información en los datos históricos, dos tendencias son evidentes. Primero, a lo largo del siglo hubo oleadas en las que por períodos cortos de tiempo aumentaron y después declinaron la cantidad y el valor de las fusiones y adquisiciones reportadas. Estas oleadas, en general, coincidieron con épocas de auge en los mercados de valores. Segundo, la cantidad y el valor de las fusiones y adquisiciones continuamente han sido mayores.

Los procesos de adquisición y fusión de empresas no son algo desconocido para el país, ya que grandes empresas históricas de México nacieron a partir de acuerdo de fusiones. Así se puede advertir, en la historia de las empresas mexicanas, un comportamiento cíclico, según afirma Livio de los Ríos Cortés (2007). Existieron períodos de calma que fueron seguidos por períodos de fuerte actividad en donde un gran número de empresas toman el control de otras. Ese carácter cíclico se inició en México a fines del siglo XIX. En búsqueda de esquematizar el proceso de fusiones de empresas en México, Livio de los Ríos Cortés (2007), plantea tres etapas que se utilizan a nivel teórico en el desarrollo de esta temática. La primera etapa se inicia con el ciclo comprendido entre 1887 a 1905, produciéndose su cúspide entre 1899 y 1890; el siguiente ciclo va desde 1916 a 1930, alcanzando su cúspide durante la década del veinte. Esta etapa se caracterizó por la presencia de fusiones y adquisiciones horizontales en el sector bancario, industria petrolera, del acero, hule y la industria del tabaco. Mientras que la segunda etapa se inicia a finales de la década del 40, tiene su máximo en el año 1968 y termina en los años 70 con la crisis petrolera. Esta segunda etapa se caracterizó por la presencia de adquisiciones y fusiones de tipo vertical conformándose importantes compras conglomeradas. Por último, la tercera oleada se prolonga hasta el presente y posee dos ciclos importantes: el primer ciclo comprendido entre 1985 a 1990 y el segundo ciclo comprendido entre 1995 al año 2000. Esta última etapa se caracteriza por la diversificación conglomerada y los procesos transnacionales. Es decir que, este

último período se caracteriza por adquisiciones transfronterizas con carácter internacional.

En México se pudo observar una amplia actividad del proceso de fusión y adquisición de empresas entre los años 1988 a 2010. Existen diferentes razones que llevan al aumento del volumen de las adquisiciones de empresas durante este período y muchas de las cuales han generado éxito acorde a sus planes originales:

- 1). Se inicia un proceso de privatización de empresas del estado en la década de los 80's. La mayor actividad privatizadora se registra entre 1988 a 1993.
- 2). Muchas de las empresas públicas privatizadas fueron adquiridas por empresas e instituciones mexicanas que posteriormente pasaron a manos del capital transnacional.
- 3). Presencia de procesos de apertura y desregulación de sectores económicos como el bancario y el de telecomunicaciones junto con condiciones más exigentes de competencia. Ambos factores produjeron durante finales de los 90's y principios de siglo XXI un aumento de los procesos de fusiones.
- 4). En 2006, se lograron diversas fusiones de éxito de cadenas farmacéuticas que denotaron bases de comparación para lograr mejorar estos procesos en México tomando como eje central el hecho de que dependen de una larga relación y buscar no apresurarse en su consolidación, en otras palabras, se busca acercamientos o participaciones tipo "Joint Ventures" para acostumbrarse a trabajar juntos y con ello identificar las sinergias para demostrar que es el momento de la fusión o adquisición.
- 5). A nivel mundial, el crecimiento de las empresas de bebidas se dió rápidamente mediante las adquisiciones, de las cuales se han aprendido de la experiencia que en el mundo empresarial no hay nada mejor que una "luna de miel". *"Cuando adquieres algo, tomas el control, llegas a tener una visión muy clara, porque has estado analizando todos los activos en donde se encontraban las claves de valor. Los has procesado con rigor"* (Walsh, 1988, p. 173).

Además, las fusiones no sólo se consideran beneficiosas a nivel competitivo sino también a nivel fiscal y financiero, ya que en México la transferencia de acciones y activos en procesos de fusión no se suponen como una enajenación, entonces las transferencias de activos están libres de impuestos.

Teniendo en cuenta las facilidades normativas en los casos de fusión de empresas, el mercado mexicano resulta ser atractivo para las empresas transnacionales, además se debe agregar la existencia de un vasto y fuerte mercado interno que lo hace un foco muy importante para empresas de distintos sectores industriales. Dentro del mercado latinoamericano, tanto Brasil como México lideran el ranking en cuanto a procesos de adquisición y fusión. El año 2005 fue un año récord para México, ya que en estos procesos se calculó un monto negociado cercano a los 10,500 millones de dólares, superando con creces los diez años previos como valor promedio en millones de dólares por empresa adquirida (Basave Kunhardt, 2002).

En cuanto a los sectores industriales, los sectores minería y metal-acero representaron el 70% de todas las operaciones en materia de fusiones. Como por ejemplo, la venta de la minera México a Southern Perú y la compra de Hylsamex por el grupo Techint de Argentina. El sector bancario fue otro de los que más tuvieron operaciones en México, pero principalmente a mediados de la década de los 80's, teniendo entre 1983 y 1985 veintiún operaciones de bancos que se fusionaron o fueron adquiridos, dieciocho entre 1991 y 1993 y doce entre 1995 a 2004.

I.2. Problema de investigación

Las fusiones y adquisiciones representan una estrategia viable de expansión a nuevos mercados, de consolidación en un mercado base, así como de expansión de los servicios ofrecidos, teniendo potencial para expandir la oferta – y con ello los potenciales ingresos – en una integración tanto vertical como horizontal. Sin embargo, si no se ejecutan de una manera apropiada, una fusión o adquisición puede tener consecuencias desastrosas, generando pérdidas financieras y de la misma manera una crisis organizacional, así como pérdida de imagen y reputación en el mercado. Se ha visto a lo largo de la historia como en muchos casos el choque de culturas corporativas (v.g. DaimlerChrysler, AOLTimeWarner) ha sido un factor fundamental para el fracaso de fusiones y adquisiciones en proporciones estratosféricas. En la presente investigación, el problema se basa en analizar los factores que deben tomarse en cuenta al momento de realizar una fusión o una adquisición, para lograr un Due Dilligence¹ más preciso que maximice las posibilidades de éxito y englobe muchos factores hoy no considerados por los modelos puramente numéricos.

Basado en lo anterior, existen diversas interrogantes que se analizan para encontrar las respuestas necesarias que conlleven a comprobar la existencia de las mejores prácticas de actuación en estos procesos.

Las preguntas de investigación que guiaron el trabajo en su desarrollo y análisis fueron:

En primer término, la pregunta de investigación general:

¿Cuáles son los factores tangibles e intangibles que influyen en el éxito de las fusiones y adquisiciones para la generación de perdurabilidad de las sinergias posterior a la transacción?

¹ El concepto de Due Diligence, según Deloitte (2005), consiste en un proceso de investigación y análisis que se realiza para obtener información sobre las oportunidades y amenazas antes de realizar una adquisición, fusión por absorción o intercambio accionario con otra empresa.

Las preguntas específicas de investigación son:

1. ¿Cuáles son las variables que deben involucrarse en el proceso de fusión o adquisición de una empresa para alcanzar el éxito, desde una visión del Due Diligence, que busquen minimizar riesgos de dicha acción?.
2. ¿Qué factores relevantes tangibles e intangibles se deben tomar en cuenta en el proceso posterior a una fusión o adquisición para validar la perdurabilidad de las sinergias que puedan generar valor económico a los accionistas?
3. ¿Qué factores deben incorporarse para mejorar la eficiencia en el capital de trabajo y con ello optimizar la recuperación de la inversión en procesos de fusión o adquisición de empresas?

El concepto de éxito de una fusión puede medirse empíricamente, es decir a través de indicadores cuantitativos por medio de dos métodos de valuación del resultado de dicha operación. Según afirman Apellániz y Apellániz (2001), existen distintas metodologías empíricas para medir qué se entiende por éxito en la fusión o adquisición de una empresa. Particularmente las autoras remarcan la existencia de dos métodos, aquel que se basa en la hipótesis de eficiencia de mercado, donde el éxito de la acción responde a una buena estimación del valor intrínseco de cualquier título de valor de la nueva empresa, para así medir si el mismo es superior o inferior al valor previo de las anteriores empresas, en un contexto económico similar. Así el éxito de una fusión, se podrá inferir por éste método. A su vez, las autoras remarcan la posibilidad de aplicar otro método, aquel que centra su análisis en el hecho de que una fusión debe generarle a un inversionista de la nueva empresa un valor adicional, por lo que se puede obtener a través de la información económica y financiera de distintos indicadores de rentabilidad de la contabilidad de la nueva fusión.

I.3. Justificación y delimitación del estudio

I.3.1. Justificación

Los procesos de fusión y adquisición de empresas fueron parte importante de la evolución histórica de las principales empresas mexicanas desde el siglo XIX hasta la actualidad. Por lo tanto, este tipo de actividades ya fueron fuertemente aplicadas en México mucho antes de que se produjeran los procesos de globalización e internacionalización de las empresas. Tal es el caso de la evolución histórica de empresas como Telmex y Banamex. Siendo una de las estrategias de crecimiento de empresas más viables, se hace menester determinar los factores que permiten el éxito de este tipo de procesos, lo cual permitirá confeccionar un modelo de evaluación efectivo.

En este sentido, la presente investigación tiene como finalidad analizar los factores que influyen en el éxito de las fusiones y adquisiciones de empresas mexicanas para construir un modelo que permita explicar y validar los lineamientos fundamentales de cómo asegurar el cumplimiento de diversos requisitos previos a realizar una oferta que vincule una transacción de fusión o adquisición de una empresa, así como apoyar en la continuidad de una entidad que sea haya fusionado o adquirido, enfatizando la generación de sinergias que promuevan la creación de valor económico.

Algunas de las razones que justifican llevar a cabo el presente trabajo es incentivar que se logre el éxito de las fusiones o adquisiciones entre empresas soportadas por:

- Optimización de economías de escala para el mejor aprovechamiento de los recursos actuales, es decir, la posibilidad que se genera para una empresa donde es factible aún aumentar los niveles de producción en favor de una disminución del costo promedio de producción, se puede mantener o incluso acrecentar si se fusiona con otra empresa que se encuentre en la misma dirección.

- La oportunidad de tomar ventaja de los resultados fiscales y financieros que permita utilizar esta liberación de recursos para la aplicación de los fondos a otros destinos que mejoren la empresa en términos generales.
- Mejora en los aspectos tecnológicos que permiten tener un óptimo sistema de producción y venta para generar un producto más completo y con un mayor poder de mercado, tomando en cuenta que se pueden encontrar empresas en que los equipos sean antiguos y con pobre mantenimiento, por lo cual el análisis técnico previo debe ser fundamental para definir las acciones y reprocesos en su caso, a seguir.
- Las ganancias por comercialización que generan mayor eficiencia en el aspecto comunicativo y el publicitario para el fortalecimiento de las redes de distribución y equilibrio con una mayor mezcla de productos.
- Identificación y disminución de los riesgos inherentes al giro o proceso de adquisición efectuado con impacto tanto en el éxito de la transacción como respecto al estado patrimonial de la empresa en marcha.
- Optimización del costo de oportunidad que permita validar la decisión tomada en el proyecto adquirido o fusionado para obtener rendimientos incrementales con respecto a otros proyectos no considerados para este proceso.

Y con todo lo anterior, se convierte sumamente relevante, desde el punto de vista de sinergias y reingeniería, los sistemas y procesos para buscar optimizar los resultados de creación de valor económico agregado y que a su vez genere una responsabilidad social que denote una perdurabilidad en la empresa.

De esta manera, quienes resultan beneficiados en la investigación emprendida, son los usuarios de la información que pretenden llevar a cabo un proceso de fusión y/o adquisición de empresas en el mercado mexicano ya sea local o global, el cual podrá ser consultado como parte de un conocimiento teórico-práctico de los principales fundamentos que se realizan en una fusión y/o adquisición en dicho mundo empresarial para lograr documentar las bases de este tipo de transacciones, tales fueron los diversos casos estudiados que se analizan para documentar el

modelo a través de los indicadores económico-administrativos que muestren las tendencias en sus ventas, patrimonio, utilidad bruta y operativa y con ello cimentar los procedimientos de actuación de los últimos diez años en la generación del éxito empresarial

I.3.2. Delimitación

El presente trabajo analiza las empresas mexicanas sin interés en un sector o tamaño de empresa, sino más bien aquellas fusiones emblemáticas a nivel nacional y sobre las cuales se dispone de información que han desarrollado procesos de fusión y/o adquisición verificando los resultados obtenidos de las mismas a partir del año 2001, centrándonos en las sinergias producidas y en los factores tangibles e intangibles de los cuales dependen el éxito de estos procesos.

I.4. Objetivos del estudio

I.4.1. Objetivo general

Determinar cuáles son los factores tangibles e intangibles que influyen en el éxito de las fusiones y adquisiciones para la generación de perdurabilidad de las sinergias posterior a la transacción.

I.4.2. Objetivos específicos

1. Identificar cuáles son las variables que deben involucrarse en el proceso de fusión o adquisición de una empresa para alcanzar el éxito, desde una visión del Due Diligence, que busquen minimizar riesgos de dicha acción.
2. Determinar los factores relevantes tangibles e intangibles que se deben tomar en cuenta en el proceso posterior a una fusión o adquisición para validar la perdurabilidad de las sinergias que puedan generar valor económico a los inversionistas.

3. Reconocer los factores que deben incorporarse para mejorar la eficiencia en el capital de trabajo y con ello optimizar la recuperación de la inversión en procesos de fusión o adquisición de empresas.

I.5. Formulación de la hipótesis

El modelo de evaluación de procesos de adquisición y fusión de empresas para generar las ofertas vinculantes que incrementen la posibilidad de éxito de este tipo de transacciones deberá tener en cuenta no solo las cuestiones financieras sino también el análisis de los aspectos intangibles de las empresas y las características particulares de los mercados para lograr sinergias y con ello generar un mayor impacto en la creación de valor económico posterior a la transacción.

En función de la necesidad de ponderar cuáles son los factores que llevan al éxito de las fusiones, la hipótesis sobre la que se centró esta tesis, consistió en:

Hipótesis principal

“La fusión o adquisición de empresas no sólo debe analizarse desde el punto de vista de factores financieros, sino también con respecto a factores intangibles considerando el tipo de empresa, mercado, cultura y políticas internas, para alcanzar el éxito en la generación de perdurabilidad de las sinergias posterior a la transacción”

Hipótesis específicas:

1. Es necesaria la implementación de un “Due Diligence” que identifique las variables que deben involucrarse en el proceso de fusión o adquisición de una empresa para alcanzar el éxito y que genere la oportunidad de realizar una oferta vinculante.

2. Los factores intangibles relevantes como mercado, marca, cultura y prestigio de una empresa adquirida son fundamentales para validar la perdurabilidad de las sinergias que generan valor económico a los inversionistas.
3. Los factores económicos y financieros son los que permiten mejorar la eficiencia en el ventas, margen y utilidad operativa y con ello el equilibrio en el capital de trabajo para optimizar la recuperación de la inversión en procesos de fusión o adquisición de empresas.

II. Fundamentación

II.1. Marco Teórico y conceptual

Una vez que se definió en forma específica los objetivos sobre los cuáles se desarrolla la investigación para poder encontrar una respuesta particular al problema de investigación buscando comprobar las hipótesis planteadas que permita validar que a través de una adecuada fundamentación y análisis de variables cualitativas y cuantitativas, se pueda lograr una fusión y/o adquisición de empresas en forma exitosa que logre sinergias en el corto y mediano plazo para optimizar el valor económico agregado de las empresas fusionadas en forma perdurable. Por tal motivo, se presentan diversas teorías que fundamentan esta investigación, así como los conceptos que generan una conjunción de este tipo de argumentación en un mismo sentido para validar y robustecer las mismas.

II.1.1. Fusión de empresas

Espiñeira, Sheldon y Asociados (2008) establecen una diferencia entre fusión y adquisición de empresas. Mientras que la fusión consiste en juntar los patrimonios de dos empresas para formar una nueva; la adquisición se trata de la compra de acciones y/o activos de una empresa para buscar tener el control de esta, pero que de ninguna manera implica la fusión de sus patrimonios. Otra de las diferencias se encuentra en las intenciones de cada una de las acciones. Ambas pretenden incrementar el valor, pero en el caso de la fusión la intención es consolidarse en el mercado mientras que, en el caso de la adquisición, el aumento de valor de la

empresa nueva posee una intención a corto plazo ya que se pretende ese aumento para venderla a un precio superior con respecto al precio por el cual fue adquirida en un principio.

Fernández y Bonet (1989), establecen que, normalmente, las fusiones de empresas son amistosas y suponen la creación de una empresa nueva a través de la sumatoria de activos y pasivos de ambas empresas. Generalmente la fusión se negocia entre los directivos y luego, debe ser ratificada por los accionistas. En cambio, las adquisiciones pueden ser amistosas u hostiles y se trata de la incorporación del activo y pasivo de la empresa adquirida a la empresa compradora. Es decir que, la empresa adquirida pierde su personalidad jurídica y la negociación se desarrolla directamente con los accionistas sin necesidad de establecer negociaciones previas con los directivos de la empresa.

Por último, se puede mencionar la división desarrollada por Mascareñas Pérez-Iñigo (2011), el cual determina que en las fusiones las empresas pierden su personalidad jurídica individual ya que consiste en la concordancia de dos o más cantidad de empresas que se obligan a aglutinar sus patrimonios y organizar una nueva sociedad. Si al juntar las dos empresas no se crea una nueva personalidad jurídica, sino que se mantiene la personalidad de una de las integrantes, entonces la operación se denomina absorción ya que una de las empresas absorbe los patrimonios de las demás integrantes. Distinto es el caso de las adquisiciones que para el autor consiste en la compra de la mayoría de las acciones de una empresa con la intención de controlar su gestión. Por último, establece que la operación contraria a la fusión o a la adquisición se la denomina escisión o segregación, la cual se trata de la desaparición de una empresa para convertirse en varias o se trata de un proceso de pérdida de parte de sus activos. El motivo fundamental por el cual las empresas desarrollan este tipo de proceso es el aumento del valor global de las empresas implicadas. De acuerdo con ello, se puede evaluar si la fusión o adquisición implicó un éxito o un fracaso (Mascareñas Pérez-Iñigo, 2011). Cuando el valor de la empresa resultante es superior al valor de las diferentes empresas por separado, entonces se está ante un efecto de sinergia. Muchas de las fusiones y

adquisiciones fueron motivadas por cuestiones competitivas ya que muchas empresas multinacionales compran empresas de mercados internos con el objeto de anular la competencia en una región específica. Otras de las razones que impulsan a las empresas a realizar este tipo de procesos responden a cuestiones de inversión, es decir que, cuando el valor final de la empresa al final del proceso es mayor que el precio pagado por la misma, entonces se puede afirmar que la empresa adquiriente ha realizado una excelente inversión.

Las fusiones de empresas pueden clasificarse según Llancao (2016), como la estructura de la sociedad resultante y según la estrategia. En el primer caso, las fusiones pueden ser: por absorción o por creación de una empresa nueva.

- Fusión por absorción: en este caso la empresa adquirida es absorbida por otra empresa lo cual implica la disolución y desaparición de la empresa adquirida.
- Fusión por creación de una empresa nueva: en este caso, las dos empresas (la adquirida y la adquirente) desaparecen para formar juntas una nueva empresa.

Existe, según Mascareñas Pérez-Iñigo (2011), otra posible clasificación de las fusiones en relación a cuál fue la estrategia aplicada entre las empresas; horizontal, vertical o de conglomerado:

- Fusión horizontal: se trata de la fusión entre empresas que compiten en la misma rama industrial y la intención es la ampliación del mercado.
- Fusión vertical: en este caso la fusión consiste en la compra de empresas de proveedores o de clientes. La intención puede ser asegurar el suministro de materia prima o asegurar la llegada del producto al cliente final.
- Conglomerado: se trata de compras de empresas que no poseen ningún tipo de relación entre sí y la intención fundamental es la sinergia resultante.

Pérez (2008), establece las siguientes motivaciones que llevan a procesos de adquisición y fusión de empresas:

- Economías de operación y de escala: en este caso la motivación principal está dada por cuestiones de costos. La idea a partir de la unión de dos empresas es disminuir los costos mediante la eliminación de todos aquellos gastos que no resulten necesarios.
- Mejor administración: Una mala administración implica una utilidad baja. Mediante una fusión es posible que se mejore la administración y por ende las utilidades. Así los procesos de fusión pueden ser llevados adelante con la intención de adquirir una mejor administración y, en consecuencia, una mejora en las utilidades.
- Crecimiento: cuando la motivación de adquirir una empresa se encuentra en la búsqueda de un mayor crecimiento; se deduce que la incorporación de una nueva empresa permitirá el incremento de la capacidad o un aumento de la participación en el mercado de una forma mucho más barata que desarrollando el crecimiento mediante el esfuerzo y el trabajo de parte de la estructura interna de la organización. Así, al adquirir la nueva empresa, lo importante es su capacidad y nivel de penetración en el mercado.
- Situación subvaluada: se trata de adquirir empresas que poseen un precio bajo debido a sus bajas utilidades por lo que la incorporación se realizará con una empresa de mayor valor.
- Diversificación: en este caso una empresa adquiere otra que se desarrolla en un sector industrial distinto. La intención es evitar la disminución de las utilidades en ciertos períodos. De esta manera se logra diversificar el riesgo de la empresa.
- Razones personales: se trata de decisiones tomadas por los accionistas en miras de alcanzar más liquidez. Motivaciones financieras: se trata de una estrategia en busca de efectivo en la cual la empresa decide pagar con acciones a los accionistas de la empresa involucrada en la fusión, ya que la ganancia será mayor que si desea vender en el mercado esas acciones y luego comprar con esa ganancia.
- Efectos de la información: se trata de una estrategia que busca un aumento del valor en el mercado de una empresa adquirida a un menor valor por

subvaluación mediante la filtración de la información del proceso en el mercado.

- Utilidad por acción: se trata de la adquisición de una empresa con el objeto de conseguir un aumento de las utilidades por acción.
- Estructura de capital: en este caso, la necesidad de fusión se presenta cuando una organización se encuentra muy apalancada y en consecuencia adquiere otra con una mejor estructura de capital y financieramente sana la cual le permite obtener una mayor capacidad de endeudamiento.
- Rapidez y costos: es la estrategia de fusión basada en el interés de ingresar a un mercado en el cual existen obstáculos al ingreso a la industria. El objetivo de entrar mediante la compra de otra empresa implica un proceso más veloz y eficiente.

II.1.1.1. La valoración de las empresas en el proceso de fusión

Uno de los aspectos fundamentales para tener en cuenta en las primeras fases de un proceso de fusión de empresas consiste en un método para determinar el valor de las empresas a fin de pagar un precio justo por las mismas. En principio, es recomendable realizar un análisis conformado por una auditoría que revisa aspectos financieros, legales, fiscales y laborales denominada “Due diligence”.

Mascareñas Pérez-Iñigo (2011) establece como aspecto primordial el cálculo lo más exacto posible de las sinergias futuras, ya que el precio de una empresa consiste en el precio de mercado de sus acciones más una prima que es exigida por el mercado debido a que siempre sus acciones suben cuando la operación suele ser conocida. Entonces, si la sinergia resultante es menor a la esperada o inexistente acaecerá una pérdida de valor lo cual causará una depreciación de los activos financieros de la empresa. Teniendo en cuenta la relación entre sinergia y precio de empresa, se establece el siguiente modelo de valor neto de la adquisición (VNA), el cual será igual al valor de la empresa combinada luego de la operación (Vab) menos la suma de los valores de cada una de las empresas antes de la

operación ($V_a + V_b$), menos la prima pagada por la empresa A (P), menos los gastos del proceso de adquisición (G):

$$VNA = V_{ab} - (V_a + V_b) - P - G$$

Luego, ordena los términos de la siguiente manera:

$$VNA = [V_{ab} - (V_a + V_b)] - (P + G) = [\textit{sinergia}] - (P + G)$$

Este modelo determina que no alcanza con generar una sinergia positiva para generar valor, ya que la misma deberá superar el monto de la prima y el gasto del proceso de adquisición.

Según Durango Yepes (2006), la mayor parte de las investigaciones sobre fusión y adquisición de empresas ha puesto el énfasis en los aspectos relacionados con la creación de riqueza para los accionistas y también las implicaciones estratégicas destinadas a maximizar el uso de recursos de la empresa. Durango Yepes (2006) por su parte plantea que una estrategia de adquisición creará valor cuando una competencia distintiva (recursos escasos, por ejemplo) se acompaña de una oportunidad identificada. Por lo tanto, este autor sostiene que la teoría de recursos puede determinar la cantidad de valor económico de la fusión en función de dos variables: a) el importe de los fondos en poder de la empresa con relación a la cantidad total presente en la economía; y b) la disponibilidad de oportunidades para utilizar esta función con eficacia.

De acuerdo con Garrido (2001), el concepto de creación de valor es sinónimo de sinergia. El autor postula que hay varias fuentes de creación de valor de acuerdo con las particularidades de cada proceso de adquisición. Conceptualmente, la sinergia es el valor adicional que el comprador espera lograr mediante la integración de las capacidades de las empresas originales. Esta sinergia existe en una adquisición, cuando el valor de las empresas recientemente combinadas excede la suma de los valores de las dos empresas en la concentración (Garrido, 2001).

Es de destacar que las estimaciones de sinergia pueden ser mucho más difíciles cuando se refieren a aspectos intangibles, como activos basados en el conocimiento, marcas y el capital humano, en comparación con la perspectiva de la adquisición de los activos tangibles tales como maquinaria (Camps Torres, 2002).

En relación a la medición de las sinergias y perdurabilidad en una empresa, Fuentes, Osorio y Mungaray (2016) realizan una afirmación respecto de cómo dimensionar los distintos factores intangibles dentro de una encuesta, que si bien no se realiza para un proceso de fusión o de adquisición entre empresas, resulta un antecedente respecto de cómo identificar las categorías de los activos intangibles que se pueden analizar desde una mirada cualitativa. Las categorías que utiliza los autores para denotar sinergias son:

- Capital humano: referido al conocimiento que poseen los individuos durante su operación en la empresa para generar nuevas habilidades.
- Capital estructural: consiste en la capacidad de sistematizar distintos procesos dentro de una organización.

Las anteriores variables se analizan desde variables independientes con quince preguntas relacionadas a los recursos físicos y capacidades intangibles, aplicado según la teoría de recursos y capacidades.

II.1.2. Sinergias y entropías

Como consecuencia de la fusión de las empresas se pueden generar sinergias y entropías las cuales surgen de las ventajas y desventajas de la actividad conjunta como, por ejemplo, el aumento de la participación de mercado lo cual implica mayores ingresos; el mayor poder para influir en los precios de venta y para llevar adelante la gestión de inventarios; una economía de escala que posibilita reducciones importantes en los costos; mejor posición para negociar condiciones de financiamiento; mejoras en los canales de distribución y en la comercialización del producto y mejor aprovechamiento de la carga laboral y de las condiciones fiscales (Espiñeira, Sheldon y Asociados, 2008).

Por su parte Zozaya González (2007), identifica dos tipos de sinergias: las sinergias productivas y las sinergias financieras. Entre las sinergias productivas se pueden citar la reducción de costos por medio de economías de escala, gestión eficiente y el poder de compra y venta; mejoramiento de los ingresos por beneficios estratégicos; crecimiento del mercado actual o penetración en nuevos mercados y el aumento de la cuota de mercado de la empresa. En cambio, las sinergias financieras aparecen a raíz de la producción de mayores flujos de caja o a raíz de una reducción en los costos de capital de la empresa. Sin embargo, Zozaya González (2007) establece diferencias en este aspecto entre la teoría y la realidad de las empresas. Así, existen determinados efectos ambiguos como por ejemplo el nivel de empleo que puede aumentar o disminuir de acuerdo con la raíz de la fusión, es decir se producen duplicidades de departamentos y funciones o se produce una eficiencia de la productividad de la empresa con un mayor poder de compra y un aumento de la demanda. Luego, afirma que el aumento de las acciones se produce en el momento de anuncio de la fusión o adquisición y cuando el proceso es exitoso, las acciones vuelven a disminuir su valor. En cuanto a los beneficios y las ventas, se registran casos de aumento y casos de disminución de alguna de las variables o de ambas al mismo tiempo. Por otro lado, se observa que es muy raro el crecimiento de las empresas fusionadas y el aumento de la productividad depende del nivel de empleo de la empresa.

McCann y Gilkey (1990), definen la sinergia como el aumento del valor generado por la combinación de dos compañías para crear una nueva y más valiosa, mediante la obtención de oportunidades que no estarían disponibles para que estas empresas puedan operar de forma independiente. Para Ballarin et al. (1994) las operaciones de fusiones y adquisiciones deben realizarse cuando el valor de la sinergia es superior al costo de adquisición. Estas consisten en la prima pagada por la empresa adquirida y los costos de transacción. Así, las fusiones y adquisiciones son formas de mejorar el desempeño de la administración, o para lograr algún tipo de sinergia, lo que aumenta la eficiencia económica en su conjunto. De acuerdo con Sutton (1983) las sinergias son procedentes de economías de escala y alcance, produce

mejores prácticas, el intercambio de habilidades y oportunidades, y el efecto estimulante de la combinación de las empresas.

Sutton (1983), postula que las previsiones de sinergia hechas por los ejecutivos de las empresas que participan en operaciones de fusión y administración generalmente se basan en las expectativas de reducción de costos, ya que esperan conseguir ahorros con la eliminación de los mismos mediante la combinación de posiciones duplicadas, la capacidad de las funciones de producción y administrativos, el aumento del poder de compra de material en bruto, la eliminación de Investigación y Desarrollo (I+D) duplicada y la integración de los programas de inversión.

Según Dolz e Iborra (2005), las transacciones con buena voluntad pueden reducir el valor de las empresas compradoras. Según los autores, las sinergias pueden dividirse en operativas y financieras. La sinergia operativa afecta el funcionamiento de las dos compañías combinadas y se compone de las economías de escala, incremento de los precios de energía y un mayor potencial de crecimiento. Por lo general son mayores de lo esperado por el modelo de previsión de flujo de caja.

II.1.2.1. Sinergias operativas

Son las sinergias que permiten a las empresas aumentar sus ingresos operando desde los activos existentes, el crecimiento o ambos. De acuerdo con Dolz Dolz e Iborra Juan (2005), estas sinergias se categorizan en cuatro tipos:

1. Las economías de escala: que surge de la fusión permitiendo que las compañías combinadas sean más eficientes y generen mayores beneficios. En general, la economía de escala aparece en fusiones y adquisiciones del mismo tipo comercial (fusiones horizontales).
2. El poder de fijación de precios: surge con la reducción de la competencia y la mayor cuota de mercado que la nueva empresa tendrá, lo que resultará en mayores márgenes y mayor utilidad de operación. Esta sinergia es más

común que aparezca en las fusiones y adquisiciones de empresas de un mismo tipo de negocio y en entornos con poca competencia.

3. Combinación de diferentes “know-how”: esta sinergia puede ocurrir cuando una empresa con fuertes habilidades de marketing adquiere una empresa con buena línea de producción. La transferencia de tecnología entre empresas acelera la fabricación del producto y reduce los costos.
4. El aumento del crecimiento en un nuevo o un mercado ya existente aparece como la combinación de dos empresas.

Dolz Dolz e Iborra Juan (2005), mencionan también las economías de integración vertical, lo que reduce los costos de transacción y económicos con el uso de los recursos adicionales, lo que permite la reducción de costos cuando se aprovecha de lo que es mejor en cada empresa.

Las sinergias operacionales pueden afectar los márgenes, la rentabilidad y el crecimiento de las compañías involucradas en la fusión y adquisición.

II.1.2.2. Sinergias financieras

De acuerdo con Krallinger (1999), estas sinergias se clasifican en cuatro tipos:

1. La combinación de una empresa con el exceso de dinero en efectivo (y pocas oportunidades de proyectos) con una empresa con proyectos de alta rentabilidad (y con un flujo de efectivo limitado) pueden añadir valor a la compañía después de la fusión y adquisición. El valor añadido proviene de la capacidad para llevar a cabo proyectos que no se pueden realizar debido a la escasez de dinero en efectivo.
2. El crecimiento de la capacidad de endeudamiento debido a una mayor previsibilidad y la estabilidad de los ingresos y flujos de efectivo de la nueva empresa después de la fusión y adquisición. Esto permite obtener más préstamos de los que podrían firmar como empresas individuales, lo que aumenta los beneficios fiscales y los resultados en un menor costo de capital.

3. Los beneficios fiscales, derivados de la utilización de las exenciones y compensaciones autorizadas por la ley, como es el caso de la utilización de pérdidas fiscales como consecuencia de las pérdidas de rendimiento, una planificación fiscal o eliminación de la tributación. Una empresa también puede aumentar su tasa de depreciación después de la adquisición, lo que ayuda a aumentar el valor de esta empresa.
4. La diversificación es la más controvertida fuente de sinergia financiera. Krallinger (1999), afirma que los inversores pueden diversificar con costos reducidos y con más facilidad que una empresa por sí misma. Por otra parte, la diversidad de los ingresos y los gastos, proporcionada por el desempeño de la compañía en diferentes segmentos del mercado, minimiza los riesgos cuando se trata de desaceleración económica.

Es evidente que hay mucho potencial sinérgico en la fusión y adquisición. En la valoración de la sinergia es necesaria que sean asumidas algunas hipótesis sobre los futuros flujos de caja de la empresa y la tasa de crecimiento en que se incurrirá. Según Sudarsanam (1996), existe controversia en la literatura sobre el resultado de los procesos de fusión y adquisición en la perspectiva de creación de valor para los accionistas y esta controversia se prolonga en el plano teórico a través de la evidencia empírica favorable y desfavorable. Las dificultades de mantener un consenso, se produce debido a lo siguiente:

1. La determinación del tamaño de la muestra para que los resultados se pueden generalizar.
2. Análisis a corto, mediano y largo plazo.
3. Indicadores que utilizan, por ejemplo: los datos del mercado de capital, el rendimiento financiero y económico.
4. La forma de aislar los efectos de un proceso de fusión y adquisición en el rendimiento de una empresa, teniendo en consideración otras estrategias adoptadas (Sudarsanam, 1996).

Al igual que cualquier acuerdo comercial los costos de transacción están presentes; entonces las disposiciones pertinentes del acuerdo de fusión y/o adquisición deben recibir atención por parte de los administradores en el desarrollo del proceso. Mascareñas Pérez-Iñigo (2000, p. 23) provee un consejo relacionado con este proceso en el que plantea que lo relevante “es la atención de gestión que se dedica a garantizar el cumplimiento del acuerdo”. Según el autor, las acciones de manejo deben ser compatibles con el tipo de adquisición llevado a cabo en función del mejor efecto se pueda lograr (Mascareñas Pérez-Iñigo, 2000).

Otro aspecto importante es el tiempo requerido para la fusión o adquisición y cómo repercute esto en los resultados sinérgicos. En este sentido, Mascareñas Pérez-Iñigo (2000) subraya la necesidad de un tiempo de adaptación entre las empresas y tener presente que la generación de valor nunca es inmediata. Esto se debe a la fase de integración, que implica los ajustes necesarios de gestión y administración entre las empresas. Es por estas razones que Mascareñas Pérez-Iñigo (2000) destaca la importancia crucial de la etapa de integración del proceso de fusión y adquisición. Sobre todo, si se tiene en consideración que todo el valor creado se realiza después de la adquisición. En este sentido, las fusiones y adquisiciones pueden llevar a las empresas a convertirse en líderes del mercado, pero incluso también hacer fracasar el acuerdo. Un punto que aparece como controversia en lo que hace a la validez o no de las empresas en fusionarse en una actividad es el resultado posterior. Esto surge inevitablemente debido a la incapacidad para predecir lo que sucederá después de que las empresas se transformen en una. Ballarin et al. (1994) postulan que cuando la operación se realiza correctamente, los accionistas de las sociedades adquiridas hacen ganancias sustanciales en el corto plazo. Por otro lado, cuando la operación no tiene éxito, la tasa de retorno para los accionistas de la empresa objetivo es negativa, mientras que el rendimiento medio para los accionistas de la adquirente es igual.

Espiñeira et al. (2008), establecen una serie de factores que pueden producir el fracaso de las fusiones y adquisiciones de empresas:

- Rechazo de la cultura entre las compañías involucradas.
- Incorrecta implementación del plan.
- Resistencia al cambio.
- Falta de información sobre las empresas al momento de fusionarse.
- Falta de plan “post-acuerdo”.
- Subestimación de las sinergias o falta de identificación de las entropías.
- Falta de eficiente y oportuno “Due diligence”.
- Equivocación en el análisis del comportamiento del mercado.
- Alto grado de optimismo sobre el negocio.
- Sector económico en declive o producto con sustitutos en puerta.

Como se puede observar, la mayor parte de las equivocaciones que llevan al fracaso tienen que ver con deficiencias en los análisis previos y con deficiencias en la planificación e implementación de estrategias. Zozaya González (2007) también establece que una de las razones de fracasos en fusiones y adquisiciones son la insuficiente investigación con respecto a la empresa que se ha de adquirir o fusionar y la falta de conocimiento del negocio de la empresa comprada o fusionada. Además, otra de las cuestiones que pueden llevar al fracaso puede acontecer luego de la fusión por falta de planificación e integración y por descuidar a los clientes, proveedores y empleados. Por último, establece como factor de fracaso los problemas de comunicación generados por la falta de información clara y concisa y por la desestimación y falta de respeto hacia la otra empresa, su gente y sus formas de trabajo. Aunque no es posible determinar todos los factores que originan el éxito y el fracaso de las fusiones y adquisiciones porque cada caso es único, sí pueden enumerarse algunos elementos a tener en consideración. El éxito de una operación de fusión o de compra se ligará a la debida estructuración de lo oportuno, considerando en cuenta gran cantidad de factores, como los recursos de las empresas, las restricciones de orden legal y regulatorio, el contexto macroeconómico, entre otros.

Resulta crucial analizar la posición competitiva del comprador y la empresa objetivo, realizando una valoración objetiva de la operación, lo que a menudo

requiere el asesoramiento de especialistas en fusión y adquisición, y contando con agilidad en la negociación. Se deben identificar y analizar las sinergias que se derivarán de la operación y prestar atención a los perfiles de organización y cultura empresariales (facilidad de promoción, forma de vestir, horario flexible, etc.) de ambas empresas, ya que la integración de ambas puede resultar difícil si son contrarias en muchos aspectos. A medio término, el éxito depende del tamaño y alcance total de la empresa, de amplitud y grado de realismo del gestor y de la forma en que integran las empresas sin repercutir en la labor del día a día.

Sin embargo, atender a todos estos argumentos es una condición necesaria pero no suficiente de éxito (McCann & Gilkey, 1990). Por otro lado, el fracaso de una fusión y adquisición puede deberse a factores tan dispares como los siguientes. Antes incluso de que la operación tenga lugar, algunos comportamientos aumentan la probabilidad de fracaso.

Esto puede suceder como consecuencia de una carencia de investigación de la empresa que se adquirirá-fusionará o de no comprender de forma suficiente el negocio de la empresa comprada-adherida o porque la causa que accionó la operación no se sostenía en posibilitar sinergias, sino en aprovechar el efectivo de la empresa, en tomar de ejemplo a otras, en no quedarse atrás o en “perseguir intereses personales (ego de gestor, comisiones bancos y gestores, etc.)” (McCann & Gilkey, 1990, p. 23).

Una vez que la operación se ha realizado, su éxito posterior podría entrar en crisis si no se cuida debidamente la integración y planificación, si la empresa se focaliza demasiado en hacer recortes de costos y olvida los negocios del día a día, si no se atiende de modo correcto a los clientes, proveedores y empleados, en pos de centrar la atención en la nueva estructura organizada; como también el descuido de la administración del personal o dejar de lado la toma de decisiones relevantes por no haber una transparente y rigurosa definición de responsabilidades posterior a la fusión. A corto o medio plazo, los factores que más influyen sobre el fracaso empresarial están relacionados con la incapacidad de superar los retos prácticos,

con el desinterés para fortalecer una comunicación de modo permanente, clara y abierta, tanto en el aspecto interno como externo, con mostrar escaso respeto hacia la otra empresa, su personal, su metodología de trabajo o sus logros o con la dilación en proveer un liderazgo reconocido, visible y accesible (McCann & Gilkey, 1990).

En síntesis, el éxito o fracaso de los procesos de adquisición o fusión de empresas dependen de dos cuestiones importantes: al análisis previo a la negociación y las estrategias desarrolladas por la gerencia cuando la empresa ya fue adquirida o fusionada. Dentro de las estrategias que pueden permitir la perdurabilidad del valor económico se encuentran:

- La administración basada en sinergias.
- Los procesos de reingeniería.
- La administración del capital humano.
- Las estrategias de responsabilidad social corporativa.

La consultora KPMG (2015) ha desarrollado un estudio sobre la base de más de 100 empresas a nivel mundial y 20 fondos de capital privado y de riesgo. De acuerdo con dicho estudio, los motivos por los cuales las empresas se fusionan o adquieren otras empresas se encuentran en la intención de ganar mercado o llegar a otras regiones y así no se toman en cuenta la totalidad de los problemas que deben enfrentarse ya que no se entiende al proceso como una herramienta estratégica. De esta manera, se pudo constatar que solo una tercera parte de las empresas estudiadas agregaron valor ya que uno de los puntos que dificultan las sinergias resulta ser la parte cultural. No se comprende cómo unir a la gente de las dos organizaciones y cómo crear un único sistema de información.

Los fondos de capital privado y de riesgo obtienen, generalmente, mejores resultados en comparación a las organizaciones. Ello se debe a que su interés por obtener un mejor rendimiento los obliga a obtener un mejor rendimiento.

II.1.3. Administración basada en sinergias

El término sinergia proviene etimológicamente del griego *synergo*, que quiere decir trabajando en conjunto. Refiere directamente a los aspectos positivos del trabajo en equipo en donde los resultados son mayores en comparación a si las personas trabajarán de forma independiente. Para ello es elemental el trabajo de los líderes en el mantenimiento de la unidad y la visión de equipo.

Aplicando el término al mundo empresarial, la sinergia consiste en la producción de efectos adicionales que resultan del trabajo conjunto de dos o más organizaciones siempre teniendo en cuenta que esos efectos no se producirían en las organizaciones si las mismas realizasen las actividades por separado. Se pueden distinguir varios tipos de sinergias: las sinergias en las actividades operativas, las sinergias en la inversión y la sinergia en la dirección.

La sinergia en las actividades operativas se aplica a una función o recurso. Por ejemplo, en las áreas de comercialización en donde se puede colaborar en las actividades de las fuerzas de ventas o en la gestión de compras las cuales pueden llevarse adelante en conjunto con beneficios en los precios de los productos. Mientras que la sinergia de inversión refiere a la disponibilidad y utilización común de elementos patrimoniales como instalaciones, maquinaria y equipos informáticos.

Por último, la sinergia de dirección se aplica a los conocimientos, capacidades y prácticas de dirección tanto a nivel de la dirección general como a nivel departamental.

Mascareñas Pérez-Iñigo (2011), diferencia cuatro tipos de sinergias:

- Sinergias operativas tangibles: se trata de datos e información fácilmente calculados como los ingresos adicionales y la reducción de costos.
- Sinergias operativas intangibles: son los beneficios que no pueden ser fácilmente cuantificables como las oportunidades de crecimiento y la reducción del riesgo económico.

- Sinergias financieras: es el conjunto de beneficios asociados a una estructura de capital más eficiente y a una reducción del coste de ese capital. Este tipo de sinergia se calcula a través del aumento del valor de ambas empresas luego de la fusión o adquisición.
- Sinergias estratégicas: refieren al aumento de los beneficios debido a la implementación de estrategias en conjunto dentro del mercado.

En cambio, McCann y Gilkey (1990), divide a las sinergias de acuerdo con los departamentos en donde las mismas se desarrollan. De esa manera, distinguen los siguientes tipos de sinergia:

- Sinergias en marketing.
- Sinergias en finanzas.
- Sinergias en operaciones.
- Sinergias en recursos humanos.

Las sinergias en marketing suponen la combinación de las fuerzas de venta y el aumento de la porción de mercado de las empresas. Mientras que la sinergia en finanzas supone la reducción de costos y la adquisición de beneficios adicionales. Las sinergias operacionales consisten en el aumento de los beneficios a raíz de la combinación de las operaciones y las producciones entre ambas empresas más la posibilidad de ingresar, en algunos casos, a economías de escala. Por último, las sinergias en recursos humanos tratan sobre la combinación de los equipos de trabajo. Este tipo de sinergia será analizada a continuación con mayor profundidad.

La sinergia en recursos humanos se encuentra relacionada con la teoría general de sistemas expuesta en 1925 por el biólogo alemán Ludwig Von Bertalanffy, la cual expone que la misma aparece únicamente cuando el equipo consigue objetivos claros con logros evidentes y con la participación de todos los integrantes. Entonces, teniendo en cuenta estos conceptos, si se requiere el máximo rendimiento de los empleados es requisito que se cree una cultura organizacional que contribuya con la unidad y la participación del equipo.

Merlano Medrano (2011), establece los siguientes aspectos organizacionales necesarios para poder crear un estilo de trabajo sinérgico:

- Visión compartida: se refiere al conocimiento de los objetivos a largo plazo de la empresa, los cuales deben ser compartidos para generar en los empleados una visión más global a largo plazo.
- Cultura de participación: como ya se mencionó, es de vital importancia la participación de los empleados en todos los procesos que lleva adelante la empresa con el objeto de mejorar la percepción individual y de equipo, de fomentar un mejor ambiente laboral de respeto y autoestima laboral y que vaya acorde a los valores personales y colectivos.
- Información transparente: ello se logra mediante políticas claras sobre el manejo de la información que determinen cómo se transmite la información y sobre quiénes deben tener acceso a la misma con el objeto de evitar rumores, divisiones y malentendidos que minan la unidad de los equipos.
- Percepción de la información: los líderes serán los encargados de llevar adelante las políticas respecto al manejo de la información y deberán transmitir la información necesaria para crear un clima que facilite el sentimiento de pertenencia y que permita disfrutar de los éxitos como rectificar las derrotas y los fracasos.
- Reuniones estratégicas: es tareas de los líderes crear estrategias y metodologías para dirigir las organizaciones y generar reuniones productivas que motiven al personal y evitar la sensación de pérdida de tiempo y falta de resultados.
- Diferencias individuales: en los equipos es de vital importancia respetar la individualidad de cada uno de los participantes tanto a nivel cultural como a nivel temperamental con el objeto de aprovechar las fortalezas de cada individuo enriqueciendo el trabajo en equipo para obtener mejores resultados.
- Hábitos de ganar-ganar: consiste en mejorar las comunicaciones bajo paradigmas de ganar-ganar.

- Metodología de ejecución: aquellas decisiones definidas en los equipos de trabajo deberán ser llevadas adelante con el objeto de medir los resultados a corto y a largo plazo.
- Consultoría externa: en ocasiones se hace necesario la ayuda de consultores externos que ayuden a detectar situaciones posibles de sinergia a nivel laboral.
- Resaltar los éxitos del equipo: la organización no solo debe resaltar las dificultades y los problemas, sino que es de vital importancia señalar los logros y éxitos de los grupos a fin de mantener la motivación y la unidad.

Teniendo en cuenta, lo expresado en el capítulo anterior, la sinergia también requiere de participación y de una visión compartida desde el punto de vista laboral.

Por último, el autor propone las siguientes dinámicas para llegar a obtener sinergia en el ámbito laboral:

- Análisis del problema real: los líderes deben conocer cabalmente los asuntos a resolver y deben comunicarlos claramente al equipo.
- Escucha empática: consiste en una técnica en donde se busca ponerse en el lugar del otro comprendiéndolo.
- Comunicación asertiva: es también una habilidad de expresión del pensamiento y de los sentimientos frente a una determinada situación lo cual permitirá la comprensión y el acercamiento a los demás.
- Dinámica de lluvia de ideas: se trata del desarrollo de una técnica que promueve los ambientes creativos y la participación de los integrantes.
- Soluciones al problema: dentro de las propuestas generadas a partir de la técnica de lluvias de ideas, el líder deberá seleccionar aquellas ideas que contribuyan directamente a la solución del asunto propuesto explicando sus razones con el objeto de no afectar susceptibilidades y generar mejor colaboración entre los trabajadores.

II.1.3.1. Reingeniería

Según Monterroso (2002) se puede definir a la reingeniería como un método mediante el cual se rediseñan radicalmente los procesos principales de un negocio. Se trata de un cambio de visión de la empresa ya que deja de percibirse a la organización en cuanto a las divisiones, las tareas y los productos para poder visualizar a la misma en términos de procesos. No consiste en el mejoramiento de las actividades llevadas adelante por la empresa sino del cambio radical de las mismas.

Entonces, consiste en el rediseño de la empresa en base a los procesos e implica cambios radicales dentro de la estructura, cambios en los roles, de responsabilidades, valores, relaciones internas y formas de ejercer el liderazgo. En los casos de fusiones y adquisiciones de empresa los trabajos de reingeniería se deberán centrar en la optimización de los procesos y en la combinación de las formas de proceder de las dos empresas. En especial, la reingeniería implica la implementación de varios cambios:

- Varias tareas se combinan en uno: se trata de integrar tareas, comprimirlas horizontal y verticalmente. De esa manera, se puede reducir el tiempo del ciclo, disminuir errores y costos.
- Modificación de la estructura organizacional: se trata de cambiar los departamentos funcionales por equipos de procesos.
- Modificación del sistema de jerarquías a una organización más plana: consiste en la transferencia de las decisiones relativas al trabajo a las mismas personas que realizan el trabajo.
- Cambios en las formas de liderazgo: se pasa a un liderazgo facilitador, entrenador y desarrollador de habilidades.
- Búsqueda del orden natural: no se diseña la secuencia de la tarea en forma lineal, sino que se verifican aquellas tareas que pueden ser llevadas a cabo de manera simultánea para reducir el tiempo de resolución.

- Determinación de un solo responsable de todo el proceso: el proceso es responsabilidad de una sola persona lo cual aumenta la flexibilidad, reduce el tiempo y se mejora el control. Si el proceso es realizado por varias personas, cada integrante es responsable de todo el proceso.
- Se tienen en cuenta las características particulares de cada empresa ya que no existe una estandarización del proceso sino una adecuación de este a las condiciones específicas.
- El trabajo se transforma en multidimensional con trabajadores con multi habilidades. El trabajador no se aísla en tareas individuales, sino que desempeñan varias labores e intercambian puestos.
- Se cambia por la visión global y el trabajo en equipo.
- Se mide el desempeño de acuerdo con las habilidades, las capacidades y la orientación a resultados del personal.
- La tecnología es utilizada como herramienta para rediseñar los procesos.
- Se trata de combinar centralización y descentralización: cada unidad actúa de manera autónoma, pero comparte información con el resto de la organización.

De acuerdo con lo expuesto, en el caso de la fusión y adquisición de empresas, el cambio más importante se evidencia en la eliminación de tareas, procesos y actividades que se desarrollan de manera equivalente en las dos empresas; ello permite reducir costos, aprovechar la sinergia y llevar adelante un mayor desarrollo potencial de las habilidades del personal.

II.1.4. Etapas en el proceso de fusión de empresas

En el enfoque de cuáles son las etapas que deben seguirse en un proceso de fusión, existen distintos autores al respecto. En un estudio especial de Sudarsanam (1996) existen tres etapas fundamentales en el proceso de fusión de empresas: etapa de preparación, etapa de negociación y etapa de integración. La primera etapa de preparación consiste en la determinación de los objetivos estratégicos y en la búsqueda, selección y evaluación estratégica. En la segunda etapa, se

desarrolla una evaluación financiera y luego el proceso de negociación y el acuerdo. Por último, la tercera etapa consiste en la integración de las dos empresas mediante una planificación estratégica y un control final de los resultados. Este proceso debe tener en cuenta que las adquisiciones y las fusiones de empresas generan cambios en las organizaciones involucradas y generan efectos en los individuos que las componen. El efecto resultante depende del nivel de información disponible ya que la resistencia al cambio sucede cuando se pasa de un pasado conocido a un futuro desconocido (Espíñeira et al., 2008).

Para Martos Martín (2013), las etapas de los procesos de adquisición o fusión son los siguientes:

1. Definición de estrategia: es una fase anterior al inicio del proceso de adquisición o fusión y consiste en la determinación de las estrategias y motivos por los cuales se desea desarrollar la incorporación de otra empresa.
2. Búsqueda e identificación de candidatos potenciales: una vez determinada la estrategia y los motivos de acción, se comienza con la búsqueda de empresas candidatas que cumplan con las estrategias definidas con antelación. Se estudian las características de cada candidato y las posibles sinergias que podrían producirse.
3. Inicio de negociaciones: al momento de iniciarse las negociaciones, las empresas interesadas exponen sus intenciones y se verifican los primeros datos con respecto a la empresa seleccionada.
4. Búsqueda de alternativas financieras: en esta etapa se trata de buscar la forma de financiar la compra o fusión de las empresas para las cuales se encuentran disponibles distintos tipos de financiamientos como lo es a través de instituciones bancarias; líneas de financiamiento pública; aportación adicional de capital por parte de los accionistas; aportación de capital por parte de nuevos inversores.
5. Negociación, carta de intenciones: se trata de un acuerdo precontractual entre las empresas vinculadas en donde se desarrolla una declaración de intenciones que debe incluir identificación del comprador y el vendedor; tipo

de adquisición y porcentaje de la empresa que se desea adquirir; información puesta a disposición del potencial comprador; precio orientativo. Además, la carta de intención u oferta vinculante puede incluir una cláusula de confidencialidad sobre la información suministrada; posibilidad de dar por finalizado el acuerdo en función de los datos que se detecten en la investigación a realizar; determinación de exclusividad del acuerdo y el período de validez del acuerdo una vez firmado.

6. Análisis de la estructura de la operación: antes de desarrollar el “Due Diligence” se deben determinar los puntos a analizar teniendo en cuenta los objetivos estratégicos de las empresas; territorio y actividad de las empresas y antigüedad de estas.
7. “Due Diligence”: en esta fase se llevarán a cabo las investigaciones y análisis que las empresas hayan acordado previamente.
8. Cierre del “Due Diligence”: consiste en la presentación del informe y de sus conclusiones al cliente.
9. Negociación del contrato de compraventa: al finalizar la fase de “Due Diligence”, se encuentran las empresas preparadas para realizar la negociación con todas las condiciones de compraventa, el precio, las garantías y la fecha de cierre de la transacción.
10. Implementación de la estructura de la compraventa: durante esta fase se desarrolla el perfeccionamiento del contrato de tal manera que se logren materializar todos los acuerdos contractuales teniendo en cuenta puntos como el balance garantizado o de cierre el cual es el balance con el cual una de las empresas cierra para pasar a partir de su fecha todas las operaciones posteriores a cuenta del comprador; además este balance de cierre, será analizado el mismo comparándolo con los puntos analizados en el “Due Diligence”.

Es menester destacar que Martos Martín (2013) solamente toma las etapas iniciales, de análisis y de cierre de la negociación sin tener en cuenta la planificación de integración post-adquisición o fusión. La cuestión fundamental es determinar las

fases de las cuales depende el éxito o el fracaso de los procesos. De acuerdo a McCann y Gilkey (1990) las etapas fundamentales son: la etapa de análisis, la etapa de transición y la etapa de integración. Estas etapas serán analizadas a continuación.

II.1.4.1. Etapa de análisis: “Due Diligence” y valuación para optimizar recursos

Según Restrepo Londoño (2008) la auditoría denominada “Due Diligence” consiste en la recopilación de datos para analizar la posibilidad de efectuar determinados negocios. Ramos Espinosa (2007) establece que el término “Due Diligence” se traduce al español como diligencia debida y en México este tipo de proceso se lo denomina comúnmente como auditoría de compra.

Se trata de un proceso de análisis financiero y operativo que facilita a la empresa adquirente determinar los riesgos y debilidades presentes en la empresa objetivo. Debe desarrollarse luego de que se confirma la viabilidad financiera para llevar a cabo la operación y antes de firmar el contrato entre las empresas intervinientes. Así, gracias a esta evaluación se pueden determinar los términos en los cuales se llevará adelante el contrato. Es decir, el análisis se llevará a cabo luego de firmada una carta de intención con la pretensión de compra o fusión. Entonces la empresa adquirente realiza, con el consentimiento de la empresa a adquirir, una investigación pormenorizada de su situación pasada, actual y futura (Restrepo Londoño, 2008).

Para la elaboración de este análisis se deben tener en cuenta determinados datos tales como los aspectos estatutarios, administrativos, laborales, fiscales, activos de la sociedad, contratos, litigios, derechos de la competencia, urbanismo y medio ambiente. Para ello se requiere de un equipo interdisciplinario de profesionales tales como especialistas en cuestiones legales, contables, financieras y tributarios. El objetivo del análisis es determinar las características reales financieras de los activos y pasivos de una empresa que se desea adquirir o fusionar más los aspectos tecnológicos, organizativos y jurídicos de la misma con el objeto de obtener

información que pueda guiar a la empresa adquiriente o compradora (Restrepo Londoño, 2008). Este tipo de herramienta de análisis deberá colaborar en la identificación de los riesgos de transacción; en la elaboración de un plan de integración del nuevo negocio y en la identificación de los factores que pueden generar mayor rendimiento (NORGESTIÓN, s.f.).

Existen cinco tipos o clases de “Due Diligence”:

1. Legal.
2. Financiero.
3. Operativo.
4. Circunstancial o análisis de pasivos contingentes.
5. Tributario.

En el aspecto legal se trata de analizar la constitución de licencias, préstamos, litigios, la situación de los trabajadores, arreglos contractuales, situación tributaria, titularización de activos, propiedades inmuebles e intelectuales. Por su parte el análisis financiero tratará de identificar los resultados de las operaciones actuales, históricas y los proyectados de la empresa objetivo a través de sus estados financieros, en particular los estados de resultados, balance general, el estado de flujos de efectivo y las declaraciones de impuestos. Todos estos datos ayudarán a la empresa compradora a fijar un precio adecuado al momento de la adquisición utilizando metodologías específicas de valuación como “EBITDA” múltiple o Análisis de Flujos descontados. En el campo operativo, se evalúa la creación de nuevos productos o servicios, el comportamiento del mercado, la competencia, las ventas, los recursos humanos y el impacto ambiental. Desde el aspecto Circunstancial o análisis de Pasivos Contingentes se trata de identificar el riesgo real de asumir pasivos y desde el aspecto tributario se deben identificar las posibles deudas tributarias de la empresa que la misma no expuso para evitar que pueda perjudicar a los nuevos accionistas financiera y/o legalmente (Martos Martín, 2013; Restrepo Londoño, 2008).

Ramos Espinosa (2007), define al “Due Diligence” como una revisión. También para Martos Martín (2013) se trata de una revisión que un potencial inversor lleva a cabo con respecto al objeto de la compra para asegurarse de que la adquisición no implicará riesgos innecesarios para sus accionistas. En esa revisión se investigan los aspectos financieros, impositivos y operacionales de una empresa que se desea invertir y requiere tener en cuenta determinados aspectos fundamentales:

- El sostenimiento de los ingresos reportados: en este caso se trata de verificar el comportamiento de los ingresos de la empresa en la que se va a invertir ya que muchas veces, cuando se decide la venta de una empresa, sus administradores deciden mejorar los resultados financieros a corto plazo para mejorar la imagen de la empresa y aumentar su valor.
- La existencia de estrategias que proporcionan crecimientos temporales en los ingresos como por ejemplo promociones, descuentos en los productos o estrategias de introducción de nuevos productos en el mercado. Estas estrategias ofrecen un aumento en los ingresos a corto plazo que no serán sostenibles en el futuro. Otra cuestión para tener en cuenta es el incremento de los ingresos por comportamiento estacional de los productos de la empresa. En ese caso se deberán analizar los ingresos durante los últimos doce meses de ventas.
- Aumento artificial de utilidades: en esta situación se trata aumentar el “EBITDA” (utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) omitiendo gastos o incorporando utilidades que todavía no se encuentran disponibles.
- Provisiones en el pasivo: en este punto se trata de identificar posibles contingencias que no se encuentran constituidas como pasivos, por ejemplo, juicios pendientes de empleados o proveedores o fallas de producto. El tema es que las provisiones en el pasivo se deben analizar para verificar si son suficientes para afrontar también las contingencias adicionales de lo contrario se podrá negociar una reducción en el precio o incluir una cláusula especial en el contrato.

- Impuestos: los impuestos a analizar son tanto los impuestos federales como los estatales durante los últimos cinco años.
- Contratos y compromisos a largo plazo: se debe tener en cuenta los compromisos asumidos por la empresa a adquirir que se van a hacer efectivos cuando la situación jurídica de la misma haya cambiado. Además, el análisis se debe centrar en identificar y cuantificar los cargos por cláusulas por cambio de dueños impuestos en los contratos los cuales deberán incluirse en la negociación.
- Diferencias en los principios contables: las diferencias aparecen cuando las empresas intervinientes resultan ser de distintos países y utilizan distintas bases para determinar las cuestiones contables.

II.1.4.2. Fases del “Due Diligence”

Como todo proceso, el “Due Diligence” se encuentra dividido en diferentes etapas:

- Fase preliminar: en esta etapa se trata de determinar los aspectos a analizar y los profesionales que llevarán a cabo el análisis. Posteriormente, se deberá confeccionar un cronograma de trabajo.
- Fase de investigación: se trata de la etapa de recolección de datos. En principio, el análisis se centrará en la búsqueda de datos que faciliten la determinación de un precio justo a pagar por la empresa adquirida. Entonces, los datos necesarios son los activos y pasivos en sus valores razonables con el objeto de establecer un valor de referencia, sumados a otros aspectos a tomar en cuenta para fijar un precio final como la antigüedad de la compañía, participación de mercado y el potencial para generar utilidades.
 - Además, se deben determinar los factores que han colaborado al crecimiento de la empresa durante los últimos dos o tres años y verificar si han disminuido o aumentado los gastos operativos y cómo fueron evolucionando los costos fijos y los variables. Luego se analiza el comportamiento del capital de trabajo, cuál es la situación financiera

actual y la presencia de restricciones por los pasivos que se tienen en los bancos. Otra de la cuestión a analizar son los ingresos de la empresa ya que al momento de venderla sus directivos pueden llevar adelante diferentes estrategias para lograr mayores ingresos a corto plazo que luego disminuyen a sus niveles reales. Asimismo, se deberá identificar un “EBITDA” normalizado, es decir, se debe verificar las utilidades antes de intereses e impuestos, depreciación y amortización excluyendo las partidas no operativas y que no poseen relación con el negocio, el mismo capital de trabajo normalizado y también se deberán evaluar otras contingencias tales como juicios pendientes con clientes, proveedores, y empleados, además de problemas futuros por fallas en los productos. Igualmente se deberán identificar los contratos a largo plazo, las perspectivas de crecimiento y adecuar los estados financieros de acuerdo con los principios de la empresa compradora en los casos de adquisiciones y fusiones con empresas de otros países.

- Fase de confirmación de datos: esta fase consiste en una serie de reuniones entre comprador y vendedor en las cuales el vendedor puede aclarar aquellas situaciones que generan dudas.
- Fase de emisión de informe: luego de recopilada la información y confrontada con los aspectos legales se redacta un informe el cual posee las siguientes partes: una introducción con el objeto alcance y razón de la investigación y un resumen de los puntos fundamentales en los cuales el comprador deberá centrar su atención. Luego, el escrito se divide en los diferentes capítulos al final de los cuales se incluye un resumen de cada elemento examinado, la relación entre el aspecto analizado y la documentación utilizada y, por último, un análisis de la cuestión legal. Dentro de cada resumen se deben resaltar las principales irregularidades o aspectos negativos detectados, pero sobre todo estimar cuáles serían las posibles consecuencias y determinar cuáles serían las posibles soluciones.

II.1.4.3. Etapas de transición e integración

Los procesos de adquisición y fusión de empresas implican modificaciones importantes para las organizaciones que pueden crear situaciones de incertidumbre y ambigüedad. Si el ambiente es percibido por los empleados como incierto o ambiguo, es factible que acontezcan reacciones negativas ante el cambio. Es por ello por lo que resulta fundamental gestionar el cambio (Martínez Caraballo, 2006).

Hurtado Mejía y Peña (2007) afirman que el factor humano en las organizaciones es uno de los determinantes en el éxito de las organizaciones. En el proceso de fusión o adquisición se inician una serie de transformaciones que requieren de acciones centradas en la gestión del cambio. En este caso se trata de trasladar estratégicamente y con un plan definido a las organizaciones desde un pasado conocido a un futuro desconocido.

II.1.4.3.1. Gestión del cambio

Aguilar López (2003), realiza una distinción entre cambios reactivos, proactivos e institucionales e interpreta la resistencia al cambio haciendo referencia a la Disonancia Cognoscitiva descrita por Festinger (1975).

El cambio reactivo es aquel que viene impuesto por las circunstancias, se aparece de pronto y suele ir acompañado de tensiones financieras. Este tipo de cambio es la consecuencia de no haber cambiado a tiempo por análisis insuficientes de las modificaciones y tendencias del sector. Como problemas se presentan los cambios financieros y los cambios laborales ya que este tipo de cambios suelen ir acompañados por renovaciones en el plantel de empleados y directivos.

Por su parte, el cambio proactivo consiste en una modificación llevada adelante por la empresa con el objeto de mejorar, crecer y consolidarse. Se trata de cambios que ofrecen el mayor nivel de resistencia ya que el empleado puede no percibir la necesidad de cambiar ya que, así como se encuentran actualmente las cosas funcionan perfectamente bien.

En última instancia, se encuentra el cambio institucional el cual es el que encuentra menor nivel de resistencia ya que es parte esencial de la empresa los procesos constantes de innovación y cambio.

Desde su perspectiva, cada miembro de la organización posee un modelo mental de la misma en la que incluye el tipo de estructura, las relaciones sociales que se establecen dentro de esa estructura y una imagen con respecto a la posición particular de cada uno. El autor establece que ese modelo se encuentra sólido en la mente de las personas por lo cual resulta complejo llevar adelante cualquier tipo de modificación. Entonces afirma que la resistencia al cambio procede de ese núcleo duro que cada individuo tiene instalado en su cerebro por lo cual cualquier cambio supondrá una previa “descongelación” de aquella información “congelada” en su mente. Aguilar López (2003) sigue el modelo de Schein (1988) que afirma que el cambio requiere de tres fases: descongelación, cambio y recongelación. Es decir que la descongelación requiere poner en marcha un proceso de desaprendizaje para que la persona sea capaz de advertir que aquello que antes poseía un valor ahora no lo tiene. Por lo tanto, el segundo paso referirá a los valores nuevos que van a reemplazar a los viejos, es decir, establecer una visión con respecto al camino a seguir. Desde este punto de vista, la gestión del cambio requiere un doble mecanismo de reducción de obstáculos (reducción de la resistencia) y activación de motores (activar el cambio).

Esos obstáculos son interpretados por Aguilar López (2003) como un fenómeno de Disonancia Cognoscitiva. Cuando la persona recibe una información nueva que difiere de la inicial y ese diferencial no supera un umbral X, la persona tiende a rechazar la información nueva activando tres mecanismos:

- Se rechaza a la nueva información quitándole importancia o relevancia.
- Se refuerza el rechazo mediante el intercambio de datos con otros que piensan lo mismo.
- Se pone en marcha un proceso de proselitismo para conseguir nuevos adeptos.

Entonces, para poner en marcha un proceso de cambio es menester que la información logre superar cierto umbral lo cual se logra haciendo sentir la necesidad de cambio.

Por último, establece dos niveles de resistencia: el nivel estructural que tiene que ver con la resistencia al cambio de estructura organizacional y al cambio en las relaciones sociales establecidas y las resistencias personales que refieren a resistir a los cambios en el autoconcepto de lo que cada uno es dentro de la organización. Por último, el autor establece que es muy común la resistencia al cambio en el nivel personal cuando se trata de empresas fusionadas o adquiridas ya que la persona se enfrenta a una sensación de angustia producida por desconocer la relación futura entre la nueva organización y la persona. También establece que el dolor es mayor en los casos de resistencia a nivel personal y la resistencia suele mayor en estos casos que en casos en donde, por ejemplo, el cambio es netamente formal. A nivel personal, la persona puede oponerse al cambio por tres causas: por no saber hacer las nuevas tareas; por no poder hacerlas o porque no quiere hacerlas. Para cada una de estas causas existen acciones y medidas particulares de acción: si no se saben hacer las tareas, la medida a llevar adelante será la información y formación del personal; si no se puede hacer la tarea, entonces la solución es el apoderamiento que consiste en crear sistemas a fin de mejorar las competencias y si no se quieren hacer las tareas, la medida correcta es la creación de incentivos tanto positivos como negativos y tanto económicos como inmateriales. En resumen, las resistencias más fáciles de solucionar son las referidas a aspectos formales y al desconocimiento de tareas, mientras que las más difíciles de afrontar tienen que ver con problemas de autoconceptos y resistencia a desarrollar tareas por no querer hacerlas.

La comunicación resulta ser una de las herramientas principales para tener éxito en la gestión del cambio. Esa comunicación no implica solo información sino el desarrollo de procesos de formación en donde se hace visible el líder del cambio ante los individuos. Otro consejo es empezar el cambio por lo más visible y lo más

fácil para que se perciba el éxito a corto plazo y buscar aliados al cambio que pueden surgir dentro de la organización como fuera de ella.

A modo de conclusión, Aguilar López (2003) establece las siguientes acciones para gestionar el cambio:

- Crear sensación de necesidad del cambio y cambio rápido.
- Proceder a tener una visión de dónde ir.
- Comunicar esa visión por todos los medios.
- Conseguir aliados para el cambio.
- Establecer indicadores de gestión adecuados.
- Tener éxito a corto plazo y venderlos bien.
- Conseguir una coalición para el cambio.
- Remover las resistencias al cambio (especialmente las personales).
- Liderar del cambio.

Tal como se puede observar en los diferentes puntos de gestión del cambio, Aguilar López (2003) habilita el despido de altos gerentes por ser considerados promotores posibles de frenos y obstáculos al cambio. Por otro lado, otorga un protagonismo esencial a los líderes que llevarán adelante el cambio. Entendiendo que, para llevar adelante un proceso de cambio, el líder deberá poseer tres tipos de competencia: visión, habilidades psicosociales y virtudes morales.

- Competencias de visión: el líder será aquel que tenga la visión, es decir, la capacidad de imaginar el futuro y sepa cuál es el camino para llegar a ese futuro pensado. Esa visión no es solo a nivel intelectual sino también posee una carga de vivencias personales.
- Habilidades psicosociales: consisten en la capacidad de cada líder de manejar personas basándose en sus necesidades y deseos. Comunicar de manera atrayente y tener la habilidad de utilizar un estilo de dirección diferente para cada ocasión.

- Virtudes morales: se trata en este caso de la preocupación del líder por mejorar la situación de sus seguidores, atender a sus necesidades reales en busca del crecimiento de sus virtudes. Para ello el líder utiliza el poder con justicia, utilidad y oportunidad y utiliza su conducta personal como modelo para el resto de la organización.

Werther (1982) identifica tres tipos de resistencia al cambio:

- Resistencia racional lógica: consiste en evidenciar el tiempo necesario para adaptarse, la evaluación del esfuerzo adicional para volver a aprender y todas las posiciones desfavorables posibles como la degradación de capacidades y la evidencia del costo del cambio. Se trata de la percepción de los costos reales en cuanto al tiempo, los esfuerzos y las nuevas tareas que requiere la adaptación al cambio.
- Resistencia psicológica: este tipo de resistencia se encuentra relacionada con las emociones, los sentimientos y las actitudes tales como el temor a lo desconocido, baja tolerancia al cambio, falta de confianza en los demás, necesidad de seguridad y sentimiento de desagrado hacia los líderes del cambio. Se trata de un conjunto de actitudes y sentimientos de los empleados individuales frente al cambio los cuales deberán identificarse y reconocerse como reales.
- Resistencia social: este tipo de resistencia se basa en los valores y los intereses de los grupos y se presenta cuando las personas se manifiestan coaliciones políticas, valores colectivos opuestos, intereses creados y deseos de conservar amistades existentes. Se trata de un tipo de resistencia relacionada con los valores e intereses a nivel grupal.

Por su parte Hunt (1993) identifica varias fuentes de resistencia como la necesidad de conservación del estatus quo; el tipo de cultura organizacional; la solidaridad de la empresa; el nivel de rechazo a los extraños; el nivel de conformidad con las normas del pasado; la distribución de autoridad; las divisiones estructurales, la tecnología; la filosofía gerencial y el estilo directivo. Y por último identifica como

factor principal, el modo en el cual se introduce el cambio propuesto y el liderazgo que genere para lograr compenetrar a los miembros de la organización.

II.1.4.4. El papel del capital humano en los procesos de cambio

Los principales problemas referidos al capital humano refieren a la necesidad de transferir la lealtad y vínculos existentes a otras personas con otros métodos y otros objetivos. El trabajo de los empleados requiere del cumplimiento de ciertas medidas de readaptación, traslado y transición. También posee alta influencia las diferencias de carácter y mentalidad de las empresas. Estas diferencias resultan problemáticas porque son totalmente inconscientes e implican diferencias de pensamiento, conducta y acción de los empleados (Hurtado Mejía & Peña, 2007).

Cada una de las empresas posee una cultura diferente, es decir, un modo particular de hacer las cosas. Esa cultura resulta compuesta por un conjunto de valores que potenciar y un conjunto de antivalores que eliminar. Entonces, se recomienda no suprimir en su totalidad la cultura de una de las empresas para ser reemplazada por la cultura de la otra empresa porque ello puede generar resistencias de los trabajadores. Además, la resistencia al cambio puede ser eliminada por una política de personal justa y por una clara y convincente formulación de ideas que se comunica a todos los empleados y se ejecutan inmediatamente (Hurtado Mejía & Peña, 2007).

Los líderes poseen un papel fundamental en el proceso de adaptación del personal. A tal efecto, se recomienda mantener a los directivos originales de las empresas con el fin de propagar un nivel de confianza y certidumbre en los empleados; además, se requiere que los ejecutivos crean realmente en los beneficios de la nueva situación patrimonial y puedan dar respuesta convincente sobre las dudas de los empleados con respecto al futuro de la empresa y al futuro relacionado con cuestiones personales e individuales. La idea central es que todo cambio implica costos y la tarea de la gerencia de personal es realzar los beneficios

potenciales con el fin de que los beneficios netos para el personal resulten superiores a los costos (Hurtado Mejía & Peña, 2007).

Cuando el cambio se hace presente en la organización, se evidencia que el mismo factor puede beneficiar a unos empleados mientras que a otros los perjudica. Entonces, la gerencia de personal debe centrarse en aquel conjunto de personas a los cuales el cambio los impacta de manera negativa. No se podrán evitar los costos, pero sí se podrán implementar beneficios de compensación y generar capacitaciones para ayudar al personal a enfrentar con mayor preparación las modificaciones requeridas. Otro de los problemas a tomar en cuenta es el costo psíquico ya que, ante el cambio, sea este beneficioso como negativo, se producen una serie de manifestaciones psíquicas como la ansiedad y la tensión. Para ello es necesario tomar en cuenta los intereses y las necesidades de cada empleado en particular (Hurtado Mejía & Peña, 2007).

Cuando existe la presencia de resistencia al cambio, los empleados funcionan como frenos a la administración y a la correcta implementación de los planes por lo que, generalmente, se comprende como una situación negativa. Sin embargo, visto desde otro punto de vista, la resistencia puede beneficiar a la administración ya que posibilita evidenciar puntos conflictivos; ajustar la comunicación dirigida a los empleados; identificar problemas antes de que los mismos sean realmente graves y permitir el desahogo emocional a los trabajadores.

La participación de los empleados en el proceso resulta ser un buen paliativo a las manifestaciones de resistencia ya que permite debatir, comunicarse, hacer sugerencias e interesarse por los cambios. Esta participación se puede llevar a cabo a partir de grupos de trabajo, comités o estrategias de comunicación abiertas y se recomienda la participación de grupos a favor y en contra del cambio.

Uno de los aspectos más preocupantes es la pérdida de ejecutivos y cuadros humanos importantes luego de terminado el proceso de fusión y adquisición. Martínez Caraballo (2006) determina que la decisión de abandonar la empresa

depende de las percepciones de los ejecutivos durante tres momentos diferentes del proceso: cuando se desarrolla el anuncio de fusión y adquisición; cuando se establecen las interacciones con los otros directivos de la compañía y cuando se verifican los cambios que determinan los efectos a largo plazo de la integración. La conducta de los altos ejecutivos depende de las percepciones producto de los acontecimientos previos a la adquisición y/o fusión. Interpretan las señales acerca de la voluntad de la empresa adquiriente de conservar a los altos ejecutivos de la compañía a adquirir y acerca del papel futuro que desempeñarán en la nueva empresa resultante tras los procesos de fusión. Generalmente, los directivos son más propensos a abandonar voluntariamente la organización cuando la misma posee problemas financieros u opera con niveles inferiores a los del mercado; cuando el proceso de adquisición transcurre en un ambiente hostil y cuando el ejecutivo se ve forzado a trabajar con directivos de diferentes países y de diferentes culturas.

Como paliativo, Martínez Caraballo (2006) sugiere el establecimiento de programas de comunicaciones realistas sobre la fusión que consisten en informar sobre los cambios que se van a llevar adelante y la implementación de integración social entre los altos directivos de ambas empresas intervinientes.

Como ya se ha establecido anteriormente, otra de las percepciones de los altos ejecutivos que pueden derivar en un abandono de la empresa tienen que ver con las señales relacionadas con los efectos a largo plazo de la integración. Estas señales tienen que ver con el nivel de autonomía y el nivel de estatus. Cuando el nivel de autonomía y de estatus es menor; es factible que los ejecutivos abandonen a la empresa integrada.

También se pueden relacionar las tasas de abandono con los diferentes tipos de carreras profesionales que pueden tener los individuos. En principio, se establecen cuatro tipos de trayectorias laborales distintas:

- Especialistas: se trata de personas que han desarrollado su carrera en único puesto de trabajo a lo largo de toda su vida profesional y, por lo tanto, son expertos en una actividad determinada.
- Lineales: se caracterizan por ser personas con trayectorias profesionales ascendentes a través de ascensos y promociones.
- Espirales: son personas que ocupan diferentes puestos de trabajo durante períodos de tiempo cortos. Cada nueva actividad les permite desarrollar nuevas habilidades.
- Transitorios o pasajeros: son personas que realizan cambios frecuentes de áreas de trabajo, cambios de organizaciones y cambios de trabajo.

Entonces, de acuerdo con la mencionada clasificación, son más propensos a abandonar sus puestos de trabajo aquellos que se caracterizan por los cambios constantes que aquellos que se mantuvieron toda su vida en la misma posición laboral.

Harrison (2012), determina los aspectos que posibilitan una correcta integración entre empresas:

- Estar preparado para todas las fases del cambio.
- Transmitir sensación de urgencia.
- Crear el clima para el cambio.
- Crear una visión común.
- Mantener la comunicación con los agentes clave.
- Crear competencias y receptividad para el cambio.
- Evidenciar los pequeños cambios.
- La cultura.
- Entender que el cambio es un proceso.

La relación de las organizaciones con el cambio requiere una transformación de éstas hacia lo que León, Tejada y Yataco (2003) han dado en llamar organizaciones

inteligentes. Para estos autores es requisito fundamental afrontar los cambios con determinadas habilidades individuales o grupales.

El referente en el estudio del concepto de organizaciones inteligentes es Senge (1995) quien en su libro “La quinta disciplina” establece las características de las organizaciones inteligentes, que según su investigación ya existen en la realidad del momento de la obra, pero que aún falta innovación. La innovación dentro de una organización inteligente comienza con la irrupción de la tecnología dentro del pensamiento sistémico de la organización. Más aún el autor afirma que, “En las organizaciones inteligentes, el pensamiento sistémico se transforma en un agente cotidiano activo, que continuamente revela cómo creamos nuestra realidad, sólo cuando los gerentes comienzan a pensar en términos de arquetipos sistémicos” (Senge, 1995, p. 56).

En esta afirmación se puede observar que los cambios dentro de la organización para pensar en una fusión, comienza desde el reconocimiento por parte de quienes toman las decisiones, de que es necesario pensar a la empresa como un todo sistémico que puede, entre otros motivos, querer alcanzar crecimiento o penetración en el mercado.

Las individuales refieren a la capacidad de dominio personal y los modelos mentales mientras que las disciplinas grupales son la creación de una visión compartida; el aprendizaje en equipo y el pensamiento sistémico.

Es importante dimensionar lo siguiente:

- El dominio personal: refiere a la capacidad de aclarar y profundizar de manera constante la propia visión personal. Consiste en un manejo adecuado de la racionalidad y las emociones esclareciendo la visión personal, centralizando la energía, desarrollando la paciencia, viendo la realidad con objetividad y conectando el aprendizaje personal al aprendizaje colectivo.
- Modelos mentales: se trata de desenterrar nuestras imágenes internas del mundo, examinarlas y abrirlas a la influencia de los demás. Es necesario ver

el mundo real bajo puntos de vistas distintos por lo cual es necesario determinar cuáles son los mapas mentales de cada individuo los cuales consisten en supuestos mentales arraigados y generalizaciones que poseen influencia en el modo de pensar. Se trata de llevar hacia la luz y examinar aquellos supuestos con el objeto de ver en qué medida los mismos pueden contribuir a los objetivos generales.

- Creación de una visión compartida: se trata de saber cuál es siempre el camino que seguir y compartirlo con los demás. Nunca es recomendable imponer una visión elaborada por únicos pocos para que sea obligación cumplirla por muchos. Lo importante es construir una visión compartida y estimulante para los miembros de la organización.
- Aprendizaje en equipo: se trata de la capacidad de pensar en conjunto a partir del diálogo y el debate. Consiste en un proceso de alineación y de desarrollo de la capacidad de un equipo para llegar a los resultados que sus miembros realmente buscan.
- Pensamiento sistémico: consiste en un pensamiento que analiza la totalidad de la situación y la interacción entre las partes intervinientes. En este caso, el pensamiento sistémico requiere de una percepción a nivel estructural y no solo a nivel parcial. Se debe llegar a un enfoque estratégico a mediano y largo plazo y no solo a un enfoque operativo de resolución de cuestiones tácticas de corto plazo.

En resumen, todos los autores admiten la necesidad de participación de las personas afectadas en los procesos, la cual se caracteriza por ser una participación integral y es menester esencial establecer una visión compartida de lo que la empresa pretende ser a futuro. En los casos de fusión y adquisición, cada empresa poseía su visión particular la cual era conocida y aceptada por sus empleados. Con el cambio, se rompe con la visión y la cultura anterior y se requerirá que de manera inmediata se implemente una visión nueva que sea compartida por todos los grupos de la organización de lo contrario será imposible cualquier actividad de nivel colaborativo y participativo.

El éxito o fracaso de los procesos de adquisición o fusión de empresas dependen de dos cuestiones importantes: al análisis previo a la negociación y las estrategias desarrolladas por la gerencia cuando la empresa ya fue adquirida o fusionada. Dentro de las estrategias que pueden permitir la perdurabilidad del valor económico se encuentran: la administración basada en sinergias; los procesos de reingeniería; la administración del capital humano y las estrategias de responsabilidad social corporativa.

II.1.5. La cuestión del choque cultural

De acuerdo con Rosenzvit (2013), la cultura es un orden normativo. Se trata de una serie de expectativas acerca de los comportamientos apropiados e inapropiados dentro de una empresa determinada. Aunque sea un aspecto intangible también es un aspecto práctico que hace referencia directa con respecto a lo que la organización es realmente y con respecto a lo que debe ser. Para que una cultura sea fuerte se requiere de la aprobación y consenso de los integrantes de la empresa. Entonces resulta difícil que se compatibilice con una nueva cultura cuando la cultura anterior se encuentra fuertemente internalizada.

La cultura puede contemplarse desde cuatro puntos de vistas distintos: De la manera en que se hacen las cosas en un determinado lugar; como un sistema informal de reglas no escritas; un sistema de valores y creencias que guían el comportamiento y las prácticas de una organización y por último también como aquello que los miembros de la organización perciben como central, duradero y distintivo de esta. Cada una de estas definiciones implican un nivel diferente de visibilidad siendo el nivel más evidente aquel que refiere al conjunto de actividades que las personas realizan (Rosenzvit, 2013).

Una de las características principales de la cultura resulta ser su aspecto dinámico, ya que la misma es producto del saber de aquellos que estuvieron antes y además es un proceso que se renueva continuamente entre los nuevos empleados.

Se sostiene que la cultura de una empresa es única pero que puede componerse de ciertos asuntos que se corresponden a una cultura ideal. Entonces, Rosenzvit (2013) desarrolla la siguiente clasificación de tipos de culturas ideales tomando en cuenta las ideas de Handy (1995):

- Zeus-cultura de club: se trata de organizaciones estructuradas por funciones o productos. Son organizaciones pequeñas que funcionan como un club de gente que piensa igual y priorizan la confianza y el contacto personal más que la relación formal.
- Apolo-cultura de roles: se trata de culturas estables y previsibles en donde cada persona posee un puesto fijo y el objetivo es que cada uno cumpla con su trabajo y se limite simplemente a ello. En este caso, las organizaciones con este tipo de cultura rígida poseen dificultades para responder frente al cambio.
- Atenea-cultura de tareas: la administración de la empresa se centra en la continua y exitosa solución de problemas por lo tanto los recursos deben ser flexibles para enfocarlos a la solución de éstos. En este tipo de culturas, la organización se caracteriza por su juventud, energía y creatividad en donde existe un respeto mutuo y un deseo de ayudar al otro. Entonces el poder se basa en las interrelaciones entre las distintas áreas.
- Dioniso-cultura existencial: la organización existe para que los individuos logren alcanzar sus objetivos. El talento y las habilidades de los individuos resultan el aspecto fundamental de la organización en donde los profesionales no aceptan jefes, sino que prefieren la coordinación.

En los procesos de fusión o adquisición de empresas es menester desarrollar un análisis de cada una de las culturas de las organizaciones involucradas y luego identificar la cultura final buscada.

Cuando se fusionan o se adquieren empresas, cada empresa posee una cultura distintiva que la caracteriza. Si las diferencias entre una y otra son muy grandes, puede acontecer un choque cultural.

Según Habeck, Kroger y Tram (2000), existen siete reglas a seguir para que una fusión sea exitosa: visión, liderazgo, crecimiento, ganancias rápidas, diferencias culturales, comunicación y manejo del riesgo.

Otra vez aparece la visión como una cuestión esencial la cual supone compartir claramente las estrategias a seguir por parte de las organizaciones. También se repite como fundamental la función de los líderes los cuales deben operativizar la visión y funcionar como modelos para los demás. La comunicación clara y precisa de los lineamientos a seguir es fundamental para el éxito y otra de las cuestiones para tener en cuenta son las ganancias las cuales funcionan como comprobación de la situación de mejora en la que se encuentran las empresas.

En cuanto a la presencia de choque de culturas Habeck et al. (2000), recomiendan tres estrategias posibles a implementar: imponer una de las dos culturas; dejar separadas las dos culturas o fusionar aspectos positivos de una y de otra. Entonces, de acuerdo con las características de cada una de las organizaciones y de los objetivos se selecciona la estrategia adecuada para implementar. Se podría fácilmente afirmar que la estrategia que busca implementar una cultura de la reconciliación es aquella que posee más oportunidad de éxito, pero resulta muy difícil de implementar.

Desde otro punto de vista Nahavandi y Malekzadeh (1988), determinan cuatro modos por los cuales las organizaciones definen la forma en que se adaptan y resuelven sus conflictos. En principio se encuentra la integración. Ambas empresas pretenden preservar su identidad y quieren permanecer autónomos entonces la integración determina cambios en la cultura y en las prácticas de ambas empresas. La asimilación implica que uno de los grupos toma voluntariamente la cultura del otro. En cambio, en la separación consiste en mantener separadas ambas organizaciones y cada empresa mantiene su cultura. Por último, puede acontecer un proceso en donde son ambas empresas las que pierden su cultura.

Las gerencias de recursos humanos poseen un papel fundamental en los procesos de cambios organizacionales. Steger y Kummer (2007), identificaron cinco pasos para lograr un cambio cultural:

- Paso 1: definir y clarificar el concepto de cambio cultural para lo cual se requiere dar nuevas señales de información.
- Paso 2: se debe explicar las razones por las cuales es importante el cambio cultural. La nueva cultura debe ser la adecuada para afrontar los negocios futuros entonces el desafío es lograr que los empleados se involucren con el cambio y lo comprendan.
- Paso 3: se debe definir un proceso para evaluar la actual cultura y la cultura futura deseada y la distancia que existe entre ambas.
- Paso 4: identificar distintas vías para generar el cambio cultural. En este caso existen tres vías posibles: directiva de arriba hacia abajo; reingeniería de lado a lado y de abajo hacia arriba. De acuerdo con la primera vía posible, son los altos directivos los que deben estimular y generar un mensaje coherente con respecto a la necesidad del cambio cultural. Por otro lado, la reingeniería supone que el cambio de los procesos genera una nueva cultura y la última vía remite al papel de los empleados como protagonistas activos de la cultura deseada.
- Paso 5: creación de un plan de acción lo cual supone la implementación de las tres vías descritas anteriormente teniendo en cuenta los factores críticos para el cambio como la elección de una persona que lleve a cabo el proceso como el líder del mismo, la creación de una necesidad compartida; la claridad con respecto a lo que se espera obtener con el cambio cultural; identificación de aquellas personas más comprometidas con el cambio; promover el cambio de sistemas y estructuras más coherentes con la nueva cultura; poder evaluar la efectividad del proceso y llevar a cabo acciones concretas con asignación de responsabilidades.

II.1.5.1. La declaración de misión en los procesos de fusión y adquisición de empresas

Se ha podido constatar la importancia que posee para el éxito de los procesos de fusión y adquisición la presencia de una visión compartida. Es decir, la conciencia y el compromiso de todo el personal con respecto al camino a seguir. Previamente a esta visión se debe definir la misión de la empresa resultante.

Argandoña (2016) define a la misión como la declaración pública de los compromisos de una organización con respecto al propósito y a la razón de ser de su actividad.

La misión posee las siguientes características:

- Posee un carácter público.
- Sus caracteres deben corresponderse con la realidad.
- Incluye promesas, responsabilidades y compromisos.
- Manifiesta la identidad de la empresa e identifica lo que motiva y lo que la hace única y diferente a las demás.
- Es capaz de proporcionar unidad, propósito y sentido a los que participan en la empresa.
- Otorga unidad y dirección a las estrategias y los objetivos de la empresa.
- Deberá ser duradera pero no eterna.

Una declaración de misión posee las siguientes funciones dentro de la organización:

- Es facilitadora de la unidad de propósito más allá de los intereses de cada persona o de cada grupo.
- Orienta a los equipos a visualizar lo verdaderamente importante.
- Posibilita la definición de objetivos, estructuras.
- Posibilita la asignación de recursos y tareas.

- Define los ámbitos en los cuales la empresa se desarrollará en cuanto a los tipos de mercado y la cobertura geográfica.
- Es orientadora de la planificación estratégica.
- Posibilita la presencia de un sentido de expectativas compartidas.
- Contribuye a la formación de una cultura sólida.
- Contribuye al establecimiento de factores críticos del éxito.

La misión puede dividirse en externa e interna. La misión externa es aquella que determina el papel en la sociedad de la organización y define para quién trabaja la organización (quienes son sus clientes); para qué trabaja (qué necesidades de esos clientes trata de satisfacer) y cómo trabaja (por medio de qué productos o servicios). Por otro lado, la misión interna se encuentra subordinada a la misión externa ya que consiste en una razón para que los empleados, accionistas y proveedores se comprometan a un propósito en común que es aquel que se encuentra definido en la misión externa. Esa misión interna definirá el conjunto de necesidades que la empresa se encuentra dispuesta a satisfacer en sus socios internos. Por su parte, los socios internos participan en las tareas de la empresa empujados por diferentes motivaciones como la remuneración, el prestigio y la carrera profesional (motivaciones extrínsecas); como el aprendizaje de conocimientos, desarrollo de capacidades y satisfacciones personales (motivaciones intrínsecas) y como los servicios a otras personas (motivaciones trascendentes o prosociales).

En cuanto a la diferencia existente entre misión y visión, se puede establecer que la misión es la dirección mientras que la visión es el conjunto de objetivos. Muchas veces, ambos términos suelen confundirse, pero en realidad la misión se define en primer lugar y luego, la visión y los valores deberán alinearse a la misma. La visión puede definirse como la percepción clara y compartida de lo que la empresa trata de conseguir a mediano y largo plazo. Consiste en una proyección ideal de lo que la organización puede llegar a ser en el futuro. Mientras que los valores son ideas o creencias con respecto a la conducta deseable que guía la elección y valoración de las conductas y cuyo contenido puede ser estético, religioso, moral, social, político, económico, utilitario o educativo.

Para Argandoña (2016), los valores pueden ser de gran ayuda en situaciones de incertidumbre provocadas por acontecimientos difíciles e incontrolables porque pueden servir de guía al personal y pueden mitigar el nivel de incertidumbre.

En los casos de procesos de fusión y adquisición se encuentran dos o más organizaciones que poseen cada una su misión, su visión y sus valores. Al igual que en el caso de la cultura se pueden seleccionar tres caminos posibles: imponer la misión de una empresa sobre la otra; mantener por separado las empresas o realizar una combinación de ambas. Para aquella solución que consiste en un cambio de la misión, los valores y la visión empresarial se deben tener en cuenta tanto el contenido como el aspecto formal.

En cuanto al contenido, la misión deberá contener los siguientes puntos:

- Definición de a quién se dirige la empresa: los clientes y sus necesidades.
- Determinación sobre cómo generará la satisfacción de esas necesidades: productos y servicios.
- Ubicar solo las actividades centrales es decir el enfoque principal de la organización, descartando toda actividad secundaria.
- Definición del ámbito en donde la empresa compite en términos de mercado y localización.
- Si la tecnología constituye un elemento diferenciador habrá que incluirlo en la declaración de misión.
- Determinación del compromiso de la empresa con sus clientes internos y definición de la contribución de cada uno al compromiso externo de la organización.
- Declaración de objetivos económicos, rentabilidad a largo plazo e incremento del valor.
- Identificación de lo que la empresa hace de manera diferente a las demás.
- Declaración con respecto a cómo la empresa quiere ser reconocida en el mercado.
- Definición de los valores, creencias y prioridades de la organización.

- Determinación de aquellos resultados por los cuales la empresa desea ser juzgada.

Esta declaración de misión además debe cumplir con determinados requerimientos:

- Autenticidad: refiere a que la declaración de misión debe ser creíble y convincente.
- Específica: únicamente deberá abarcar los aspectos centrales de la actividad de la empresa.
- Suficientemente completa: es decir, que se debe procurar que no quede nada esencial fuera de la misma.
- Utilidad: la declaración de misión debe servir para evaluar todas las actividades de la organización.

Por último, en cuanto a los aspectos formales se deberán tener en cuenta los siguientes lineamientos:

- Sencilla y fácil de entender: deberá redactarse en un lenguaje simple, de manera literaria y atractiva para que sea fácil de recordar.
- Brevedad: la declaración de misión deberá contener algunos párrafos, pero no tendrá una extensión en hojas.
- Amplitud: refiere a la capacidad de la misión de poder ser base para los objetos más concretos y próximos para lo cual se requiere que la declaración sea amplia y que no defina acciones ni planes concretos.
- Audacia: la declaración de misión deberá ser ambiciosa, inspiradora y motivadora pero factible y que pueda inspirar los valores de la organización.

La misión también puede ser un factor de fallas en los procesos de fusión y adquisición de empresas. Argandoña (2016), establece que las fallas pueden darse en dos niveles: en la fase de elaboración o en la fase de aplicación.

- Fallas en la fase de elaboración: las fallas en la fase de elaboración pueden deberse a cuestiones de contenido o de forma. Una misión puede fallar porque no es auténtica, no se entiende bien, no resulta compartida, no es creíble, es demasiado genérica, no señala las diferencias de la organización, no logra motivar o se ve como algo impuesto.
- Fallas en la fase de aplicación: en cuanto a las fallas en la fase de aplicación, las mismas pueden deberse a la posición que posee la misión con respecto a los objetivos, lo cual permite la presencia de dos situaciones diferenciales. Puede ser que los objetivos se encuentren por encima de la misión quedando la misma totalmente irrelevante o puede ocurrir, en cambio, que las estrategias, políticas y objetivos no se encuentren alineados con la misión y no sean coherentes en relación con la misma porque no es compartida o suficientemente conocida.

Durante los procesos de fusión o adquisición es menester, en muchos casos, desarrollar una reformulación de la misión en especial en aquellos casos en que las misiones originales son muy distintas o no son suficientemente definidas. Es muy probable que una de las empresas termine por imponer su misión a la otra. Sin embargo, es conveniente, en los casos de empresas con grandes diferencias y diversificación de negocios establecer para cada una, una misión distinta que se alinee con una misión principal del grupo (Argandoña, 2016).

II.1.5.2. Responsabilidad Social Corporativa

Según Hernández y Bonomie (2010), se puede definir a la responsabilidad empresarial como el compromiso voluntario de las empresas con el entorno que la rodea lo cual implicaría un compromiso ante la sociedad, un compromiso en la preservación del medio ambiente y la conciencia de los efectos que las acciones de la empresa causan en aquel entorno inmediato, haciéndose responsable de esos efectos. Siguiendo esta misma línea, la Asociación de Empresas Vascas por la Sostenibilidad (IZAITE, 2012) entiende que la responsabilidad empresarial o también llamada responsabilidad social corporativa, es la integración voluntaria por

parte de la empresa de las preocupaciones sociales y medio ambientales en sus operaciones comerciales y en sus relaciones con sus interlocutores. Este nivel de compromiso se traduce en el interior de la empresa en una serie de técnicas y tácticas que se incorporan a la estrategia de la organización. Este tipo de compromiso trae aparejado una serie de beneficios: contribución a la competitividad de la empresa y contribución a la ampliación y mantenimiento del mercado.

A raíz de las continuas presiones de los mercados y de los grupos ecologistas y científicos, las empresas se ven obligadas a no orientar todas sus actividades a lo meramente económico sino a ampliar los campos de acción estratégicos los cuales permiten limpiar la imagen de la organización y orientarla hacia un enfoque más humano y ecológico.

Cuando las empresas se encuentran inmersas en procesos de fusión y adquisición, esa situación usualmente se hace pública y el entorno empieza a tener un especial interés con respecto al nivel de daño que dicho proceso causará. Por lo cual, es menester incluir dentro de la planificación estratégica del proceso, el compromiso de responsabilidad empresarial de la nueva empresa resultante ya que la falta de planificación e implementación de estrategias definidas en este campo pueden repercutir negativamente en los mercados y alterar la imagen de empresa buscada. Esta estrategia se debe implementar teniendo en cuenta que no existe un proceso de fusión o adquisición que no implique algún costo. Ello quiere decir que el daño siempre estará presente y el objetivo es que sea lo menor posible y que pase lo más rápido posible.

Según Argandoña (2016), existe una relación estrecha entre la declaración de responsabilidad empresarial y la misión de la empresa. El autor afirma que uno de los aspectos de la misión es la definición de los compromisos y responsabilidades de la empresa frente a la sociedad en su conjunto. Entonces, la misión se encuentra por encima de la RSE y es anterior a la misma.

Por otro lado, Martínez Herrera (2011), relaciona la responsabilidad empresarial con el compromiso ético. Define a la responsabilidad social empresarial como el conjunto de acciones innovadoras de una organización las cuales están basadas en el cumplimiento de leyes y valores éticos. Además, el autor establece un paradigma de valores-principios para lograr un compromiso ético real, estos son:

- El respeto por la dignidad y por los derechos de los empleados y de todos aquellos relacionados directamente con la actividad de la empresa.
- Cumplimiento de las leyes en las transacciones comerciales y en la relación con el Estado.
- Compromiso a prestar un servicio de calidad protegiendo el medio ambiente.
- Honestidad como guía de toda la actividad empresarial.
- Integridad en la toma de decisiones.

Muchas veces se confunde el término ética con la moral. Mientras que la moral es un conjunto de principios, valores, patrones de conducta, prohibiciones e ideales de vida que conforman un sistema compartido por un colectivo humano en un determinado momento histórico; la ética, en cambio, resulta ser una ciencia que reflexiona con respecto a la moral, aclara conceptos y permite obtener los argumentos que permiten comprender la conducta moral de la persona humana. Entonces, la ética es un saber normativo que es orientador de las acciones indirectamente y la moral ofrece, en cambio, orientaciones concretas. Martínez (2011), interpreta a la ética como un propósito activo de excelencia en la vida. El autor, además, establece una relación entre responsabilidad y valores. Es decir que, la responsabilidad es la respuesta libre del hombre que se compromete a realizar los valores, siendo estos a su vez, un conjunto de exigencias a cumplir. Entonces, la preocupación por la responsabilidad empresarial acaece luego de la creciente reflexión y crítica ética con respecto a la actuación y a la gestión de las grandes empresas. Por lo cual, no es de extrañar la presencia de determinadas reflexiones y miradas a nivel ético de la sociedad cuando las organizaciones se encuentran atravesando procesos de fusión y adquisición. Entonces, resulta de interés el desarrollo de una estrategia de responsabilidad social empresaria para poner en

claro los compromisos en lo social y en lo medioambiental que la empresa resultante está dispuesta a asumir.

Según IZAITE (2012), la empresa deberá pasar por las siguientes etapas para implementar una estrategia de responsabilidad social empresarial:

1. Fase A: etapa de reflexión con respecto al alcance y al impacto de la RSE en la empresa.

La reflexión deberá centrarse en los problemas y dificultades que preocupan a la sociedad y luego, determinar al respecto los compromisos que la empresa se encuentra dispuesta a asumir. Para el éxito de la totalidad del proyecto se requerirá de un alto nivel de compromiso por parte de la Dirección; conseguir el apoyo de las personas y tener los recursos necesarios.

2. Fase B: etapa de la elaboración de la estrategia de RSE la cual deberá estar integrada a la estrategia global de la empresa.

- 2.1 Para elaborar la estrategia se requerirá, en principio, la identificación de la situación actual. Definir qué hace cada empresa y cuáles son los temas de preocupación de la sociedad.

- 2.2 Luego, se deben identificar los grupos de interés o “stakeholders” los cuales son un conjunto de personas físicas, jurídicas o grupos colectivos que se ven afectados de forma directa o indirecta por las actividades de la empresa o poseen algún tipo de influencia en las mismas.

- 2.3 Clasificar a los grupos de interés en orden prioritario en cuanto a: la potencia o la capacidad que tiene un grupo determinado de imponer sus exigencias a la organización; la legitimidad o la posibilidad que posee un grupo para incidir en los resultados de la organización y la criticidad la cual es la valoración de la urgencia en la que se requiere atención. Para lograr medir estos tres factores se los puede clasificar mediante una escala numérica que iría del 1 al 10 y luego promediar cada puntaje obteniendo tres niveles (alto, medio y bajo).

- 2.4 Definición del diálogo con los grupos de interés teniendo en cuenta los temas de importancia, las expectativas con respecto al accionar de la empresa y la evaluación del desempeño de la empresa.
- 2.5 Formulación de la estrategia de RSE a través de la visión, la misión. Objetivos estratégicos, código de conducta, valores y políticas de empresa.
3. Fase C: etapa de desarrollo de programas y sus actores y sus mediciones correspondientes. Los programas deberán desarrollarse en tres dimensiones: la dimensión económica; dimensión ambiental; dimensión social.
- Para el desarrollo de la dimensión económica se deberán tener en cuenta los siguientes aspectos:
 - Facturación (venta y precios de mercado).
 - Rentabilidad.
 - Nivel de innovación.
 - Eficiencia.
 - Clientes (satisfacción, fidelidad, rechazos y garantías).
 - En la dimensión ambiental se deberán tener en cuenta los siguientes aspectos:
 - Implantación de sistemas.
 - Consumo de recursos.
 - Vertidos de residuos y emisiones.
 - Nivel de consumo y tipo de materias primas.
 - Cuestiones ambientales relacionadas con los procesos de producción.
 - Y, por último, en el aspecto social se deberán tener en cuenta los siguientes aspectos:
 - Nivel de satisfacción del personal.
 - Salud del personal.
 - Implicación con la sociedad.
 - Educación.

- Programas de RSE (responsabilidad social empresarial)

Cada uno de los programas a implementar deberá estar acompañado por un sistema de medición el cual permitirá su futura evaluación.

4. Fase D: comunicación de los resultados. Una vez que se llevan adelante los programas y se logran obtener resultados de estos es menester comunicar esos resultados para lo cual se deberá definir tres cuestiones: qué información se comunicará; cuáles deben ser los temas y a quién se debe comunicar.

II.1.6. Método para la evaluación económica de una fusión

A continuación, se determinan las variables económicas que permiten sentar las bases para preparar un método de valuación de empresas inmersas en procesos de adquisición o fusión.

II.1.6.1. Consideraciones económicas para una fusión

Como ya se ha mencionado a lo largo del trabajo, la organización y reorganización de empresas implicadas en las fusiones y adquisiciones generan varias preguntas. Entre ellas la más importante podría ser la que cuestiona cuál es la motivación para que dos o más empresas se unan. Desde el punto de vista puramente económico una posible causa es que la fusión produce ahorros de costos, tal vez al eliminar una duplicación que desperdicia recursos o al mejorar los flujos de información dentro de la organización fusionada. De modo similar, la fusión puede conducir a asignaciones de precios más eficientes o a mejores servicios para los consumidores porque se produce entre dos empresas que producen bienes complementarios, como pueden ser por ejemplo las tuercas y tornillos.

En la medida en que la reducción de costos o la racionalización en la manufactura de productos complementarios sea la razón principal para la mayoría de las fusiones, es probable que estas beneficien tanto a la sociedad como a las empresas

fusionadas y no debe ser desalentada. Las empresas fusionadas quedan bajo una propiedad y control comunes. Por consiguiente, la entidad corporativa que surja de ello coordinará lo que antes eran acciones separadas con el propósito de alcanzar el resultado conjunto de maximización de utilidades. Esta coordinación es legal precisamente porque tiene lugar dentro de los límites de la empresa, en vez de entre diferentes empresas. Desde esta perspectiva, se considera que el verdadero propósito de las fusiones es el de crear y explotar el poder de monopolio de un mercado. Esto nos lleva a una segunda cuestión estrechamente relacionada con el análisis de las fusiones, es decir, las consecuencias que para la política gubernamental implica el que dos o más empresas se fusionen. En la mayoría de los países existe una división antimonopolios que emite lineamientos esenciales para las fusiones, principalmente con el fin de determinar el poder de mercado que poseen las empresas al fusionarse y que podría no convenir al interés público. Una cuestión importante es si se justifica este temor al poder de mercado vía fusiones. ¿Es posible distinguir entre las fusiones que aumentan el poder de monopolio y las que no lo hacen? En alguna medida este es el punto central del análisis de viabilidad económica que se expone a continuación. A través de un modelo económico con base en la teoría de juego, Pepall, Richard y Norman (2006), elaboran un modelo en el cual se examina lo que la teoría económica plantea acerca de la justificación para las fusiones. En particular se trata la amenaza de poder monopólico que las fusiones pueden crear, y la política gubernamental hacia las fusiones que implican esto. A continuación, se plantea un ejemplo para fusiones horizontales.

II.1.6.2. Fusiones horizontales y la paradoja de la fusión

Las fusiones horizontales, como ya se mencionó anteriormente, ocurren cuando las empresas que se fusionan antes competían por comercializar su producto en el mismo mercado. Es decir, una fusión horizontal incluye a dos o más empresas que, por lo que se refiere a sus compradores, venden productos sustitutos. La fusión de dos empresas en un mercado de tres compañías transforma la industria en un duopolio. La fusión de dos duopolios crea un monopolio. La posibilidad de que una fusión genere poder de monopolio es, por lo tanto, evidentemente un aspecto que

hay que considerar en el caso horizontal. Pepall et al. (2006), ejemplifica la paradoja de la siguiente manera.

Se supone que se tienen tres compañías, que tienen cada una un costo marginal constante de $C=\$30$ y que conjuntamente enfrentan una curva de demanda en su industria descrita por $P=150-Q$. Un equilibrio de Cournot² en este caso significaría que cada empresa produce la tercera parte de la producción competitiva, o sea 30, de modo que la producción total sería de 90. En consecuencia, el precio es \$60 y cada empresa obtiene una utilidad de $30 \times (\$60-\$30)=\$900$.

Ahora bien, ¿Que sucede si se fusionan dos de estas empresas? Tras la fusión de dos empresas, la industria quedará con sólo dos empresas, cada una de las cuales produce una tercera parte de la producción competitiva, o sea 40, de modo que la producción total ahora cae a 80. Entonces, el precio aumentará a \$70 y cada una de las dos empresas restantes obtendrá una utilidad de \$1600.

En función de lo antes expuesto, puede evaluarse el efecto de la fusión. Primero se advierte que la fusión perjudica a los consumidores. La producción disminuye y el precio aumenta. Segundo, se observa que la fusión es una buena noticia para la empresa que no se fusionó. El aspecto positivo de la fusión es la posibilidad de ampliar la producción a 40 unidades y las venderla a un precio más alto que antes, de modo que disfruta un incremento de utilidades de $\$1600-\$900=\$700$. Por último, se llega al elemento central de la paradoja de la fusión. Para las dos empresas que se fusionaron, la fusión no dio buen resultado. Antes, cada una producía 30 unidades y tenía una utilidad de \$900 para una producción y utilidades combinadas previas a la fusión de 60 unidades y \$1800, respectivamente. Sin embargo, después de la fusión estas dos empresas tienen una producción combinada solo de 40 y una utilidad de \$1600. La fusión lesionó a las empresas que se fusionaron y benefició a

² Cournot fue un matemático y economista francés que plantea un modelo muy sencillo de duopolio donde el producto es homogéneo y, según él, las empresas actúan sobre las cantidades, a diferencia de Bertrand, el cual afirma que las empresas actúan sobre los precios.

su competidor. La conclusión es que si este ejemplo refleja un resultado más general, no sería de esperar que ocurrieran muchas fusiones. Desde luego, la paradoja consiste en que todo el tiempo se observa que las empresas sí se fusionan. El tema central es que el ejemplo anterior no es un caso especial. La siguiente tabla ilustra lo que ha llegado a conocerse como la regla del 80%. Es decir que para que una fusión sea rentable en un modelo simple de Cournot con demanda lineal y costos lineales idénticos, es necesario que por lo menos el 80% de las empresas de mercado se fusionen. El problema es que se trata de una fusión de tal magnitud que casi nunca sería permitida por las autoridades.

Tabla 1. Condición necesaria para una fusión rentable.

Indicador	Cantidad				
N	5	10	15	20	25
a(N)	80%	81.50%	83.10%	84.50%	85.50%
M	4	9	13	17	22

Fuente: Pepall, L., Richards, D., & Norman, G. (2006).

Nota: N=Cantidad de Empresas; M=Cantidad de Empresas a fusionarse.

La paradoja de las fusiones es que muchas de las fusiones horizontales, si no es que la mayoría, no son rentables cuando se examinan a través del lente de un modelo estándar de Cournot. Sin embargo, como indican los hechos de décadas pasadas, fusiones horizontales han ocurrido muchas y constantemente.

No es difícil determinar cuál es el aspecto fundamental del modelo de Cournot que genera la paradoja de la fusión. Cuando las empresas se fusionan en el modelo de Cournot, la nueva empresa combinada se conduce exactamente como cualquiera otra de las empresas restantes que no se fusionaron.

Así, si dos empresas se fusionan en una industria de tres empresas, la nueva empresa compite como duopolio. La empresa no fusionada en este caso tiene,

después de la fusión, un estatus igual al de la empresa fusionada, aunque ahora enfrente la fuerza combinada de sus dos competidores previos.

La clave para resolver la paradoja de la fusión es encontrar algún medio para comprometer en forma creíble a la empresa recién fusionada con una estrategia que mejore su rentabilidad.

Una forma de hacerlo en los modelos que fijan cantidades es permitir que la compañía recién fusionada adopte el papel de líder de Stackelberg³, cuyos anuncios de producción son tomados como compromisos fidedignos. Esto incrementa mucho la rentabilidad de las fusiones, y, por lo tanto, ofrece un fuerte motivo para que se produzcan. También ayuda a explicar el efecto dominó que se observa a menudo, según el cual la fusión de dos empresas es seguida rápidamente por fusiones similares entre otras compañías de la misma industria, cuando las compañías tratan de unirse al grupo de líderes.

También se puede resolver la paradoja de las fusiones si se fija el análisis en un marco geográfico o espacial en el que las empresas venden productos diferenciados y compiten en precios para ganarse a los consumidores. En este caso las empresas que se fusionan pueden contraer fácilmente un compromiso convincente con sitios o diseños específicos de productos, es decir, aquellos usados por las compañías antes de fusionarse. La capacidad para contraer tal compromiso es suficiente para que la fusión sea rentable.

Los efectos ambiguos causados por las fusiones que se encuentran en la teoría económica también se encuentran en el análisis empírico. La combinación de esta

³ El modelo económico de Stackelberg a nivel económico, ocurre cuando existen en el mercado, según Nicholson (2006), una empresa líder en el mercado y empresas seguidoras. La empresa líder decide su maximización de beneficios y permite a las seguidoras que se acomoden a su precio. Daughety (1990) arribó a la conclusión de que una fusión entre dos empresas seguidoras, producto de una fusión se vuelve beneficioso para ellas si se convierten en líderes de Stackelber. En una mirada complementaria,. Escrihuela-Villar y Faulí-Oller (2008) arriban a la misma conclusión que Daughety que la fusión permite responder a la fusión reduciendo su producción.

ambigüedad teórica y también empírica ha llevado a las autoridades a adoptar una postura mucho menos energética y rígida contra las fusiones propuestas. En la actualidad, los casos de fusiones se manejan siguiendo un criterio caso por caso. A falta de una evidencia definitiva parece que hay poca alternativa.

II.1.6.3. Valuación financiera de una fusión

López (2003), enumera dos enfoques analíticos que se pueden utilizar a efectos de determinar la generación de valor para los accionistas en un proceso de fusión: por un lado la reacción ex ante del mercado frente al anuncio de la fusión y las expectativas que genera este sobre la concreción de dicha fusión en términos de beneficios o costos para los accionistas: y por otro lado la reacción ex post donde se valora la fusión luego de su terminación y comparación de lo que sucedió contra lo que se esperaba que sucediera desde el punto de vista de generación de valor.

Copeland, Koller y Murrin (2004), mencionan que algunos de los principales factores que inciden en este rendimiento esperado son:

- Mayor creación de valor conjunto: cuando se detecta que existe una creación sustancial de valor en la operación de fusión, es muy probable que parte de dicho valor sea transferido a los accionistas.
- Mayor capacidad y eficacia en la gestión: se espera que las buenas prácticas que posee una de las partes integrantes de la fusión como pueden ser los términos financieros, o la sinergia geográfica y operativa que se espera entre ambas compañías generen una mejor eficiencia en términos de gestión, con lo cual el anuncio de la operación debería generar que el valor de las acciones provenientes de la fusión sea mayor que el valor de las acciones consideradas de manera individual.

II.1.6.3.1. Valuación por descuento de flujo de fondos

Fernández (2015) argumenta que la valoración profesional de empresas constituye un proceso para determinar el valor justo (“fair value”) de una compañía.

El valor justo es aquel que acordarían un comprador y un vendedor sin que ninguna de las partes expropié riqueza de la otra. El valor se determina por la capacidad de producir ganancias sobre el capital invertido y fundamentalmente el flujo de caja en el largo plazo.

En los modelos de valuación basados en el descuento de flujos de fondo, el valor del activo se estima mediante el cálculo del valor presente de los flujos de fondos proyectados, a una tasa que refleja el grado de riesgo de dichos flujos. El valor de cualquier activo es una función de los flujos de efectivo generados por dicho activo, la vida útil del activo, el crecimiento esperado en los flujos de efectivo, y el nivel de riesgo asociado a estos flujos de caja. En otras palabras, es el valor actual de los flujos de caja esperados por dicho activo.

Existen cuatro modelos de valuación por descuento de flujos y cada uno de ellos utiliza una tasa de descuento diferente. A continuación, se enumeran dichos modelos y sus tasas de descuento respectivas.

Tabla 2. Modelos de valuación por descuento de flujos y sus tasas de descuento.

Flujo de fondos	Tasa de descuento apropiada
ECF: Equity cash Flow	Ke: Rentabilidad exigida por los accionistas
FCF: Free Cash Flow	WACC: Costo Promedio ponderado
CCF: Capital Cash Flow	WACC antes de impuestos
APV: Adjusted Present Value	Ku: Rentabilidad exigida por los accionistas sin deuda financiera

Fuente: Fernández, P. (2015).

II.1.6.3.2. Costo de Capital (WACC)

López (2001) argumenta que el capital es un factor necesario para la producción y, al igual que cualquier otro factor, tiene un costo. El costo de cada componente representa el costo específico de una determinada fuente de capital (deuda,

acciones preferidas, acciones comunes). Como una empresa no utiliza los distintos componentes en forma igualmente proporcional, sino que cada uno tiene un peso diferente en el total del financiamiento, es preciso calcular el costo de capital total de la empresa como el costo promedio ponderado de todas las fuentes de capital (WACC, del inglés, “weighted average cost of capital”) y se calcula con la siguiente fórmula:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - tx) \times \frac{D}{E + D}$$

Donde:

- K_e : Rendimiento Esperado por los accionistas.
- $E/E+D$: Peso del Equity.
- K_d : Costo de la Deuda.
- $(1-tx)$: Esquema Fiscal.
- $D/E+D$: Peso de la Deuda.

El costo de capital o tasa de retorno está determinado por el riesgo que asumen los aportantes de financiamiento, los cuales a su vez se dividen en dos grupos: quienes aportan capital propio (equity) y los que aportan financiamiento externo (deuda financiera). Ambas categorías de financiamiento implican distintos riesgos en función de la variabilidad de los flujos esperados. Los aportantes de deuda financiera cobrarán antes que los aportantes de capital, lo que implica que los primeros poseen menos riesgo y, en consecuencia, menor rendimiento esperado.

II.1.6.3.3. Capital asset pricing model (CAPM)

El rendimiento esperado por los accionistas (K_e) se puede estimar empleando el “CAPITAL ASSET PRICING MODEL” conocido como CAPM. Este modelo se basa en la estimación del rendimiento esperado partiendo de una tasa libre de riesgo a la cual se le suma una prima de riesgo conformada por la prima de riesgo de mercado

ajustada por el correspondiente coeficiente Beta, el cual representa el riesgo de ese activo que no se diversifique.

El rendimiento esperado por los accionistas variará en función del nivel de apalancamiento de la empresa siendo que, a mayor proporción de financiamiento con deuda financiera, mayor será el rendimiento esperado por los accionistas.

$$CAPM = Rf + \beta \times (rm - rf)$$

Donde:

- Rf: Tasa de rendimiento libre de riesgo.
- β : Coeficiente Beta.
- $rm - rf$: Prima de Riesgo de mercado.

El costo de la deuda (K_d) o retorno esperado por los acreedores estará determinado principalmente por la solvencia financiera de la empresa que determina la capacidad de repago, así como también por la situación del mercado de crédito. La estimación del K_d se realiza sumando a la tasa libre de riesgo una prima o spread en función del riesgo crediticio de la empresa.

El CAPM es un modelo basado en dos ideas que tienen sentido: los inversores tienen aversión por el riesgo y, por lo tanto, preferirán mantener portafolios diversificados. Sin embargo, el CAPM también tiene sus inconvenientes:

- La prima por riesgo de mercado no existe como tal: es una expectativa matemática.
- Las betas de las acciones cambian constantemente.
- Se basa en valores históricos, que podrían no ser representativos del futuro.

II.1.6.4. Valuación por comparables

La metodología de valuación por comparables consiste en utilizar una serie de múltiplos que luego son objeto de una comparación rápida con los mismos múltiplos

de otras firmas de la misma industria o sector. El resultado de estos múltiplos genera un valor de la firma que se utiliza como una referencia rápida del valor de una empresa.

Si bien en principio se podría pensar en que la utilización de múltiplos carece de un análisis financiero del valor de la empresa, en ciertas ocasiones la utilización de múltiplos permite obtener una medida cercana a la que se puede obtener utilizando un modelo de valuación tal como el Flujos descontados “DFC” (Discounted Cash Flow por sus siglas en inglés).

Fernández (2015) menciona que, una vez realizada la valoración por descuento de flujos, una comparación con los múltiplos de empresas comparables permite calibrar la valoración realizada e identificar diferencias entre la empresa valorada y sus comparables. Adicionalmente, clasifica a los múltiplos más utilizados en los siguientes grupos:

1. Los múltiplos basados en la capitalización de la empresa (valor de las acciones): basados en el precio de las acciones o capitalización bursátil, tienen la ventaja de ser fáciles de entender y calcular. En este grupo, el indicador más utilizado es Precio-Beneficio o “Price Earning Ratio” (PER). López (2003), lo define como la relación existente entre el valor de mercado de una acción (P) y el BPA (beneficio por acción).

$$PER = \frac{P}{BPA}$$

O también puede definirse como:

$$PER = \frac{\text{Valor de mercado de las acciones}}{\text{Utilidad neta}}$$

Algunas limitaciones que tiene este indicador se basan en que pierde significado cuando los resultados de la empresa son negativos. También

resulta importante destacar la volatilidad de este indicador frente a cambios en el resultado de la empresa de un período a otro.

2. Los múltiplos basados en el valor de la empresa (valor de las acciones y la deuda: estos múltiplos son similares al anterior, pero utilizan como numerador el valor de la empresa (suma de capitalización bursátil y deuda financiera) “Enterprise Value” (EV). En este grupo se destaca el múltiplo “Enterprise Value” dividido entre el “EBITDA” (EV/EBITDA) cuyo cálculo es el siguiente:

$$\frac{EV}{EBITDA}$$
$$= \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización}}$$

El “Enterprise Value” dividido entre el “EBITDA” relaciona el valor de la empresa (capitalización bursátil) con los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

II.1.6.5. Análisis de una fusión (Holcim y Lafarge)

Siguiendo a Cadavieco Sarabia (2016), se describe el análisis financiero de la fusión realizada entre las dos principales cementeras del mundo, la empresa Suiza Holcim y la Francesa Lafarge⁴ y se determina si habrá o no generación de valor para los accionistas de dichas firmas al finalizar el proceso de fusión.

⁴ La fusión comenzó en 2013 y finalizó en 2015, luego de largas evaluaciones por parte de las autoridades antimonopolio. En este apartado y con fines explicativos se toma el período de valuación previo a que se concrete la fusión.

Tabla 3. Valor de las firmas previa a la fusión (2013).

	Lafarge	Holcim
Cantidad de Acciones a 12/2013 (en millones de acciones)	287	326
Precio de Mercado a 12/2013 (Millones USD)	19.110	24.354
Precio Promedio de la acción a 12/2013 (USD)	66.50	74.80

Fuente: Cadavieco Sarabia, M. (2016).

Se calcularon los múltiplos en función de la información disponible en el mercado a diciembre de 2013 para las principales compañías cementeras. Ello se realizó con la finalidad de averiguar si la fusión de Holcim y Lafarge genera valor para el accionista. En la siguiente tabla se presentan los resultados asociados al momento previo a la fusión.

Tabla 4. Cálculo de múltiplos de mercado previamente a la fusión.

		2013	Mediana mercado
PER Valor de mercado/ Utilidad neta	Holcim	14.15	16.63
	Lafarge	19.11	
	CRH PLC	22.95	
	Cemex SAB de CV	-8.62	
	HeidelbergCement AG	11.09	
	Italcementi SpA	-20.90	
Price to Output Valor de mercado/ Cap. Prod.	Holcim	118.11	102.29
	Lafarge	86.47	
	CRH PLC	306.80	
	Cemex SAB de CV	62.06	
	HeidelbergCement AG	121.52	
	Italcementi SpA	33.08	

Enterprise Value to EBITDA EV/ EBITDA	Holcim	2.95	2.95
	Lafarge	1.78	
	CRH PLC	6.66	
	Cemex SAB de CV	-9.55	
	HeidelbergCement AG	-1.59	
	Italcementi SpA	-0.40	

Fuente: Cadavieco Sarabia, M. (2016).

Tabla 5. Cálculo de múltiplos de mercado posteriormente a la fusión.

		2014	Mediana mercado
PER Valor de mercado/ Utilidad neta	Lafarge-Holcim	22.55	19.32
	CRH PLC	-49.83	
	Cemex SAB de CV	-12.03	
	HeidelbergCement AG	16.08	
	Italcementi SpA	-53.69	
Price to Output Valor de mercado/ Capacidad Producción	Lafarge-Holcim	112.91	112.91
	CRH PLC	314.55	
	Cemex SAB de CV	54.23	
	HeidelbergCement AG	124.25	
	Italcementi SpA	57.14	
Enterprise Value to EBITDA EV/ EBITDA	Lafarge-Holcim	3.25	3.25
	CRH PLC	6.73	
	Cemex SAB de CV	-9.27	
	HeidelbergCement AG	-0.80	
	Italcementi SpA	0.14	

Fuente: Cadavieco Sarabia, M. (2016).

Al comparar los resultados obtenidos con el indicador (PER) entre ambas firmas de manera individual y la combinación de Lafarge-Holcim, se observa un crecimiento de dicho indicador (2013 Holcim: 14,15 y Lafarge: 19,11 versus Lafarge-Holcim: 22,55) Lo mismo ocurre con el indicador “Enterprise Value” dividido entre “EBITDA”, con lo cual se podría afirmar que existe una generación de valor para los accionistas.

También se observa que los indicadores obtenidos sobre información del año 2014 (PER, Price to Output y Enterprise Value to EBITDA) en la combinación de Lafarge-Holcim se encuentran por arriba (PER) o iguales (Price to Output y Enterprise Value to EBITDA) que la mediana del mercado compuesto por los principales competidores.

II.1.6.6. Análisis de la fusión mediante el método FCF (Free Cash Flow)

Cadavieco (2016), desarrolla los cálculos de las variables que conforman el costo de capital promedio ponderado (WACC) y obtiene los siguientes resultados:

- Costo de Capital (K_e): se utiliza la tasa libre de riesgo del bono de Estados Unidos a 10 años de 2,18%, una prima de riesgo de 4,60%, un Beta de 1,76, llegando a un valor de K_e de 10,28% ($2,18\% + (1,76 * 4,60\%)$).
 - o Costo de la Deuda (K_d): 3,17%.
 - o Deuda (D): 29.863 millones de dólares.
- Equity (E): 43.306 millones de dólares.
 - o WACC: 6,99%.

En la siguiente tabla se presentan los indicadores asociados a la estructura de Capital para el cálculo del WACC.

Tabla 6. Estructura de Capital para el cálculo del WACC.

Market Cap (combinado 2013)	43,306
Acciones en Circulación (combinado 2013)	612,999,246
Precio Promedio entre ambas compañías	71
Valor de la Deuda	29,863
Valor de la Firma	73.169
Deuda/Valor de la Firma	40.81%
Equity/ Valor de la Firma	59.19%

Fuente: Cadavieco Sarabia, M. (2016).

Por su parte, en la siguiente tabla se presentan los indicadores y cálculo del WACC asociado a la fusión de las empresas.

Tabla 7. Cálculo del WACC asociado a la fusión.

Costo del equity (Ke)	10.28%
E/(E+D)	59.19%
Costo de la Deuda (Kd)	3.17%
D/(E+D)	40.81%
1-tx	69.85%
WACC	6.99%

Fuente: Cadavieco Sarabia, M. (2016).

En la siguiente tabla se presentan los indicadores que hacen a la valuación post-fusión de las empresas.

Tabla 8. Valuación posterior a la fusión de las empresas.

Explicit Period DCF	22,688
Terminal Value	68,018
DCF Firm Value	90,706
Debt Value	29,863
Equity Value	60,843
Shares Outstanding	612,999,246
Value per Share	99.25
Generación de Valor	28.82%

Fuente: Cadavieco Sarabia, M. (2016).

En la siguiente tabla se presentan los indicadores del método FCF de análisis de la fusión para el período 2013-2017.

Tabla 9. Indicadores del método FCF de análisis de la fusión para el período 2013-2017.

	2013	2014	2015	2016	2017
Revenue	38,660	37,913	35,700	33,617	33,488
Cost of Revenue	-25,167	-24,574	-23,190	-21,837	-21,753
Gross Profit	13,493	13,339	12,510	11,780	11,735
R&D					225
Selling, General & Adm.	-7024	-6870	-6478	-6100	-5409
Others	-1353	-1443	0	0	225
Operating Income	5115	5026	6032	5680	6776
EBITDA	8682	8002	8584	8083	8907
Other Income	769	299	496	467	465
Interest Expense	-2328	-2039	-2035	-1916	-1909
Income Before Tax	3556	3286	4493	4231	5332
Tax Expense	-896	-1153	-1355	-1276	-1607

Net Income	2660	2133	3139	2955	3724
Cash Flow					
Depreciation	2797	2676	2552	2403	2169
Changes in WC	-308	-551	-402	-379	-377
Adjustments and Others	-230	317	43	40	40
CFO	7374	7468	8225	7745	8607
CAPEX	-3419	-3064	-3021	-2845	-3069
Others	1762	1226	1391	1310	1305
CFI	-1657	-1938	-1630	-1535	-1764
FCF	5474	5851	6980	6572	7541
Discounted FCF		5469	6097	5367	5755

Fuente: Cadavieco Sarabia, M. (2016).

Se puede ver de la Tabla 8 que la valuación realizada genera un valor de 28.82% adicional al valor actual de cada firma de forma individual al finalizar el proceso de fusión en 2017.

A su vez si se toma el método por comparables calculando los indicadores (PER, Price to Output y Enterprise Value to EBITDA) para la combinación de Holcim-Lafarge previa a la fusión, y los resultados estimados al final del proceso de fusión a 2016 por el método de flujos descontados, se observa (Tabla 10) que el proceso genera valor para los accionistas.

Tabla 10. Resultados de la fusión según el método de flujos descontados.

		2016	Variación
PER Valor de mercado/ Utilidad neta	Combinación 2013	15.97	2%
	Lafarge Holcim 2017	16.34	
Price to Output Valor de mercado/ Cap. Prod.	Combinación 2013	101.74	29%
	Lafarge Holcim 2017	142.82	
Enterprise Value to EBITDA EV/ EBITDA	Combinación 2013	2.43	43%
	Lafarge Holcim 2017	4.24	

Fuente: Cadavieco Sarabia, M. (2016).

Las sinergias planteadas en el proyecto de fusión y la nueva distribución comercial generan una mayor eficiencia apalancadas con potenciales mayores rentabilidades.

En el caso de la utilización del indicador PER la generación de valor sería de un 2% para los accionistas de Holcim y de Lafarge. Si se observa el indicador de Enterprise Value to EBITDA la generación de valor sería de un 43% para los accionistas de ambas firmas. Y para el indicador “Price to Output” la generación de valor sería de un 29%.

Finalmente se puede concluir que la fusión de ambas empresas crea mayor valor para los accionistas que el que tendrían si ambas empresas no se fusionaran, esto es de esta manera, dado que pasan a ser el mayor productor de cemento a nivel mundial colocando a la nueva compañía en una posición de privilegio y potenciando aún más el valor de esta.

II.1.7. Método para el análisis del patrimonio intangible de la empresa

Como ya se ha mencionado anteriormente, una de las razones por las cuales los procesos de adquisición y fusión de empresas pueden fracasar, es la falta de coincidencia entre las culturas de las empresas inmersas en estos procesos.

Muchas veces se deciden este tipo de procesos teniendo en cuenta únicamente los factores financieros. Sin embargo, así se pierde de vista el nivel de complejidad que se debe afrontar en la última etapa del proceso, en donde interviene con mayor incidencia el factor humano.

El patrimonio intangible de una empresa se encuentra conformado por su cultura y los aspectos relevantes de su identidad como empresa. Cuanto más diferentes y contrapuestos resultan las empresas en estos puntos, mayores serán las dificultades que deberán afrontar a nivel de gestión del capital humano y a nivel de comunicación e imagen de empresa. Inclusive se pueden generar conflictos que desaten el fracaso completo del proceso de adquisición o fusión.

En esta sección se sentarán las bases para desarrollar el análisis del patrimonio intangible de las organizaciones que involucra la cultura, la identidad de la organización y su imagen exterior. Además, se aconsejará la utilización de una gráfica modelo para comparar la identidad y la imagen corporativa de las organizaciones involucradas en procesos de fusión y adquisición de empresas. Para ello, se utilizarán los modelos de análisis propuestos por Sanz de la Tajada (1994).

II.1.7.1. Análisis de la cultura de la empresa

La cultura de una empresa es el resultado de una colección de valores y prácticas que se han ido aprendiendo a lo largo de la historia de la empresa. Sanz de la Tajada (1994) identifica cuatro categorías de manifestaciones de la cultura: símbolos, héroes, mitos y valores.

Los símbolos son el conjunto de palabras, gestos, cuadros u objetos que poseen un significado especial dentro de la cultura de la empresa. Los héroes son personas que funcionan como modelo de conducta dentro de la empresa. Por su parte, los mitos son actividades colectivas y los valores son aquellas ideas que le indican a los empleados lo que deben ser las cosas dentro de la compañía.

Entonces para analizar la cultura de una organización se deberán llevar adelante las siguientes acciones:

- Desarrollar un recuento de la historia de la empresa, su evolución a lo largo de los años y la contribución de esta en la economía y el avance de la región en donde la organización desarrolla su actividad.
- Identificar los héroes de la organización que pueden ser personas vivas o muertas, reales o artificiales y determinar aquellos puntos en donde la misma actúa como modelo para los demás.
- Determinar aquellas actividades que son características de todo el personal de la organización.
- Identificación y análisis de los símbolos que identifican a la organización.
- Identificar y analizar los valores presentes en la organización en cuanto a las manifestaciones escritas y las manifestaciones conductuales.

II.1.7.2. Análisis de la identidad de la empresa

La identidad de la empresa se define como el conjunto de las manifestaciones exteriores de la empresa tanto a nivel conductual como a nivel comunicacional. En el caso de la identidad conductual, la misma se divide en ocho puntos de análisis: identidad axiológica, identidad social, identidad de servicio, identidad administrativa, identidad institucional, identidad mercadológica, identidad técnica e identidad económico-financiera (Sanz de la Tajada, 1994).

A su vez, cada identidad posee determinadas variables de estudio las cuales se especificarán a continuación.

- Identidad axiológica: la identidad axiológica comprende el conjunto de valores y principios reales que rigen el comportamiento de una organización. En toda empresa existe una presentación de sus valores a través de la declaración de misión y de responsabilidad empresarial, la cual deberá ser comparada con la conducta real de la empresa ya que, en algunos casos, lo

declarado no coincide con lo actuado. Para analizar este punto se tienen en cuenta las siguientes variables:

1. Conducta fiscal transparente.
 2. Conducta ética en cuanto al nivel de calidad de los productos o servicios ofrecidos.
 3. Actitudes tolerantes ante el fenómeno de “whistleblowing” (se trata de una situación en la cual los empleados dan la voz de alarma cuando la empresa comete acciones deshonestas).
 4. Honestidad en las relaciones contractuales con la Administración Pública.
 5. Prevalencia de los principios morales sobre las oportunidades de negocio que los contradigan.
 6. Prioridad a orientar los beneficios hacia la reinversión antes que, hacia el lucro de los accionistas, con el fin de asegurar la continuidad de la organización.
 7. Honor a la palabra empeñada en cuanto a todo lo que se publicita con respecto a la empresa.
 8. Presencia de ética en el trabajo, entendida como la valoración del esfuerzo humano en el logro de los objetivos corporativos.
- Identidad social: la identidad social comprende todas las actividades de la organización en relación con la comunidad que la rodea.
1. Presencia de la empresa en ámbitos sociales que trascienden la función de mercado como la solidaridad con poblaciones afectadas por calamidades, ayudas a personas con discapacidad o preocupación por el medio ambiente.
 2. Características de la responsabilidad social de la empresa frente a los productos que fabrica, a su impacto a nivel ambiental y económico y frente al desarrollo de mejoras que impacten positivamente en la sociedad en donde la empresa desarrolla sus actividades.
 3. Concepto de compromiso con los públicos que componen la sociedad civil.

- Identidad de servicio: en este caso, la identidad de servicio refiere a la forma en la que la organización interpreta la atención al cliente. Se deberá tener en cuenta las siguientes variables:
 1. Identificar la presencia de dos dimensiones fundamentales en la satisfacción del cliente como la satisfacción de las exigencias materiales y la satisfacción de las exigencias psicológicas de reconocimiento.
 2. Verificar la presencia de una gestión operativa, administrativa y técnica interna unificada.
 3. Entendimiento del servicio como un valor central del contexto competitivo del mercado lo cual exige de parte de la empresa de un alto nivel de prestación continua.
 4. Presencia de una relación de la empresa con sus clientes de responsabilidad y reciprocidad.
- Identidad administrativa: la identidad administrativa engloba la forma en que los empleados son tratados dentro de la organización y es analizada teniendo en cuenta las siguientes variables:
 1. Presencia de trato respetuoso al personal.
 2. Nivel de satisfacción de las necesidades materiales como la remuneración salarial justa y las condiciones ambientales de trabajo dignas.
 3. Nivel de satisfacción de las necesidades superiores de estima y reconocimiento.
 4. Motivaciones al personal, diseño de carrera, identificación de misiones internas y de cada individuo.
 5. Análisis de la estructura jerárquica con estructura aplanada o jerarquizada.
 6. Estilo de la dirección: autoritario, cerrado, democrático, participativo, paternalista etc.
 7. Nivel de participación e información del empleado.
- Identidad institucional: la identidad institucional refiere al tipo de relación de la organización con las entidades gubernamentales.

1. Tipo de relación con las diferentes entidades gubernamentales a nivel local, municipal, provincial y legislativo.
 2. Participación de la organización en actos de carácter profesional con un alto nivel de participación y promoción.
 3. Pertenencia de la organización a asociaciones o agrupaciones empresariales.
- Identidad mercadológica: la identidad mercadológica refiere a la posición de la empresa dentro del mercado y se tienen en cuenta las siguientes variables:
 1. Nivel del conocimiento del mercado, planificación estratégica y presencia en los medios.
 2. Cuota de mercado actual y evolución en el tiempo.
 3. Capacidad de innovación de la empresa.
 4. Nivel competitivo de los productos de la empresa.
 - Identidad técnica: la identidad técnica refiere a la capacidad operativa y el tipo de producción de la organización. Para el caso se deben tomar las siguientes variables:
 1. Nivel de calidad de los productos de la empresa: calidad de ingeniería de producción; capacidad para resolver las demandas del mercado; competencia técnica y profesional de los recursos humanos.
 2. Capacidad técnico-investigativa en el desarrollo de nuevos productos innovadores.
 - Identidad económico-financiera: por último, se analiza la identidad económico-financiera que engloba la liquidez y la rentabilidad de la empresa. Para el análisis de este tipo de identidad se toman las siguientes variables:
 1. Nivel de solidez de la organización para enfrentar retos de capitalización.
 2. Nivel de rentabilidad de la empresa.
 3. Tipo de relación de la Alta Dirección con los accionistas de la organización.

II.1.7.3. Fuentes de recolección de información

Las fuentes de información en el caso del patrimonio intangible son múltiples. Es necesario tener la mayor cantidad posible de fuentes para poder confrontar los aspectos manifiestos y los aspectos reales no manifiestos, por ejemplo:

- Entrevistas a accionistas, gerentes y proveedores participantes en procesos de fusión y/o adquisición de empresas.
- Encuestas a empleados.
- Notas, noticias, informes y entrevistas referidas a la organización.
- Informes de la organización.
- Manuales de procedimiento y protocolo.
- Estadísticas de las asociaciones y cámaras empresariales.
- Cuaderno de quejas u otros recursos para asentar reclamos.
- Declaración de misión, visión, valores y responsabilidad social.

Para todos los tipos de identidades se pueden desarrollar entrevistas y encuestas diseñadas para ser respondidas por todos los integrantes de la organización. En el caso de los accionistas y los miembros de la Alta Gerencia no es necesario que se manifiesten de manera anónima pero sí, resulta importante, preservar la identidad de los empleados que contesten las encuestas con el objeto de obtener un mayor nivel de objetividad y un menor margen de error.

En el caso de la identidad axiológica se puede analizar todos los escritos referidos a la ética, los valores, la declaración de misión y visión, los manuales de procedimiento y los protocolos de actuación presentes en la organización. También se puede realizar una investigación con respecto a casos de corrupción o problemas éticos y cómo la empresa resolvió la situación.

Para el caso de la identidad social se deberá analizar el compromiso de la empresa y la manifestación escrita con respecto a la responsabilidad social de la organización. Luego, se pueden identificar los actos de relación con la comunidad

(eventos patrocinados o desarrollados por la organización y prensa relacionada con actos de la empresa).

Con respecto a la identidad de servicio, se puede analizar la atención al cliente, el nivel de capacitación de los empleados y las quejas de los clientes. En el caso de la identidad administrativa, el análisis deberá centrarse en el ambiente laboral, los niveles de remuneración y recompensa, el trato con los empleados, la estructura organizativa y los estilos de dirección.

Para analizar la identidad institucional se deberá revisar la relación de la empresa con diferentes entes gubernamentales, sindicatos y asociaciones empresariales.

Por otro lado, el análisis se centrará en el producto y el mercado para poder determinar los componentes de la identidad mercadológica y técnica. Cabe destacar que la identidad económico-financiera es aquella que se suele investigar con detenimiento en las primeras fases de los procesos de adquisición y fusión de empresa con el objeto de determinar el precio correcto de la operación; por lo tanto, no se requiere desarrollar un análisis exhaustivo de este punto para definir las características del patrimonio intangible de la organización.

II.1.7.4. Análisis de la imagen de marca y comunicación empresarial

Tanto la imagen de marca como la comunicación empresarial conforman la denominada identidad de la empresa la cual se conforma por el conjunto de comunicaciones que la empresa envía de manera consciente a sus diferentes públicos.

En principio, el análisis de la imagen de la empresa se debe hacer teniendo en cuenta las siguientes variables de estudio:

- Notoriedad e identificación del nombre de la empresa como pequeña o mediana empresa, grupo de poder económico, empresa o comercializadora.

Además, se debe analizar el nivel de identificación de esa marca con un grupo de productos o servicios ofertados en el mercado.

- Imagen percibida: conjunto de atributos condicionantes relacionados con la marca.
- Actitudes: posiciones negativas, neutrales o positivas frente a la marca.
- Hábitos de comportamiento: con relación a la empresa.

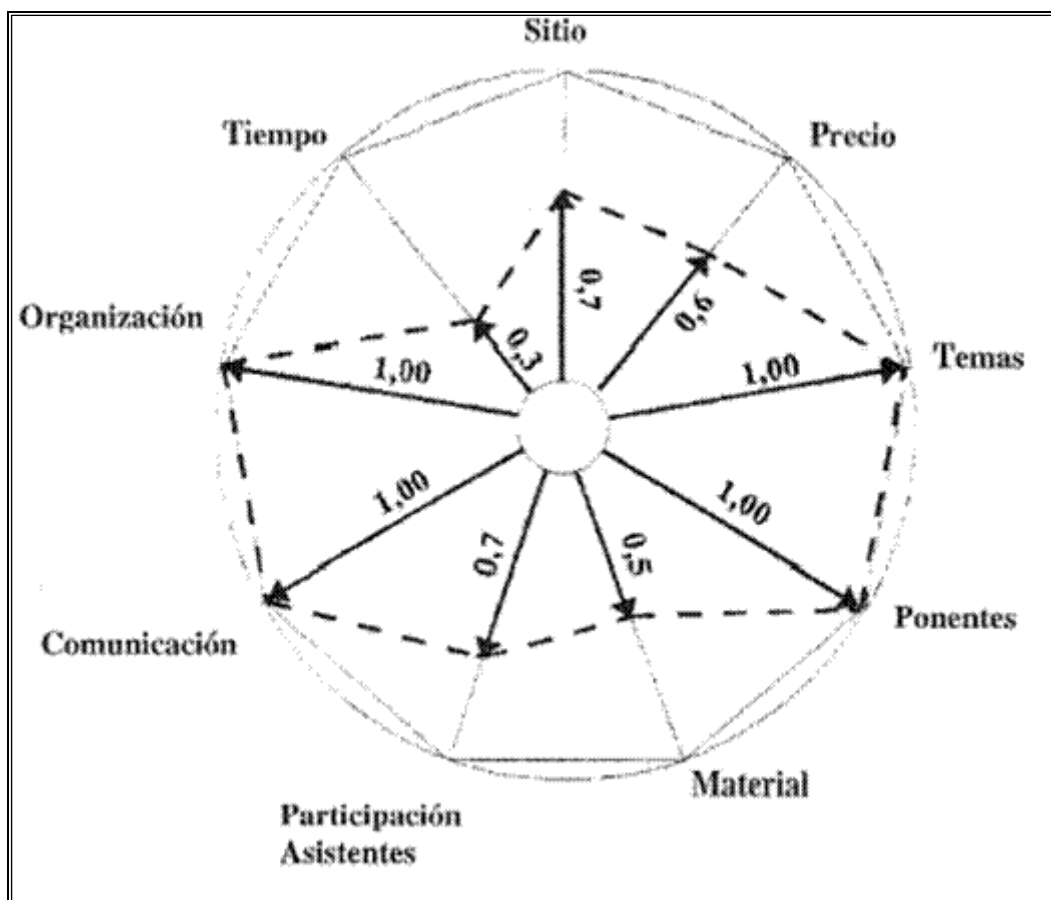
Este tipo de análisis puede ser llevado adelante mediante encuestas o entrevistas a clientes, potenciales clientes, proveedores, canales de distribución, líderes de opinión y público en general. Para el caso del análisis de la comunicación empresarial se puede desarrollar un análisis de contenido de todas las comunicaciones corporativas: publicidades, prensa, actividad en redes, promociones y páginas web, teniendo en cuenta información, modo de presentación y enumeración de los atributos de empresa comunicados.

II.1.7.5. El ideograma y el imagograma

Para identificar el estado de situación de la organización a nivel de identidad e imagen, Sanz de la Tajada (1994), propone el desarrollo de dos tipos de gráficas denominadas ideograma e imagograma. Ambas gráficas consisten en gráficos radiales que pueden confeccionarse una vez realizadas las auditorías de identidad e imagen de la organización. Se enumeran una serie de atributos y se los pondera entre 0 a 1, en donde 1 es el mayor nivel alcanzado y 0 el menor. Para el caso, Sanz de la Tajada propone comparar los ideogramas e imagogramas actuales y deseados conformando en la comparación nuevos gráficos denominados correspondientemente como identigramas e imagogramas. Se ha pensado utilizar este tipo de gráficos para comparar los ideogramas y los imagogramas de las empresas a fusionar o a adquirir. Cuantas más diferencias se perciban en el gráfico, más incompatibles serán las empresas entre sí.

En la figura siguiente se ejemplifican los atributos ponderados de una institución educativa.

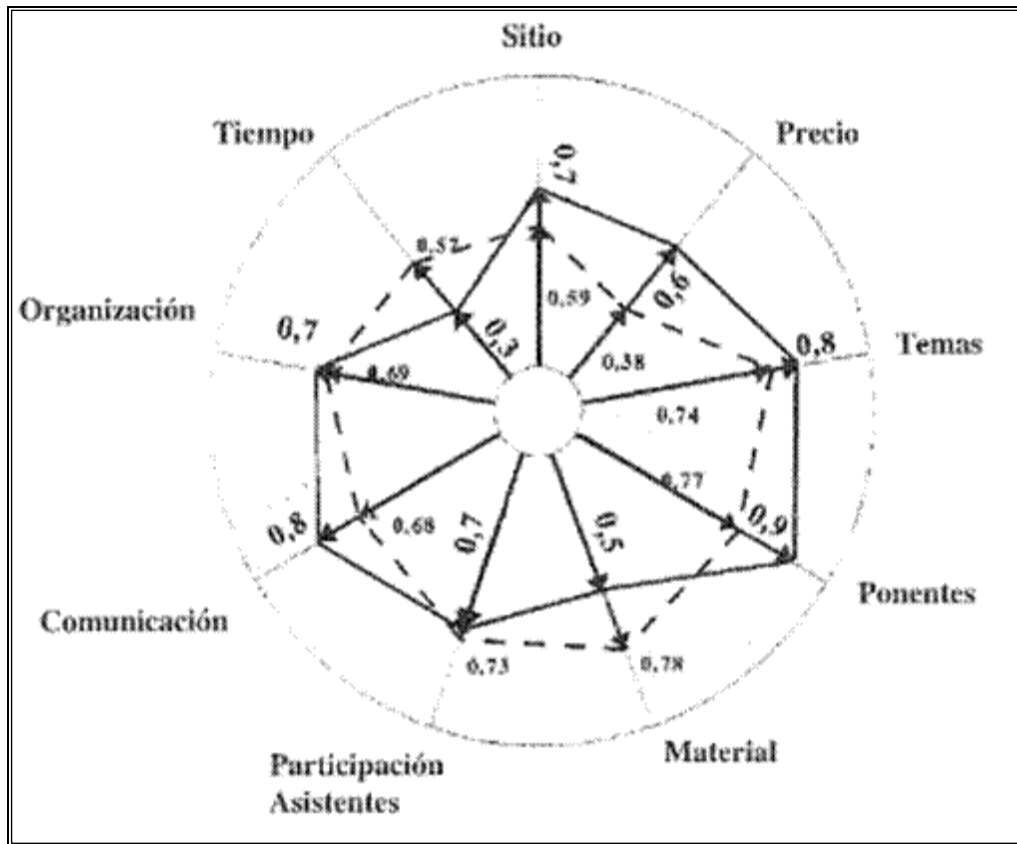
Figura 1. Atributos ponderados de una institución educativa.



Fuente: Extraído de Sanz de la Tajada, L. A. (1994).

Como puede observarse en la figura, los atributos se colocan en su posición fuera del círculo y cada uno de los atributos a su vez posee una calificación que va del 0 al 1. Al momento de comparar la identidad actual con la identidad a conseguir, la figura quedaría de la siguiente manera:

Figura 2. Atributos ponderados a conseguir de la misma institución educativa.



Fuente: Extraído de Sanz de la Tajada, L. A. (1994).

En este caso, cada atributo posee dos ponderaciones: la actual y la deseada. Esta misma figura puede ser utilizada para comparar los atributos de identidad de dos empresas y verificar el nivel de diferencia o coincidencia por atributos.

II.2. Estado del arte

Se desarrolló en consideración de la normativa de fusión de las empresas en México, como pauta conceptual y legislativa que fundamenta el presente trabajo.

II.2.1. Características del Mercado Mexicano

Las características propias de las empresas mexicanas más allá de su tamaño y conformación son las siguientes:

- Presencia de factores estructurales e infraestructurales que inciden negativamente sobre las empresas.
- Competencia globalizada.
- Escasez de recursos financieros.
- Transformación de sus mercados.
- Aumento en riesgos de inversión.
- Debilidad u obsolescencia tecnológica.
- Inercia gerencial.
- Variabilidad de conocimientos e información.
- Separación industria-investigación académica.
- Falta de planeación estratégica.
- Desigual cultura de calidad.
- Incidencia de los elementos del cambio mundial.

Estas características ambientales que inciden negativamente en las organizaciones impactan más fuertemente en las pequeñas y medianas empresas “Pymes” que no logran obtener un crecimiento sostenido, ya que se encuentran obligadas a competir con empresas de mayor capacidad financiera, mejores canales de distribución y mayor tecnología. Otro de los problemas que deben sortear las pequeñas y medianas empresas es la falta de una adecuada línea de créditos pensada para el sector. Debido a este tipo de dificultades, se menciona como aconsejable la realización de procesos de fusión entre pequeñas y medianas empresas afín de conseguir un mayor nivel competitivo en el mercado.

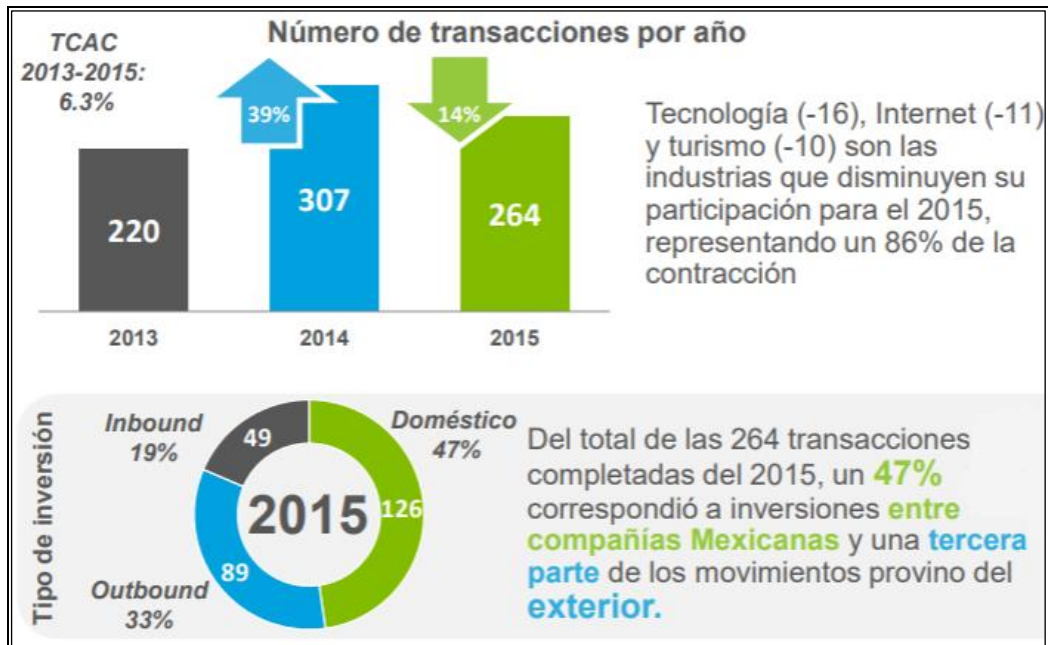
El sector de las pequeñas y medianas empresas resulta de alta relevancia en un país como México en donde el 90% de las empresas son pequeñas y familiares. Además, las fusiones no solo se consideran beneficiosas a nivel competitivo sino también a nivel fiscal y financiero ya que en México la transferencia de acciones y activos en procesos de fusión no se consideran como una enajenación, entonces las transferencias de activos están libres de impuestos.

Teniendo en cuenta las facilidades normativas en los casos de fusión de empresas, el mercado mexicano resulta ser atractivo para las empresas transnacionales, además, se debe agregar la existencia de un vasto y fuerte mercado interno que lo hace un foco muy importante para empresas de distintos sectores industriales. Dentro del mercado latinoamericano, tanto Brasil como México lideran el ranking en cuanto a procesos de adquisición y fusión. El año 2005 fue el mejor para México ya que en estos procesos se calculó un monto negociado cercano a los 10,500 millones de dólares. En cuanto a los sectores industriales, los sectores minería y metal-acero representaron el 70% de todas las operaciones en materia de fusiones. Como por ejemplo la venta de la minera México a Southern Perú y la compra de Hylsamex por el grupo Techint de Argentina.

El análisis de las tendencias de las fusiones y adquisiciones de México, muestran algún tipo de estancamiento hasta el año 2014, con valores similares obtenidos por los años 2006 y 2007. Aún en este mismo estudio se afirmó que existe una estacionalidad de siete a ocho años en la actividad de fusiones que se vio aumentado con las últimas fusiones de estos años mostrando un aumento en el tamaño del mercado.

A modo de ejemplo, se tiene que desde la consultora Deloitte (2016), la siguiente ilustración respecto de la evolución de estas operaciones en el país.

Ilustración 1: Evolución del número de transacciones



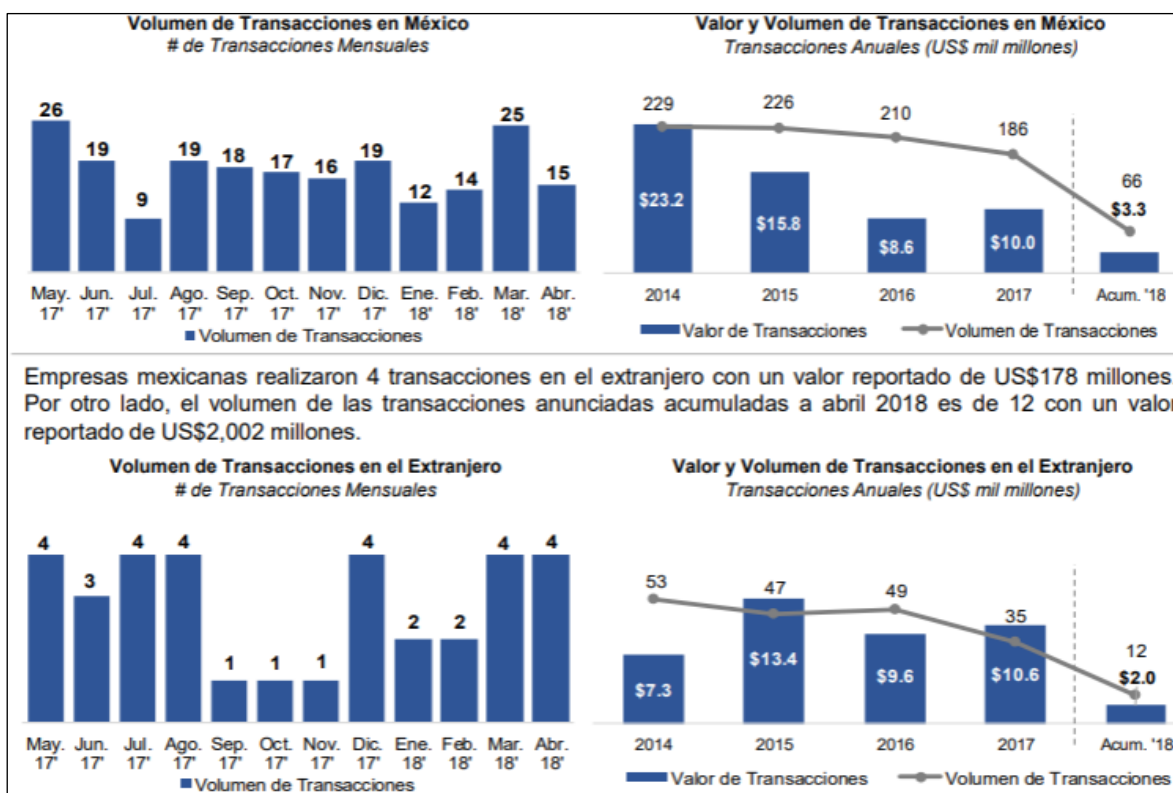
Fuente: Deloitte (2016)

En relación a la evolución anterior se puede ver que en el año 2013 el aumento de las transacciones fue del 39% y para el año 2015 una caída del 14%.

En vías de obtener continuidad en la evolución del mercado de fusiones de México se tiene que, Seale y Associate (2018), afirman que el volumen de las transacciones disminuyó en el año 2015 y para los próximos años, hasta el último año del cual se tiene información, 2017, la merma no cesó.

La disminución en el volumen de transacciones realizadas muestra que también, en la siguiente ilustración que también mermó el monto de las operaciones realizadas para los años subsiguientes hasta el año 2017.

Ilustración 2: Evolución de las transacciones 2018.



Fuente: Seale y Associate (2018)

En relación a la posición a nivel de la región de habla hispana que se ubica en el continente americano desde, Deloitte (2017), afirman que México, se encuentra entre los seis países de Latinoamérica de mayor nivel de transacciones ocurridas en el año 2017, a pesar de la merma observada de los últimos años, es más se ubica dentro del segundo país de la región con mayor cantidad de acuerdo y montos negociados. En términos concretos, según Deloitte (2017),

México significó el 15% del mercado de fusiones y adquisiciones latinoamericano en cantidad de transacciones durante el año 2017 con un total del 144 acuerdos. Además en términos de inversión realizada, las operaciones significaron USD 8.583 millones, un 35% menos que lo registrado el año anterior (p. 11).

Entre los sectores de mayor actividad en acuerdos se encuentran las empresas relacionadas a los productos de consumo masivo con un 29% de los acuerdos, 21% manufacturas, 18% energía y recursos naturales, liderando el podio.

En relación al tipo de capital involucrado en las fusiones o adquisiciones, el 43% de los acuerdos celebrados en el país tienen origen mexicanos, en un 96,8%, seguidos por capitales de Colombia, y El Salvador, mientras que Estados Unidos celebró el 24% de los acuerdos totales y la Unión Europea el 22% de los mismos.

En relación a los distintos factores que pueden afectar a la evolución de las transacciones de fusiones y adquisiciones de empresas, se tiene que, para el año 2018, Salles (2018), afirma los siguientes efectos económicos:

- La renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte podrá generar ingreso de nuevas tecnologías y oportunidades de comercio.
- Altos niveles de inflación, que generan incertidumbre. En este sentido la inflación afecta a las tasas de interés que se deberán elevar para evitar la salida de capitales y el desinterés por la plaza de inversiones económicas.
- Disminución de las expectativas de consumo y de inversión.
- Alza en el tipo de cambio producto del contexto externo.

II.2.2. Normativas de la fusión

La naturaleza de la fusión de la sociedad puede ser considerada en unos casos, que se trata de una forma de disolver una sociedad sin liquidarla, es decir, se trata de una sucesión universal entre personas morales, tal como sería el caso de la herencia entre personas físicas, pero en este caso entre “vivos”. Se puede considerar que, desde el punto de vista legal, la fusión no implica la disolución de la sociedad, sino la extinción de la personalidad jurídica, mediante su integración o incorporación en otra. El artículo 229 de la Ley General de Sociedades Mercantiles vigente, no la incluye como una de las causas de disolución y aun cuando podía considerarse que cabría dentro del supuesto señalado en la fracción tercera de

dicho artículo, que es el de disolución por acuerdo de los socios, se puede distinguir que la finalidad del acuerdo de disolución es distinta al de la fusión

No basta decir que en la fusión existe una disolución sin liquidación o que es una disolución abreviada; ya que la disolución, como lo indica su nombre, tiene como finalidad el desintegrar, disolver o desunir, los diversos elementos de la sociedad y en especial, el desvincular a los socios de la corporación de la cual forma parte y obtener cada uno la devolución de sus aportaciones. Es decir, existe un desinterés en continuar incorporado a una organización social. En cambio, en la fusión la finalidad no es la desintegración de los socios, sino por el contrario, su unión con otros, y no se desea la devolución de las aportaciones, sino en todo caso la sustitución de sus respectivas acciones o partes sociales en una sociedad por las acciones o partes sociales de otra de mayor amplitud. La extinción de la disolución o desintegración de sus elementos, razón por la cual la Ley habla en su artículo 224 de que la sociedad que subsiste o la que resulta de la fusión, tomará a su cargo los derechos y obligaciones de las sociedades extinguidas sin mencionar en forma alguna el que se hayan disuelto ya que, como he dicho, más que de una desintegración, se trata de una integración de los elementos de una sociedad en otra más amplia.

Por otra parte, en la Ley Federal de Competencia (2017), se establece que se puede impugnar y sancionar a los monopolios cuyo objeto o efecto sea disminuir, dañar o impedir la competencia respecto de bienes o servicios iguales, similares o sustancialmente relacionados. En el capítulo III artículo 16 se las definen como la fusión, adquisición del control o cualquier acto por virtud del cual se concentren sociedades, asociaciones, acciones, partes sociales, fideicomisos o activos en general que se realice entre competidores, proveedores, clientes u otros agentes económicos. A continuación, la misma ley establece en su artículo 17, los requisitos necesarios para configurar un monopolio:

- Confiera a la empresa que se fusiona o al adquiriente el poder de fijar precios unilateralmente o restringir sustancialmente el abasto o suministro en el

mercado relevante, sin que los agentes competidores puedan, actual o potencialmente, contrarrestar dicho poder.

- Tenga como objeto indebidamente desplazar a otros agentes económicos o impedir el acceso al mercado relevante.
- Tenga por objeto o efecto facilitar a los participantes el ejercicio de las prácticas monopólicas.

De esta manera, cualquier sociedad puede fusionarse con otra siempre y cuando cumpla con los requisitos que se establece en la presente ley.

Según la Ley de Sociedades Mercantiles vigente pueden existir dos tipos de fusiones:

1. La fusión pura o por integración: es aquella en la cual desaparecen todas las sociedades y surge como consecuencia una nueva (art. 41).
2. La fusión por incorporación o absorción: consiste en la presencia de una o más sociedades que se incorporan a otra ya existente, transmitiéndole de esa manera sus recursos (art. 42).

Además, la fusión podrá tener efecto cuando se produzcan algunas de las siguientes actividades:

- Cuando se pagan todas las deudas de las sociedades.
- Cuando se deposite el importe del pasivo en una institución de crédito y se efectúe la publicación del certificado de depósito en el periódico de la localidad.
- Cuando se consigue el consentimiento expreso de todos y cada uno de los acreedores de las sociedades que se fusionarán.
- Cuando el proceso de fusión traiga como consecuencia la extinción de las sociedades y la creación de una nueva.

La normativa vigente pone en posición beneficiosa a los procesos de fusión. Así las leyes fiscales de México no consideran a las fusiones como una actividad

gravada ya que no se considera una enajenación de bienes y por lo tanto, no se encuentra gravado de acuerdo con lo dispuesto por la Ley del Impuesto al Valor Agregado en la normativa vigente, se define a la enajenación de bienes como toda transmisión de propiedad, aun en el caso en que el enajenante se reserva el dominio de lo enajenado con excepción a los actos de fusión y escisión.

Con respecto a la situación laboral de los trabajadores en el proceso, la ley protege a los trabajadores acorde a lo expresado en el artículo 41 de la Ley Federal de Trabajo. Dicho artículo determina que la situación del patrón no afectará las relaciones de trabajo de la empresa o establecimiento. En este tipo de procesos conviven por un período de tiempo los patrones salientes y los nuevos patrones. Así, la ley establece que el patrón a sustituir será solidariamente responsable junto con el nuevo patrón de las obligaciones derivadas de las relaciones laborales por un período de seis meses. Luego de transcurrido este plazo, la responsabilidad correrá únicamente de parte del nuevo patrón. El término de seis meses se contará a partir de que se da aviso a los trabajadores de la sustitución.

Las organizaciones se encuentran obligadas a informar al Instituto mexicano del seguro social con respecto a las compañías intervinientes y la compañía fusionada resultante a fin de poder determinar el grado de riesgo y la prima con que debe cotizar la nueva empresa resultante.

En los casos de fusión de sociedades, los trabajadores de las compañías adquiridas, se les hace un traspaso de patrón con la compra o fusión de las empresas conservando usualmente todas sus prestaciones como antigüedad, premios y días de vacaciones.

II.2.3. Procedimiento de fusión

El artículo 222 de la Ley General de Sociedades Mercantiles establece que la fusión de varias sociedades deberá ser decidida por cada una de ellas en la forma y términos que corresponda, según su naturaleza. Esto implica que el primer paso para llevar a cabo la fusión consiste en la resolución tomada por cada una de las

sociedades, la cual debe tomarse por el órgano competente de la sociedad, de acuerdo con su naturaleza, de acuerdo con la ley y sus Estatutos Sociales.

a) Naturaleza. Este acuerdo de fusión constituye una declaración de voluntad unitaria si se ve desde el punto de vista externo respecto de cada una de las sociedades. Sin embargo, puesto que toda fusión implica la integración de dos o más sociedades, debe existir un pre-convenio o una negociación anterior llevada a cabo en todo caso por los órganos de representación de la empresa o por sus diversos socios, ya que, una sociedad no puede tomar el acuerdo de fusión, sin que una diversa sociedad esté dispuesta también a llevarla adelante.

Ahora bien, el que cada sociedad deba tomar por separado la resolución, tal como lo establece el artículo 222, es necesario en virtud de que dicho acuerdo, visto desde el punto de vista interno de la sociedad, requiere la realización de un acto colectivo. Tomar la decisión de fusión en una sociedad, implica el que no sean los órganos de representación los que puedan, aun cuando tuvieren facultades amplísimas de disposición, llevar a cabo dicho procedimiento, sin la conformidad de los socios, ya que por sus efectos, estos verán altamente afectadas sus posiciones de socio al pasar a formar parte de otra sociedad preexistente o de una nueva creación, situación de tal manera trascendente que inclusive en algunas de las sociedades, la inconformidad del socio le permitirá retirarse. Esto implica el que se trate de un verdadero acto colectivo como son todas aquellas resoluciones de la sociedad cuya competencia es de las asambleas, ya que en ellas se requiere la expresión de la voluntad de cada uno de los diversos socios que la integran, a fin de conformar una voluntad unitaria, atribuible jurídicamente a la sociedad como unidad, pero que afecta los intereses de cada uno de ellos en lo particular.

b) Requisitos de ley del acuerdo de fusión. Para formar esa voluntad unitaria de cada sociedad, mediante la cual se resuelva la fusión, el acuerdo debe tomarse según el tipo de sociedad de que se trate, por la junta de socios o la Asamblea respectiva. 1) En primer lugar, se requiere en las sociedades de personas, que exista el quórum necesario para que sea válido el acuerdo y así se ve que en la

sociedad en nombre colectivo, el acuerdo deberá tomarse por unanimidad de los socios, a no ser que en los Estatutos Sociales se haya establecido que puede tomarse por mayoría de votos, según lo establece el artículo 34 de la Ley General de Sociedades Mercantiles, situación aplicable también a la sociedad en Comandita Simple, de acuerdo con dispuesto por el artículo 57 de la citada ley, por remisión que hace al precepto anterior.

En las Sociedades de Responsabilidad Limitada, si esta va a ser la fusionante, se requerirá también el acuerdo unánime de todos los socios, a no ser que en los Estatutos se establezca que baste el acuerdo de la mayoría que represente cuando menos las tres cuartas partes del capital social para que pueda acordarse la fusión, ya que esta implicaría la admisión de nuevos socios, para lo cual se requiere dicho quórum, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 65 de la Ley mencionada, pero si la sociedad fuera la fusionada, bastará que en la asamblea respectiva se tome el acuerdo por la mayoría de socios que representen por lo menos las tres cuartas partes del capital social, salvo los casos en los que la sociedad fusionante tenga un objeto social distinto al de la fusionada, en cuyo caso se requerirá la unanimidad de votos. Todo esto de acuerdo con lo dispuesto por el artículo 83 de la ley mencionada. En las sociedades por acciones, el acuerdo respectivo deberá ser tomado en una asamblea extraordinaria, de conformidad con el artículo 182 fracción séptima de la Ley citada, es decir, que, si los estatutos no establecen un quórum mayor, el acuerdo deberá ser tomado necesariamente por el voto favorable de las acciones que representen la mitad del capital social.

En estas asambleas deberán computarse para efectos de determinar los quóruns de asistencia y votación, inclusive las acciones preferentes o de voto limitado que, por disposición expresa de la Ley, tienen derecho a participar en esa resolución, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 113 de la citada Ley. Tratándose de Sociedades Anónimas que estén administradas por un Consejo de Administración, se requerirá previamente el acuerdo del Consejo respectivo, a fin de convocar a la asamblea. Las reglas aplicables a la Sociedad Anónima en este aspecto son también procedentes en el caso de la Sociedad Comandita por

Acciones, según lo dispuesto en el artículo 208 de la ley mencionada. 2) Información Financiera. De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 223 de la Ley, debe contarse con un balance o información financiera a fin de hacer público el estado de la sociedad, para los efectos que más adelante se precisarán, y desde luego, dicha información financiera también será de utilidad para los socios al momento de deliberar sobre el acuerdo que haya de tomarse. La Ley dice que dicho balance sea el último de la sociedad, por lo que se debe precisar qué es lo que quiere decir con esto la Ley. Desde luego es obligatoria la elaboración de la información financiera para las sociedades anónimas y comanditas por acciones, así como en las de capital variable, de acuerdo con lo señalado en los artículos 172, 208 y 214 de la Ley General de Sociedades Mercantiles y por razones de carácter fiscal es conveniente para todos los demás tipos de sociedades.

Esto quiere decir que el último balance o información es el que debió haberse elaborado al cierre del último ejercicio social. Resultaría absurdo que una sociedad presentara un balance de tres o cuatro ejercicios anteriores, con el pretexto de que es el último elaborado, puesto que la finalidad de este, para los efectos de la fusión, sería ineficaz. Ahora bien, si la sociedad por cualquier razón, después de su último balance anual obligatorio, practica uno nuevo, este es el último y en consecuencia este es el que deberá presentar y no el último anual obligatorio y además se puede señalar la conveniencia, tanto para los socios como los terceros, de que se practique una información financiera especial al caso de tomarse el acuerdo de fusión, puesto que reflejará de una manera más actual el estado de la sociedad al momento de tomarse el acuerdo respectivo. En la práctica, la información financiera, especialmente al presentarse a los socios y a terceros, reporta únicamente las conclusiones del balance. Sin embargo, lo más conveniente es, para estos casos, por lo que se verá más adelante, que ya sea en dichas conclusiones o como anexo a las mismas, se presente claramente detallada la relación de acreedores de la sociedad.

En relación al procedimiento que se debe de enfrentar al momento del establecimiento de las fusiones, la Ley General de Sociedades Mercantiles, en el

artículo 182 más allá de afirmar que la misma se debe realizar en asamblea extraordinaria, enuncia que una vez celebrado el acuerdo se debe inscribir en el Registro Público de Comercio (RPC) y se publicará en el sistema electrónico establecido por la Secretaría de Economía. Así, según la ley antes mencionada, se debe afirmar que una fusión no tendrá efecto legal sino fuese inscrita en el anterior Registro Público de Comercio.

II.2.4. Visión de las fusiones y adquisiciones

El análisis de los factores que influyen en las fusiones y adquisiciones entre empresas, para determinar su éxito implica el análisis de dos visiones o enfoques complementarios para confrontar la hipótesis del presente trabajo. El desarrollo de los enfoques planteados en cuestión de análisis de fusiones, tiene importancia en su desarrollo en función de la hipótesis planteada de manera general en el trabajo sobre que durante el proceso no sólo debe analizarse el mismo desde el punto de vista de factores financieros, sino también con respecto a factores intangibles, por lo que el desarrollo de los mismos en términos sintéticos permitirá dar cuenta de las diferencias entre ambos, tanto sean estas positivas o negativas.

Las visiones que se analizan pueden dividirse en aquella relacionada a las fusiones entre empresas que se realizan por cuestiones financieras y por otro lado al análisis de los factores que integran el patrimonio intangible como parte esencial en la fusión.

Con relación a la primera visión en que los factores financieros resultan el factor esencial para la fusión y/o adquisición entre empresas existen diferentes modelos económicos que respaldan dicho estudio. La metodología que sustenta este análisis centra sus esfuerzos en la valoración de las empresas que se encuentran en el proceso de fusión o adquisición, para luego dimensionar cuál es el valor final que tendrá la operación. En esta búsqueda de medición existen distintas metodologías de estudio para la valuación de empresas, flujos descontados de fondos, valor de

los dividendos, método del fondo de comercio, “EBITDA” múltiple, y el método de “Capital Asset Pricing Model”.

En relación con la valoración financiera en la literatura actual existe una gran cantidad de modelos relacionados a estos objetivos, los cuáles se analizaron en el marco teórico, con relación a los patrimonios intangibles que se encuentran incorporados en la fusión la evidencia de modelos es diferente.

El estudio de la segunda visión en relación a la valoración y evaluación de las fusiones y adquisiciones de empresas, desarrolla el inicio de la segunda hipótesis planteada por el presente trabajo, como lo es, la implementación de un “Due Diligence” concentrado en la identificación de las variables que minimicen los riesgos en diversas áreas de la empresa, generará la oportunidad de realizar una oferta vinculante con un enfoque que justifique realizar una transacción de fusión o adquisición con altas posibilidades de éxito en los resultados posteriores a la misma.

La medición de los distintos intangibles como la cultura e identidad de la empresa, así como su imagen y comunicación empresarial implica la utilización de fuentes de información referidas al relevamiento de percepciones de los entrevistados respecto de cuáles son dichos “ítems”. El estudio de la percepción, tanto a nivel interno como a nivel externo de la empresa, es decir relacionado con los clientes de esta, implica un esfuerzo por parte del investigador de entender el concepto de percepción y como se adquiere.

En general, los distintos planteamientos teóricos sobre cómo ocurre la percepción han discrepado sobre una serie de cuestiones conceptuales básicas y, de alguna manera, contrapuestas, en la literatura.

Un grupo de pensadores han considerado que la percepción depende fundamentalmente de la naturaleza misma de nuestros sistemas perceptivos, mientras que otros han defendido que son las características de los estímulos las que determinan el modo en que ocurre la percepción. Con relación a la aplicación de esta visión dentro de la empresa, los primeros autores afirman que los sistemas

inherentes a los individuos condicionan la percepción del entorno empresarial en el que se desarrollan. Mientras que el segundo grupo de pensadores afirman que las percepciones de los individuos están en función de cuáles son los incentivos que desde la empresa se genere.

Por otra parte, es posible diferenciar entre planteamientos teóricos de carácter holístico, ya que consideran que la percepción es un proceso que debe entenderse de forma integrada y de manera interdisciplinaria, y teorías de carácter atomista o molecular, las cuales mantienen que la percepción es el resultado de aspectos progresivamente más complejos. Estas visiones centran su análisis en cuestiones más biológicas o fisiológicas respecto de la percepción que de la influencia que el agente puede realizar a la empresa y viceversa.

Las teorías sobre la percepción también se diferencian entre aquellas que enfatizan el papel de la información estimular y los patrones de activación de los sistemas sensoriales y las que consideran la percepción debida fundamentalmente al conjunto de conocimientos sobre el aspecto de los objetos de los que la persona dispone y que ha adquirido a lo largo de la evolución y/o el aprendizaje.

En función de los tres grupos de teorías analizadas se puede vislumbrar que este concepto de percepción sobre una actividad, empresa o teoría es un concepto subjetivo que debe analizarse a nivel estadístico desde esta óptica para alcanzar una correcta medición y exposición de los datos provistos. En esta vía de análisis todo diagnóstico sobre una organización y aún más, en la fusión de una de ellas con otra del mercado, requiere no sólo conocer la estructura financiera de las mismas sino también las características de las personas que la componen y la percepción que ellas tienen de su organización. La percepción que los empleados involucrados en una fusión, según Chavarría y Vargas (2015) influye en el comportamiento de estos y, por ende, en una serie de factores tales como la productividad, satisfacción, efectividad y perdurabilidad en el tiempo a través de la creación y profundización de sinergias positivas para la fusión o adquisición realizada.

III. Criterios metodológicos

Para el desarrollo de la presente investigación, se utilizaron los siguientes criterios metodológicos:

Enfoque

El enfoque del presente estudio fue mixto, cuantitativo en el sentido de la aplicación de un cuestionario para obtener información de variables cuantitativas y cualitativo por la realización de entrevistas para profundizar en este aspecto. En ambos casos para analizar las características principales que determinan el grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones a partir de indicadores de las áreas financiera, de recursos humanos, de operaciones y de marketing en casos de fusiones y/o adquisiciones de empresas mexicanas.

Tipo

El tipo de investigación fue aplicada ya que se pretende solucionar una problemática vigente, sustantiva y estratégica para las empresas.

Diseño

El diseño fue: No experimental, transeccional, correlacional-causal, ya que, retrospectivamente, las variables ya han ocurrido, no aconteció manipulación intencionada de variable alguna y se recolectaron y describieron de manera particular y correlacional los datos a partir de informantes en un único momento de análisis (Hernández Sampieri, Fernández-Collado & Baptista Lucio, 2010).

Modo

El modo en esta investigación fue documental y de campo, documental para actualizarse en los conceptos y métodos utilizados, que sirvieron de base para generar un nuevo modelo y/o método. De campo porque se acudió a las empresas para la aplicación de las encuestas y realización de las entrevistas;

Lugar

Esta investigación se realizó en la ciudad de Chihuahua, Chihuahua durante los meses de Marzo de 2017 a Diciembre de 2018.

Población, unidad de análisis, muestra y criterios de selección

La población considerada en el estudio estuvo representada por la totalidad de casos de adquisiciones y/o fusiones empresariales en México que involucrados en procesos de fusión y/o adquisición y que cumplieran con los lineamientos específicos de los diversos indicadores financieros requeridos (Ventas, Patrimonio, Utilidad bruta y EBITDA) y que se tenía acceso a la información para analizar los activos intangibles como complemento a estos indicadores financieros, llevándonos a una población de setenta empresas y con ello elaborando una muestra no probabilística de cinco empresas por el acceso a la información mencionada (Anheuser-Busch In Bev -AB-INBEV- & Grupo Modelo -Cerveza Corona-, Grupo Herdez & Nutrisa, Telmex y América Móvil, Citi-Banamex y Bimbo). Por su parte, en las mismas se consideró la totalidad de ejecutivos de las empresas/ casos de adquisiciones y/o fusiones analizadas, mismos que participaron de alguna u otra forma en los procesos mencionados, basándose en las nóminas de empleados⁵ de cada empresa/ caso analizado.

Respecto los trabajadores de las anteriores empresas, partiendo del hecho que realmente se desconoce el tamaño de la población (dado que no se sabe de antemano la totalidad de trabajadores que participaron en los procesos de adquisición y/o fusión), se conformó una muestra no aleatoria de sujetos voluntarios aplicada a 60 trabajadores, 12 por cada empresa/ caso.

⁵ Las mismas se obtuvieron por conformidad de las empresas respetando el anonimato de cada uno de ellos y sin mostrar los nombres propios de las personas.

Los criterios para la selección de los trabajadores de las empresas seleccionadas, consideró los siguientes:

- Criterios de inclusión:
 - Ser trabajador contemporáneo al estudio de alguna de las empresas/ casos de adquisición y/o fusión analizadas.
 - Ser trabajador de 21 años o mayor.
 - Ser trabajador de cualquier sexo.
 - Ser trabajador que ha participado en el proceso de adquisición y/o fusión empresarial sin importar el rol llevado a cabo el cuál fue satisfecho preguntando sobre tal participación al momento de presentar las intenciones del estudio.

- Criterios de exclusión:
 - No manifestar consentimiento de participación.
 - Tener una antigüedad laboral en el mismo puesto de trabajo y empresa menor a 2 años.

Variables e indicadores

En la siguiente tabla se presentan y caracterizan tipológicamente las variables estudiadas:

Tabla 11. Variables analizadas.

Variable	Tipo	Función
Perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones	Cualitativa	Dependiente
Sinergia en los procesos de fusiones y/o adquisiciones	Cuantitativa	Independiente
Características de los procesos de fusiones y/o adquisiciones empresariales	Cualitativa/ cuantitativa	Independiente

Fuente: Elaboración propia.

Por su parte, en la siguiente tabla se presenta la operacionalización de las anteriores variables.

Tabla 12. Operacionalización de las variables analizadas

Variable	Dimensiones	Indicadores	Categorías
Perdurabilidad	Éxito en los procesos de fusiones y/o adquisiciones de empresas en México	Características de los procesos de fusiones y/o adquisiciones empresariales	Capital humano
			Capital de capacidades
Sinergia	Éxito en los procesos de fusiones y/o adquisiciones de empresas en México	Características de los procesos de fusiones y/o adquisiciones empresariales	Capital humano
			Capital de capacidades
Características de los procesos de	Éxito en los procesos de	Área financiera	1. Totalmente en desacuerdo

fusiones y/o adquisiciones empresariales	fusiones y/o adquisiciones de empresas en México		2. En desacuerdo
			3. De acuerdo
			4. Totalmente de acuerdo
		Área de recursos humanos	1. Totalmente en desacuerdo
			2. En desacuerdo
			3. De acuerdo
			4. Totalmente de acuerdo
		Área de operaciones	1. Totalmente en desacuerdo
			2. En desacuerdo
			3. De acuerdo
			4. Totalmente de acuerdo
		Área de marketing	1. Totalmente en desacuerdo
			2. En desacuerdo
			3. De acuerdo
			4. Totalmente de acuerdo

Fuente: Elaboración propia.

Para medir las fusiones, ya sea de manera tradicional, es decir por medio de los indicadores económicos y financieros, o bien por medio de evaluar los conceptos de patrimonio intangibles, presentará las particularidades respecto al tipo de recolección de datos, variables y análisis, el mismo se realiza con el objetivo de establecer indicadores de cada una de las áreas analizadas y de la escala total. Los indicadores que se utilizarán serán simples ponderaciones de una participación

igualitaria para cada una de las sub áreas dentro del total y para el caso del Indicador de Escala Total se utilizará un indicador en el cual se analicen dos grupos, el análisis financiero de casos y el análisis del patrimonio intangible.

Análisis estadístico

En relación con el estudio estadístico de medias en distintas poblaciones, se afirma que las distintas comparaciones múltiples de las medias para diferentes muestras permiten examinar cuáles medias son diferentes y estimar el grado de diferencia. La estimación de la diferencia entre medias sobre datos obtenidos en poblaciones con características similares permite obtener resultados que son asiduamente utilizados en análisis cualitativos de percepción de los individuos, así mismo, el análisis de medias debe estar indicado por hipótesis claramente presentadas que busquen contrastar relaciones entre las variables analizadas a los fines de poder trabajar con intervalos de confianza, Chiang (2006).

El análisis de medias se encuadra dentro del estudio de la Estadística inferencial, que comprende las bases lógicas mediante las cuales se establecen conclusiones relacionadas con poblaciones a partir de los resultados obtenidos en muestras. Las técnicas estadísticas pueden utilizarse para confirmar hipótesis de trabajo o bien para explorar conjuntos de datos sin hipótesis previas. Una hipótesis alcanzó su confirmación cuando se diseña un estudio con el propósito de hacerlo, es decir los test estadísticos utilizados tienen como finalidad obtener un resultado resolutivo de si se confirma o no la misma.

Análisis de Medias

Para profundizar acerca del análisis de medias, en términos estadísticos se utiliza cuando el investigador desea comprobar si los valores de una característica, en este caso particular las categorías referidas en las variables definidas en el patrimonio de intangibles son posibles de cuantificar.

Chiang (2006), afirma que el análisis ANOVA evalúa la importancia de uno o más factores al comparar las medias de la variable de respuesta en los diferentes niveles de los factores. En este caso particular, la utilización de este modelo implicará encontrar cuáles son los factores del patrimonio intangible que difiere en cada una de las diferentes fusiones planteadas como análisis de casos. La hipótesis nula establece que todas las medias de la población (medias de los niveles de los factores) son iguales mientras que la hipótesis alternativa establece que al menos una es diferente.

En la elaboración de un ANOVA, resulta necesario tener una variable de respuesta cuantitativa continua y al menos un factor categórico con dos o más niveles. En este caso particular la variable continua se aplicará sobre la fusión o adquisición de las distintas empresas, mientras que los factores categóricos que se analizarán en cuatro posibles niveles serán las áreas de operaciones, de recursos humanos, de marketing y financiera. Cada una de las áreas posee diferentes preguntas que se contestan como variables cualitativas a través de la escala de Likert, con al menos cuatro posibles elecciones al respecto, estos representando los factores de discriminación de la variable cuantitativa continua.

Los análisis ANOVA requieren datos de poblaciones que sigan una distribución aproximadamente normal con varianzas iguales entre los niveles de factores. Una prueba estadística planteada por Chiang (2006) como posible para la estimación de la existencia de varianzas iguales es el método de Levene.

El método de cálculo de la prueba de Levene es una modificación del procedimiento de Levene (Levene, 1960) desarrollado por Brown y Forsythe (1974). Este método considera las distancias de las observaciones con respecto a la mediana de la muestra en lugar de la media de la muestra. La posibilidad de utilizar la mediana como medida de una muestra como referencia en vez de la media, hace que la prueba de varianzas resulte más poderosa y sólida en poblaciones pequeñas. Resulta necesario recordar que una de las particularidades de la media como

medida de los momentos de una población posee la desventaja de encontrarse sesgada en poblaciones o muestras de pocas observaciones.

Con relación a la regla de decisión detrás del análisis del estadístico de Levene es, si el valor p es menor que el nivel α , se rechaza la hipótesis nula de que las varianzas son iguales, en caso contrario se acepta la hipótesis nula de que las varianzas sean iguales.

La fórmula que se utiliza para la aplicación de la prueba de Levene es,

$$S_i^2 = \frac{\sum_{j=1}^{n_j} (x_{ij} - \bar{x})^2}{(n_i - 1)}$$

Donde

S_i^2 = resultado de la prueba

$i = 1, \dots, k$ numero de los diferentes casos muestreados

$j = 1, \dots, n_i$ valor de la variable medida

x_{ij} = media y mediana del "i" esimo grupo.

A pesar del no cumplimiento de los supuestos anteriores, los procedimientos de ANOVA funcionan bastante bien incluso cuando se viola el supuesto de normalidad, a menos que una o más de las distribuciones sean muy asimétricas o si las varianzas son bastante diferentes. Las transformaciones del conjunto de datos original pueden corregir estas violaciones.

Una forma de transformar el conjunto de datos de observaciones simples a otro tipo de agrupación de datos conocido como percentiles, los cuales forman parte de las distintas medidas de posición que se utilizan en estadística, tanto inferencial como descriptiva. Según Vilchis Rodríguez (2014), los percentiles, cuartiles y deciles también pueden ser considerados medidas de dispersión, para lo cual define a los mismos en función del uso que se les otorga a dichas medidas en estadística descriptiva.

En el caso particular de los percentiles, Vilchis Rodriguez (2014) define a los mismos como los valores de una variable continua que dividen un conjunto de datos clasificados en 100 subconjuntos iguales, donde cada conjunto de datos posee 99 percentiles. La obtención para el conjunto de datos que se dispone de una encuesta puede realizarse de manera sencilla a través del programa estadístico SPSS 20.0 como una acción estandarizada de medida de posición central. Resulta necesario destacar que los percentiles, como así también los deciles y los cuartiles, forman parte de los conocidos cuantiles en estadística descriptiva, es decir, parámetros de una distribución. En cierto modo pueden ser considerados como medidas de centralización (la mediana es uno de ellos) y también como medidas de dispersión (algunas pueden construirse a partir de ellos) pero en realidad son medidas de posición.

La estructura de los indicadores, tanto a nivel de la Escala Total como para el caso del área financiera, área de marketing, área de recursos humanos y área de operaciones, posee la siguiente estructura;

$$\text{Índice} = \sum_{i=1}^n \alpha_i * P_i$$

La anterior fórmula muestra el proceso de ponderación que se utilizará para la estimación de los índices que se utilizarán para los distintos aspectos a evaluar. El α_i a la participación que la categoría en cuestión tiene dentro total y P_i es el aspecto a evaluar. En la siguiente tabla resumen de las ponderaciones se puede observar que las ponderaciones de las relaciones financieras y de patrimonio intangible son el 50% para cada una. En relación a las variables incluidas en el patrimonio intangible se tiene que todas las áreas, financiera, marketing, recursos humanos y operaciones tienen el mismo peso sobre el patrimonio intangible.

Tabla 13. Ponderaciones

Índices	Categoría	Ponderación (α_i)
Total	Relaciones Financieras	0.50
	Patrimonio Intangible	0.50
Patrimonio Intangible	Área Financiera	0.25
	Área de Marketing	0.25
	Área de Recursos Humanos	0.25
	Área de Operaciones	0.25

Fuente: Elaboración Propia

A su vez, en relación con las ponderaciones internas de cada una de las preguntas que forman parte del cuestionario validado para las áreas financieras, de marketing, de recursos humanos y de operaciones, la composición de estas, tienen una participación equitativa que surgen del cociente entre la pregunta particular y el total de preguntas por áreas. En la siguiente Tabla se especifican el total de preguntas por cada área y la ponderación que enfrenta cada una de ellas en el total.

Cada pregunta, dentro de las distintas áreas del patrimonio intangible, a su vez tiene su propia ponderación, es decir que cada cuestionamiento del área financiera tiene una ponderación de 0.091, cada pregunta del área de marketing tiene una ponderación de 0.143, del área de recursos humanos, 0.111 y por último, del área de operaciones tiene la misma ponderación que la de marketing de 0.143.

Tabla 14. Ponderaciones Internas por Área

Categoría	Cantidad de Preguntas	Ponderación (α_i)
Área Financiera	11	0.091
Área de Marketing	7	0.143
Área de Recursos Humanos	9	0.111
Área de Operaciones	7	0.143

Fuente: Elaboración Propia

Una vez realizadas las observaciones correspondientes a las participaciones que las categorías generales y particulares tienen en los distintos indicadores, es necesario realizar un análisis referido a qué se revisará dentro de las categorías.

En el caso particular del patrimonio intangible, como el mismo sirvió de fuente de información a partir de un cuestionario en el que las posibilidades de respuesta se encuentran dispuestas según la escala de Likert, es necesario especificar que el análisis que se realizará es con relación al total por área. En la siguiente Tabla se especifica cuál es el máximo puntaje posible de alcanzar en cada una de las áreas.

Tabla 15. Valor máximo por categoría

Categoría	Cantidad de Preguntas	Valor Máximo alcanzable
Área Financiera	11	44
Área de Marketing	7	28
Área de Recursos Humanos	9	36
Área de Operaciones	7	28

Fuente: Elaboración Propia

En función de estos máximos obtenidos por cada categoría, el valor total que puede asumir el total del análisis del patrimonio intangible es de 136 puntos cuando

el encuestado afirme estar en total acuerdo con las preguntas realizadas. Sin embargo, el análisis que se realizará por la gran disponibilidad de información será una estimación por medio de la creación de percentiles de la media de cada categoría, su desviación estándar en cada una de ellas y el coeficiente de variación.

Recolección de datos

Técnicas e instrumentos de recolección de datos

La técnica de recolección de datos fue la encuesta. Se utilizó un cuestionario construido especialmente para los fines de esta investigación, pero con base en los estudios de Anaya Vélez (2014) y Restrepo, Vélez, Méndez, Rivera y Mendoza (2009), y los aportes documentales de Rubio (2012), y el cual fue sometido a un proceso de validación. El diseño original del mismo se caracterizó por poseer 34 valores con escalamiento de Likert de cuatro puntos: 4=Totalmente de acuerdo, 3=De acuerdo, 2=En desacuerdo y 1=Totalmente en desacuerdo; así conformando una escala total asociada a las características principales que determinan el grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones. Estos valores se subdividieron en cuatro subescalas, según se describen en la siguiente tabla.

Tabla 16. Estructuración del cuestionario inicial según distribución de los valores por subescala.

Subescala	Valores
Área financiera	1 a 11
Área de recursos humanos	12 a 20
Área de operaciones	21 a 27
Área de marketing	28 a 34

Fuente: Elaboración propia.

Previamente a describir las fuentes de validación del segundo enfoque, relacionadas enteramente con el instrumento de recolección de datos, se describieron los aspectos propios del procedimiento de recolección de datos. El mismo se caracterizó por invitar, inicialmente, a participar a ejecutivos de las empresas que conformaron las unidades de análisis de los casos/empresas estudiadas.

La selección de aplicar la encuesta únicamente a los ejecutivos, radicó, según afirma Zozaya Gonzáles (2007), en que,

El éxito de una operación de fusión o de compra estará muy ligada a la correcta estructuración de la oportunidad, teniendo en cuenta multitud de factores, tales como los recursos de las empresas, las restricciones legales y regulatorias, el entorno macroeconómico, etc. (p. 8).

Esta afirmación, según la autora contextualiza que la oportunidad de un negocio se plantea y se analiza en el contexto de la alta gerencia de las empresas, ya que serán ellos quienes tienen la responsabilidad de analizar el proceso previo y posterior de la fusión o adquisición de una empresa.

A su vez, la autora remarca que los principales problemas que se pueden observar en estos procesos ocurren por,

... la incapacidad de superar los retos prácticos, con la negligencia para mantener una comunicación permanente, clara y abierta, tanto interna como externa, con evidenciar poco respeto hacia la otra empresa, su gente, su metodología de trabajo o sus logros o con la dilación en proveer un liderazgo reconocido, visible y accesible (Zozaya Gonzáles, 2007, p. 9).

Lo anterior ocurre entre los directivos en no aceptar factores intangibles antes mencionados en el análisis.

Si bien el análisis anterior afirma que es conveniente realizar el estudio de las distintas variables tenidas en cuenta como factores intangibles para los distintos directivos, también es necesario destacar que para un posible análisis el cuestionario utilizado puede extenderse en su uso para una mayor cantidad de entrevistados que pertenezcan a empresas donde se realicen fusiones.

A los ejecutivos participantes se les envió el cuestionario en formato digital, anexando una breve descripción de los objetivos del estudio, así como un formulario de consentimiento informado y la petición de devolución en un lapso máximo de 2 semanas.

En el Anexo A se presenta el formulario de consentimiento, enviado a los participantes del estudio.

El proceso de validación en sí consistió en la realización de dos pruebas iniciales: de validez de contenido (orientada a valorar cualitativamente si los valores elegidos para el cuestionario son indicadores de lo que se pretende medir) y de fiabilidad como consistencia interna (como parte de una prueba piloto, orientada a medir el grado de acuerdo que existe entre los diversos valores, el nivel de interdependencia), en este caso mediante el coeficiente Alfa de Cronbach, cuyo valor oscila entre 0 y 1, siendo el instrumento de buena consistencia (dependencia) cuando el valor es superior a 0.700 (Arribas, 2004).

De esta manera, para la condición de validez de contenido, en la cual se precisó someter a prueba el cuestionario. Así, a través de la prueba de validez se constató que no hubo problema alguno en la interpretación del cuestionario ni en su contestación, según las propias afirmaciones y percepciones de una pequeña muestra de la población de estudio elegida para esta etapa de construcción del instrumento.

Se desarrollaron dos pruebas piloto, una para cada versión planteada del cuestionario, midiendo el “Alfa De Cronbach” para la escala total y cada subescala. La segunda versión del cuestionario incluyó los mismos valores originales

relacionados con el problema del estudio, sumando 3 valores sobre datos sociodemográficos (edad, sexo y antigüedad en la empresa). Para las pruebas piloto (pruebas de fiabilidad), se consideró una muestra de 20 individuos, 4 ejecutivos de cada empresa/ caso de adquisición y/o fusión, individuos que luego formaron parte del estudio total.

En la siguiente tabla se presentan los resultados de ambas pruebas piloto, considerando los coeficientes Alfa de Cronbach⁶ para la escala total y distintas subescalas.

Tabla 17. Coeficientes Alfa de Cronbach para las pruebas piloto del cuestionario versiones inicial y modificada a partir de la prueba de validez de contenido.

Escala/ subescala	Versión original		Versión modificada	
	Alfa de Cronbach	Fiabilidad	Alfa de Cronbach	Fiabilidad
Escala total	0.528	Moderada	0.954	Muy buena
Subescala Área financiera	0.29	Débil	0.902	Muy buena
Subescala Área de recursos	0.185	Pobre	0.828	Muy buena
Subescala Área de operaciones	0.218	Débil	0.825	Muy buena
Subescala Área de marketing	0.362	Débil	0.88	Muy buena

Fuente: Elaboración propia.

De esta manera, y considerando las valoraciones cualitativas de fiabilidad según Arribas (2004), la versión modificada se seleccionó como la versión definitiva del cuestionario a implementar, cuyo formulario se dispuso en el Anexo B. Por ende, se adicionó la variable Aspectos sociodemográficos, como variable cualitativa e interventora, en la siguiente tabla complementando su operacionalización.

⁶ El mismo fue calculado a partir de la correlación entre los valores como una función del número de valores del instrumento y la correlación media entre los valores.

Tabla 18. Operacionalización y descomposición en dimensiones de la variable:
Aspectos sociodemográficos como consecuencia de la modificación del
cuestionario mediante la validación de contenido.

Variable	Dimensiones	Indicadores	Categorías
Aspectos sociodemográficos	Edad	Edad particular de los informantes	Sin categorías a priori, estableciendo categorías etarias a posteriori mediante cálculo de percentiles
	Sexo	Género de los informantes	1. Femenino 2. Masculino
	Antigüedad en la empresa	Antigüedad del informante en la empresa (caso de fusión y/o adquisición)	Sin categorías a priori, estableciendo categorías de antigüedad a posteriori mediante cálculo de percentiles

Fuente: Elaboración propia.

Cronograma de actividades

En el siguiente cuadro se procede a realizar un resumen a través de la herramienta del Diagrama de Gantt donde el objetivo principal es organizar el proceso de elaboración del trabajo en relación a una secuencia ordenada de actividades llevadas a cabo para el alcance del objetivo del presente estudio.

Tabla 19. Diagrama de Gantt

Actividades	Tiempos																			
	Mes 1				Mes 2				Mes 3				Mes 4				Mes 5			
1. Análisis de la situación nacional de F&A	■	■	■	■																
2. Selección y definición del problema		■	■	■																
3. Definición de los objetivos			■	■																
4. Justificación y antecedentes				■	■															
5. Formulación de hipótesis					■															
6. Desarrollo del marco teórico						■	■	■												
7. Estado actual de la problemática							■	■												
8. Desarrollo del criterio metodológico								■	■											
9. Procesamiento de información									■	■	■	■	■	■	■					
10. Análisis de información													■	■	■	■	■			
11. Propuesta																		■	■	
12. Conclusiones																			■	■

Fuente: Elaboración propia

IV. Procesamiento de la información

Encuestas a ejecutivos de empresas/ casos de fusiones y/o adquisiciones

Las estrategias de análisis para validar el modelo de la investigación versaron en dos enfoques específicos: descriptivo e inferencial.

Respecto al primero, se realizaron análisis estadísticos descriptivos para caracterizar la muestra y los resultados de la escala total y cada subescala del cuestionario. Estos últimos resultados partieron de la obtención de sumas aritméticas para la escala total (1-34 valores) y cada subescala (según distribución de valores ya presentada), considerando el escalamiento de Likert de cuatro puntos.

Así, se calcularon medias, intervalos de confianza al 95% (IC 95%), medianas, desviaciones típicas (Dt), mínimos, máximos, frecuencias absolutas, porcentajes. También se realizaron pruebas de chi-cuadrada para evaluar la existencia de diferencias estadísticamente significativas entre los recuentos de categorías de las variables nominales, para la muestra de 60 empleados que formaron parte de un proceso de fusiones o adquisiciones entre empresas. Por su parte, las puntuaciones directas de la escala total y las subescalas fueron transformadas a percentiles para así obtener una valoración cualitativa respecto de la posición media en cada serie de datos.

Respecto del análisis de la información obtenida en las encuestas, se realizaron análisis estadísticos inferenciales para, primero, determinar diferencias de los puntajes de la escala total y cada subescala según parámetros sociodemográficos. La herramienta específica a utilizar se determinó subsecuentemente en función a los resultados de las pruebas de Kolmogorov-Smirnov (distribución normal) y Levene (homogeneidad de las varianzas) (Guisande González et al., 2006).

Todos los análisis estadísticos se llevaron a cabo con el paquete estadístico SPSS 20.0, utilizando un nivel de significación $p < 0.05$.

Análisis de la información

IV.1. Encuestas a ejecutivos de empresas sobre los casos de fusiones y adquisiciones analizados para validar el modelo.

IV.1.1. Análisis descriptivo

IV.1.1.1. Caracterización de la muestra

IV.1.1.1.1. Edad

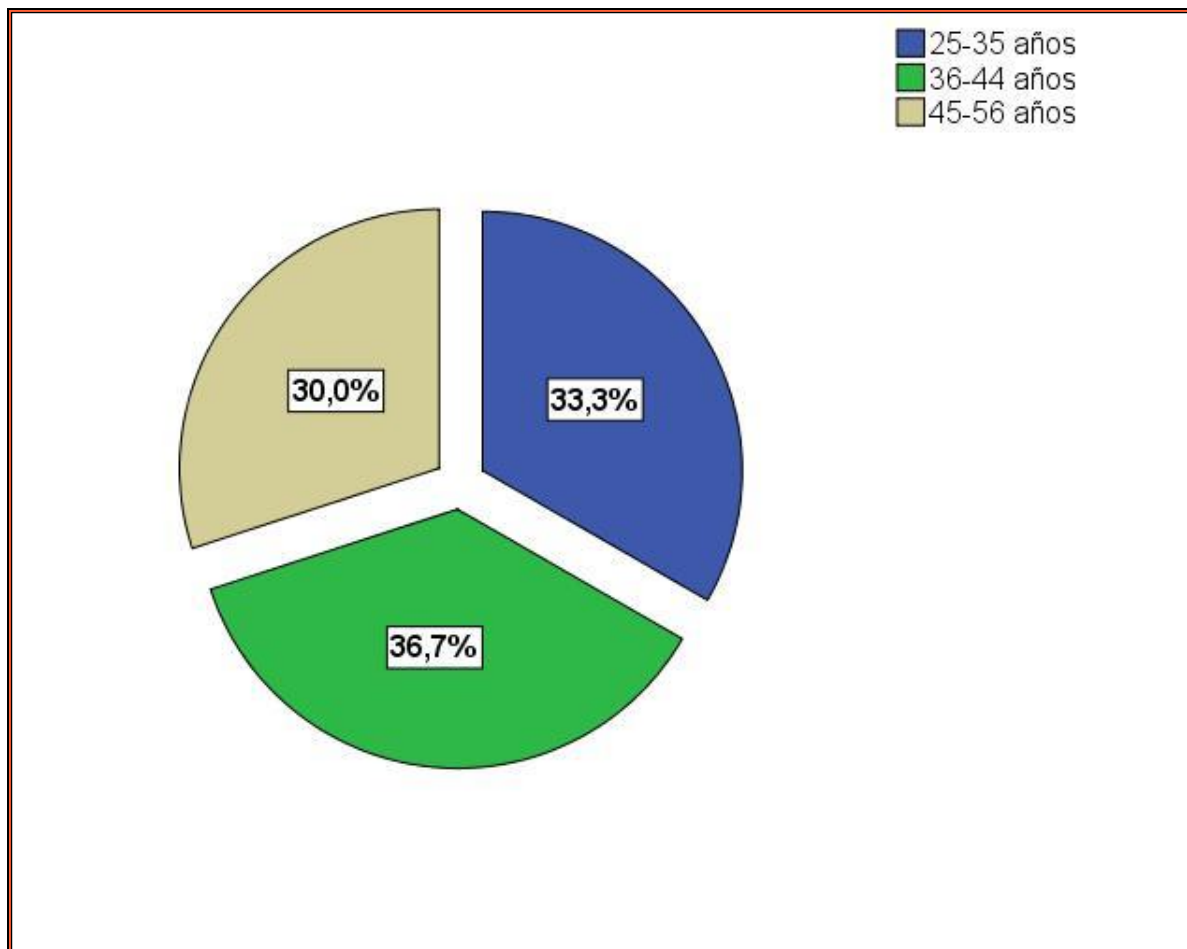
Primeramente se caracterizó la muestra mediante sus aspectos sociodemográficos, determinando así factores para la discriminación de resultados posteriores mediante análisis de varianza. Esto se justifica ante la intención de verificar tendencias de opinión según estos factores.

Respecto de la muestra total, la edad como variable cuantitativa continua, arrojó una media de 39.43 años (IC 95%=37.31-41.55 años), Dt=8.204 años, mediana=38.50 años, mínimo=25 años y máximo=56 años.

A partir de este rango de edad, se decidió definir tres categorías etarias mediante el cálculo de los percentiles $P_{33,33}=35.33$ años y $P_{66,67}=43.67$ años. Así, los participantes se diferenciaron en tres categorías etarias, recordando los valores mínimo y máximo: 25-35 años, 36-44 años y 45-56 años.

En este sentido, considerando la edad como variable cualitativa nominal, se halló una relación mayor cantidad de participantes de 36-44 años ($n=22$), en comparación con aquellos de 25-35 años ($n=20$) y, finalmente, de 45-56 años ($n=18$), según se aprecia en la siguiente figura.

Figura 3. Porcentajes asociados a los recuentos de participantes según su edad (n=60).



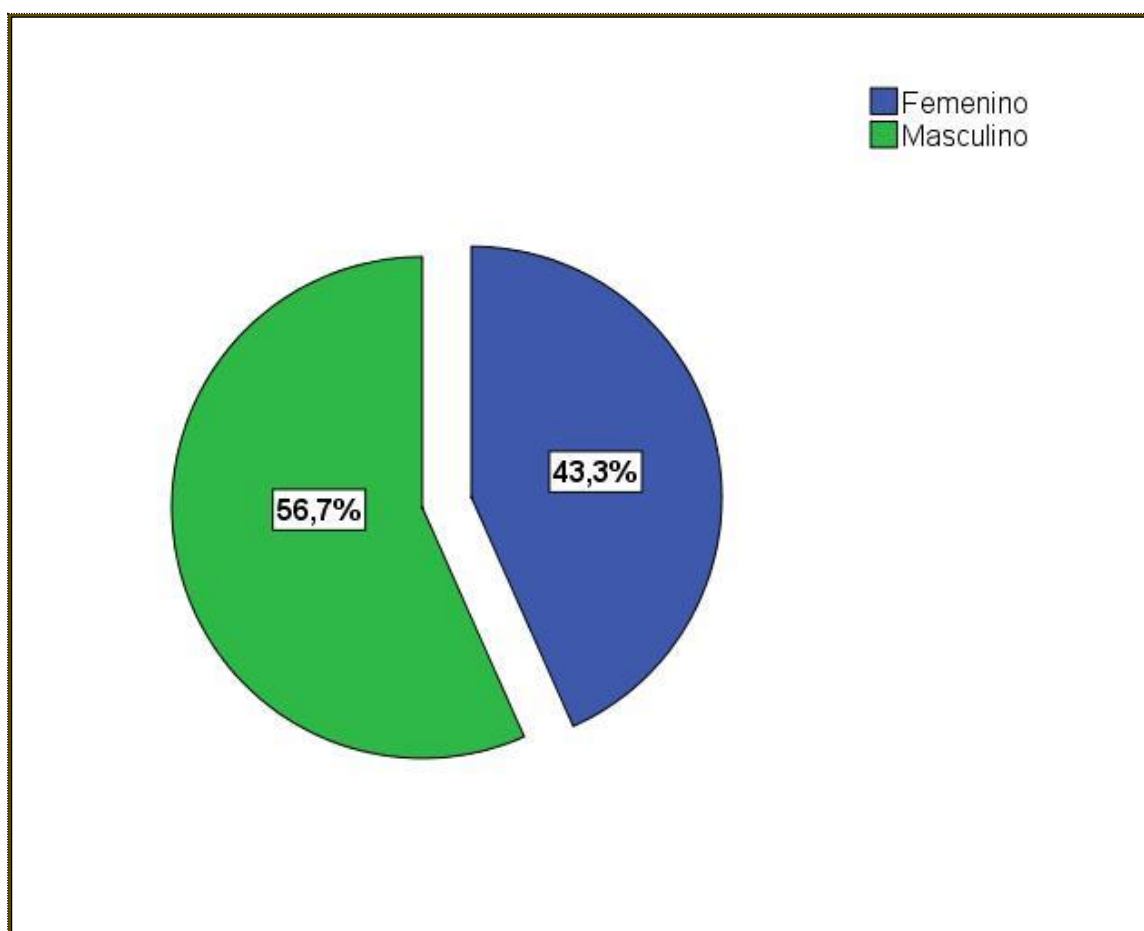
Fuente: Elaboración propia.

Considerando estos valores de recuento, no se hallaron diferencias estadísticamente significativas ($p > 0,05$) al aplicar la prueba de chi-cuadrado ($\chi^2=0.400$; $p=0.819$; 2 gl), ello implicando equivalencia estadística entre las categorías etarias definidas a posteriori mediante el cálculo de percentiles.

IV.1.1.1.2. Sexo

Respecto del género de los encuestados, en la muestra total se halló una mayor cantidad de varones (n=34) en comparación con las mujeres (n=26), según se presenta en la siguiente figura.

Figura 4. Porcentajes asociados a los recuentos de participantes según su sexo o género (n=60).



Fuente: Elaboración propia.

Estos resultados de frecuencia no se asociaron con diferencias estadísticamente significativas ($p > 0.05$) ($\chi^2=1.067$; $p=0.302$; 1 gl), ello implicando equivalencia estadística entre las categorías de género de los participantes.

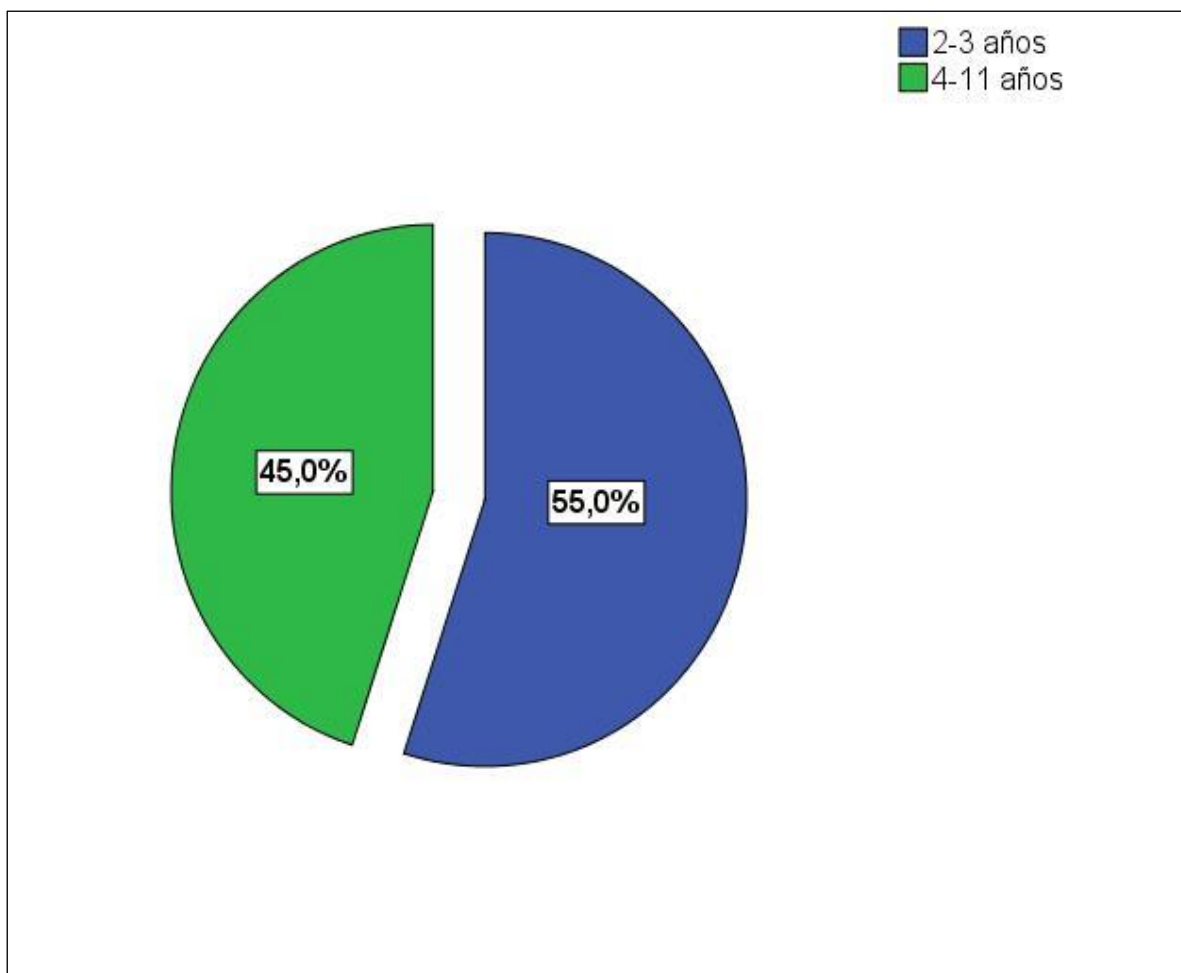
IV.1.1.1.3. Antigüedad

Respecto de la antigüedad de los trabajadores en su puesto y empresa actual, como variable cuantitativa continua se halló una media de 4.20 años (IC 95%=3.67-4.73 años), Dt=2,065 años, mediana=3.00 años, mínimo=2 años y máximo=11 años.

A partir de este rango de antigüedad, muy reducido, se decidió definir solo dos categorías mediante el cálculo del percentil P_{50} =mediana=3,00 años. Así, los participantes se diferenciaron en dos categorías de antigüedad, recordando los valores mínimo y máximo: 2-3 años y 4-11 años.

En este sentido, considerando la antigüedad como variable cualitativa nominal, se halló una ligeramente mayor cantidad de participantes con antigüedad de 2-3 años (n=33) en comparación con aquellos de 4-11 años (27), según se presenta en la siguiente figura.

Figura 5. Porcentajes asociados a los recuentos de participantes según categorías de antigüedad laboral (n=60).



Fuente: Elaboración propia.

Como podría estipularse, estos valores de recuento no se asociaron con diferencias estadísticamente significativas ($p > 0,05$) ($\chi^2=0,600$; $p=0,439$; 1 gl), ello implicando equivalencia estadística entre las categorías de antigüedad laboral de los participantes.

IV.1.1.2. Cuestionario

En la siguiente Tabla se adjunta un resumen de las estadísticas calculadas que fueron útiles para el análisis.

Tabla 20. Resumen de Estadísticas Descriptivas

Variable analizada	Media	Valor Máximo	Desviación Estándar	Coeficiente de Variación
Escala Total	113.82	136	14.287	13%
Área Financiera	35.85	44	5.011	14%
Área de Recursos Humanos	29	36	4.000	14%
Área de Marketing	24.65	28	3.096	13%
Área de Operaciones	24.32	28	2.972	12%

Fuente: Elaboración Propia

V.1.1.2.1. Escala total

Respecto de la escala total (suma aritmética de los puntajes de todos los valores del cuestionario), se halló una media de 113.82 (IC 95%=110.13-117.51), Dt=14.287, mediana=115.50, mínimo=90 y máximo=136.

Con esto se interpreta que hallándose la correspondencia $P_{47}=\text{media}$ (113.82), la tendencia de la muestra general indica que la misma posee un nivel ligeramente menor asociado a la interferencia de todas las características evaluadas respecto del grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones (indicadores de las áreas financiera, de recursos humanos, de operaciones y de marketing). Específicamente, esto se relaciona con el 46.7% de los participantes (n=28), indicando una tendencia de escala total media en la serie de datos, observándose que la desviación estándar de los datos respecto de la media alcanzada para la medición de todos los datos obtenidos es de 14.287.

IV.1.1.2.2. Subescala Área financiera

Respecto de la subescala Área financiera (suma aritmética de los puntajes de los valores 1-11 del cuestionario), se halló una media de 35.85 (IC 95%=34.56-37.14), Dt=5.011, mediana=34.50, mínimo=28 y máximo=44.

De esta manera, se interpreta que hallándose la correspondencia P_{51} =media (35,85), la tendencia de la muestra general indica que la misma posee un nivel medio asociado a la interferencia de las características del área financiera evaluadas respecto del grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones. Específicamente, esto se relaciona con el 51.7% de los participantes (n=31), indicando una tendencia de esta subescala ligeramente superior en la serie de datos.

IV.1.1.2.3. Subescala Área de recursos humanos

Respecto de la subescala Área de recursos humanos (suma aritmética de los puntajes de los valores 12-20 del cuestionario), se halló una media de 29.00 (IC 95%=27.97-30.03), Dt=4.000, mediana=29.00, mínimo=22 y máximo=36.

De esta manera, se interpreta que hallándose la correspondencia P_{50} =media (29.00), la tendencia de la muestra general indica que la misma posee un nivel medio asociado a la interferencia de las características del área de recursos humanos evaluadas respecto del grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones. Específicamente, esto se relaciona con el 50.0% de los participantes (n=30), indicando una tendencia superior en la serie de datos.

IV.1.1.2.4. Subescala Área de operaciones

Respecto de la subescala Área de operaciones (suma aritmética de los puntajes de los valores 21-27 del cuestionario), se halló una media de 24.32 (IC 95%=23.55-25.08), Dt=2.972, mediana=25.50, mínimo=20 y máximo=28.

De esta manera, se interpreta que hallándose la correspondencia P_{40} =media (24,32), la tendencia de la muestra general indica que la misma posee un nivel inferior asociado a la interferencia de las características del área de operaciones evaluadas respecto del grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones. Específicamente, esto se relaciona con el 40,0% de los participantes ($n=24$), indicando una tendencia inferior en la serie de datos.

IV.1.1.2.5. Subescala Área de marketing

Respecto de la subescala Área de marketing (suma aritmética de los puntajes de los valores 28-34 del cuestionario), se halló una media de 24.65 (IC 95%=23.85-25.45), $Dt=3.096$, mediana=26.00, mínimo=20 y máximo=28.

De esta forma, se interpreta que hallándose la correspondencia P_{34} =media (24.65), la tendencia de la muestra general indica que la misma posee un nivel inferior asociado a la interferencia de las características del área de marketing evaluadas respecto del grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones. Específicamente, esto se relaciona con el 33.3% de los participantes ($n=20$), indicando una tendencia inferior en la serie de datos.

IV.1.2. Análisis inferencial

Como instancia previa a la realización de todos los análisis inferenciales se estudiaron las propiedades estadísticas de las series de datos evaluadas en el estudio: su naturaleza distributiva, mediante la prueba de Kolmogorov-Smirnov, y la homogeneidad de la varianza, mediante la prueba de Levene.

Las series de datos en sí estuvieron representadas por las variables de la escala total y las cuatro subescalas componentes. Como factores, en principio las pruebas se llevaron a cabo con la edad categorizada. Esta primera evaluación de las series de datos discriminadas según edad (25-35 años, 36-44 años y 45-56 años) arrojó resultados heterogéneos (distribuciones normales $-p > 0.05$ - y no normales $-p < 0.05$), según se presenta en la siguiente tabla.

Tabla 21. Prueba de Kolmogorov-Smirnov para la escala total y subescalas del cuestionario, según categorías etarias.

Escala/ subescala	Categorías etarias	Kolmogórov-Smirnov		
		Estadístico	gl[1]	Sig.
Escala total	25-35 años	0.145	20	0,200*
	36-44 años	0.213	22	0.011
	45-56 años	0.189	18	0.088
Subescala Área financiera	25-35 años	0.229	20	0.007
	36-44 años	0.188	22	0.042
	45-56 años	0.25	18	0.004
Subescala Área de recursos humanos	25-35 años	0.225	20	0.009
	36-44 años	0.196	22	0.028
	45-56 años	0.239	18	0.008
Subescala Área de operaciones	25-35 años	0.24	20	0.004
	36-44 años	0.241	22	0.002
	45-56 años	0.297	18	0
Subescala Área de marketing	25-35 años	0.351	20	0
	36-44 años	0.335	22	0
	45-56 años	0.3	18	0

Fuente: Elaboración propia.

Nota: *. Este es un límite inferior de la significación verdadera; a. Corrección de la significación de Lilliefors.

[1] “gl” corresponde a la denominación abreviada de “grados de libertad”.

Respecto de la prueba de Levene, también se hallaron resultados heterogéneos (no homogeneidad de la varianza $-p < 0.05$ - y homogeneidad de la varianza $-p > 0.05$), según se presenta en la siguiente tabla.

Tabla 22. Prueba de Levene para la escala total y subescalas del cuestionario, según categorías etarias.

	Escala/ subescalas	Estadístico de Levene	gl1	gl2	Sig.
Escala total	Basándose en la media	1.26	2	57	0.291
	Basándose en la mediana	1.261	2	57	0.291
	Basándose en la mediana y con gl corregido	1.261	2	49.894	0.292
	Basándose en la media recortada	1.302	2	57	0.28
Subescala Área financiera	Basándose en la media	2.835	2	57	0.067
	Basándose en la mediana	1.662	2	57	0.199
	Basándose en la mediana y con gl corregido	1.662	2	48.974	0.2
	Basándose en la media recortada	2.675	2	57	0.078
Subescala Área de recursos humanos	Basándose en la media	6.257	2	57	0.003
	Basándose en la mediana	5.018	2	57	0.01
	Basándose en la mediana y con gl corregido	5.018	2	50.995	0.01
	Basándose en la media recortada	6.301	2	57	0.003
Subescala Área de operaciones	Basándose en la media	2.618	2	57	0.082
	Basándose en la mediana	1.78	2	57	0.178
	Basándose en la mediana y con gl corregido	1.78	2	48.454	0.179
	Basándose en la media recortada	2.672	2	57	0.078
Subescala Área de marketing	Basándose en la media	6.322	2	57	0.003
	Basándose en la mediana	1.924	2	57	0.155
	Basándose en la mediana y con gl corregido	1.924	2	37.699	0.16
	Basándose en la media recortada	6.113	2	57	0.004

Fuente: Elaboración propia.

En este sentido, se decidió trabajar con las series de datos no transformadas, así utilizando pruebas no paramétricas para los análisis inferenciales: ANOVA de Kruskal-Wallis, descartando la prueba U de Mann-Whitney dado que las categorías etarias obraron como factor determinante, al establecer tres muestras independientes.

IV.1.2.1. Escala total

En la siguiente tabla se presentan los resultados del ANOVA de Kruskal-Wallis para la escala total discriminada por los distintos factores sociodemográficos.

Tabla 23. ANOVA de Kruskal-Wallis para la escala total, según edad, sexo y antigüedad laboral.

Factor	Categoría	Media (IC 95%)	Dt	Mediana	Kruskal-Wallis
Edad (años)	25-35	107.60 (102.71-112.49)	10.44	108	$\chi^2=11.221$; $p=0.004^*$; 2 gl
	36-44	121.77 (115.29-128.25)	14.61	122	
	45-56	111.00 (104.20-117.80)	13.68	110	
Sexo	Femenino	115.54 (110.36-120.72)	12.83	119	$\chi^2=0.816$; $p=0.443$; 1 gl
	Masculino	112.50 (107.14-117.86)	15.37	112	
Antigüedad laboral (años)	2 años	115.52 (110.51-120.52)	14.11	120	$\chi^2=1.383$; $p=0.240$; 1 gl
	4 años	111.74 (106.01-117.48)	14.5	108	

Fuente: Elaboración propia.

Nota: * $p < 0.05$.

En este sentido, la tendencia de la muestra total respecto de la escala total (tendencia media hacia la interferencia de todos los aspectos de las subescalas sobre el grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones) fue independiente del sexo y antigüedad laboral de los encuestados ($p > 0.05$), sucediendo lo contrario respecto de la edad ($p < 0.05$). En este último caso, una mayor tendencia se correspondió con los encuestados de 36-44 años.

IV.1.2.2. Subescala Área financiera

En la siguiente tabla se presentan los resultados del ANOVA de Kruskal-Wallis para la subescala Área financiera discriminada por los distintos factores sociodemográficos.

Tabla 24. ANOVA de Kruskal-Wallis para la subescala Área financiera, según edad, sexo y antigüedad laboral.

Factor	Categoría	Media (IC 95%)	Dt	Mediana	Kruskal-Wallis
Edad (años)	25-35	33.25 (31.64-34.86)	3.45	33	$\chi^2=11.040$; $p=0.004^*$; 2 gl
	36-44	38.68 (36.32-41.05)	5.33	40	
	45-56	35.28 (33.05-37.51)	4.48	33	
Sexo	Femenino	36.46 (34.62-38.30)	4.56	38	$\chi^2=0.816$; $p=0.366$; 1 gl
	Masculino	35.38 (33.52-37.25)	5.35	33	
Antigüedad laboral (años)	2 años	36.33 (34.52-38.14)	5.11	38	$\chi^2=0.560$; $p=0.454$; 1 gl
	4 años	35.26 (33.31-37.21)	4.92	33	

Fuente: Elaboración propia.

Nota: * $p < 0.05$.

En este sentido, la tendencia de la muestra total respecto de la subescala Área financiera (tendencia media hacia la interferencia de estos aspectos sobre el grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones) fue independiente del sexo y antigüedad laboral de los encuestados ($p > 0.05$), sucediendo lo contrario respecto de la edad ($p < 0.05$). En este último caso, una mayor tendencia se correspondió con los encuestados de 36-44 años.

IV.1.2.3. Subescala Área de recursos humanos

En la siguiente tabla se presentan los resultados del ANOVA de Kruskal-Wallis para la subescala Área recursos humanos discriminada por los distintos factores sociodemográficos.

Tabla 25. ANOVA de Kruskal-Wallis para la subescala Área de recursos humanos, según edad, sexo y antigüedad laboral.

Factor	Categoría	Media (IC 95%)	Dt	Mediana	Kruskal-Wallis
Edad (años)	25-35	27.15 (26.02-28.28)	2.41	27	$\chi^2=8.206$; $p=0.017^*$; 2 gl
	36-44	31.00 (28.94-33.06)	4.64	30	
	45-56	28,61 (26.81-30.41)	3.62	29	
Sexo	Femenino	29.38 (27.96-30.81)	3.53	30	$\chi^2=0.800$; $p=0.371$; 1 gl
	Masculino	28.71 (27.19-30.22)	4.35	27	
Antigüedad laboral (años)	2 años	29.30 (27.89-30.71)	3.98	30	$\chi^2=0.664$; $p=0.415$; 1 gl
	4 años	28.63 (27.02-30.24)	4.07	27	

Fuente: Elaboración propia.

Nota: * $p < 0.05$.

En este sentido, la tendencia de la muestra total respecto de la subescala Área de recursos humanos (tendencia superior hacia la interferencia de estos aspectos sobre el grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones) fue independiente del sexo y antigüedad laboral de los encuestados ($p > 0.05$), sucediendo lo contrario respecto de la edad ($p < 0.05$). En este último caso, una mayor tendencia se correspondió con los encuestados de 36-44 años.

IV.1.2.4. Subescala Área de operaciones

En la siguiente tabla se presentan los resultados del ANOVA de Kruskal-Wallis para la subescala Área de operaciones discriminada por los distintos factores sociodemográficos.

Tabla 26. ANOVA de Kruskal-Wallis para la subescala Área de operaciones, según edad, sexo y antigüedad laboral.

Factor	Categoría	Media (IC 95%)	Dt	Mediana	Kruskal-Wallis
Edad (años)	25-35	23.30 (22.07-24.53)	2.64	24.5	$\chi^2=11.571$; $p=0.003^*$; 2 gl
	36-44	25.91 (24.74-27.08)	2.64	26	
	45-56	23.50 (22.00-25.00)	3.02	23	
Sexo	Femenino	24.73 (23.63-25.84)	2.74	26	$\chi^2=1.260$; $p=0.262$; 1 gl
	Masculino	24.00 (22.90-25.10)	3.14	25	
Antigüedad laboral (años)	2 años	24.76 (23.75-25.76)	2.84	26	$\chi^2=1.038$; $p=0.308$; 1 gl
	4 años	23.78 (22.55-25.00)	3.09	25	

Fuente: Elaboración propia.

Nota: * $p < 0.05$.

En este sentido, la tendencia de la muestra total respecto de la subescala Área de operaciones (tendencia inferior hacia la interferencia de estos aspectos sobre el grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones) fue independiente del sexo y antigüedad laboral de los encuestados ($p > 0.05$), sucediendo lo contrario respecto de la edad ($p < 0.05$). En este último caso, una mayor tendencia se correspondió con los encuestados de 36-44 años.

IV.1.2.5. Subescala Área de marketing

En la siguiente tabla se presentan los resultados del ANOVA de Kruskal-Wallis para la subescala Área de marketing discriminada por los distintos factores sociodemográficos.

Tabla 27. ANOVA de Kruskal-Wallis para la subescala Área de marketing, según edad, sexo y antigüedad laboral.

Factor	Categoría	Media (IC 95%)	Dt	Mediana	Kruskal-Wallis
Edad (años)	25-35	23.90 (22.45-25.35)	3.093	26	$\chi^2=10.048$; $p=0.007^*$; 2 gl
	36-44	26.18 (25.05-27.32)	2.557	26.5	
	45-56	23.61 (22.07-25.16)	3.109	23.5	
Sexo	Femenino	24.96 (23.85-26.07)	2.749	26	$\chi^2=0.037$; $p=0.847$; 1 gl
	Masculino	24.41 (23.24-25.58)	3.359	26	
Antigüedad laboral (años)	2 años	25.12 (24.09-26.15)	2.913	26	$\chi^2=0.640$; $p=0.424$; 1 gl
	4 años	24.07 (22.78-25.37)	3.269	26	

Fuente: Elaboración propia.

Nota: * $p < 0.05$.

En este sentido, la tendencia de la muestra total respecto de la subescala Área de marketing (tendencia inferior hacia la interferencia de estos aspectos sobre el grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones) fue independiente del sexo y antigüedad laboral de los encuestados ($p > 0.05$), sucediendo lo contrario respecto de la edad ($p < 0.05$). En este último caso, una mayor tendencia se correspondió con los encuestados de 36-44 años.

IV.1.3. Resumen de Datos de la Muestra

Una vez realizados los cálculos correspondientes a la caracterización de la muestra en torno al comportamiento de la Escala Total de las encuestas realizadas a los distintos entrevistados que forman parte de las empresas que fueron fusionadas, se procede a realizar algunos análisis de los datos obtenidos. El objetivo que persigue la interpretación de los datos obtenidos es que realicen algunos análisis generales para establecer algunas relaciones en función de si los factores analizados en el patrimonio intangible poseen o no interferencia en los resultados obtenidos en las fusiones o adquisiciones.

Recordando nuevamente el resumen de las variables analizadas con sus respectivos valores de estadísticas descriptivas

Tabla 28. Resumen de Estadísticas Descriptivas

Variable analizada	Media	Valor Máximo	Desviación Estándar	Coficiente de Variación
Escala Total	113.82	136	14.287	13%
Área Financiera	35.85	44	5.011	14%
Área de Recursos Humanos	29	36	4.000	14%
Área de Marketing	24.65	28	3.096	13%
Área de Operaciones	24.32	28	2.972	12%

Fuente: Elaboración Propia

Con respecto a la distancia de la media con respecto a los máximos valores alcanzables por el índice, en función de la categorización realizada por Likert, resulta evidente que el valor de la media se encuentra a una distancia menor cuando las opciones se acercan a estar de acuerdo con las decisiones tomadas en el proceso de fusión, pero no de manera total.

Tabla 29. Caracterización Escala Total

Categorización Likert	Valores Máximo	Distancia con la Media
Máximo si está totalmente de acuerdo	136	22.18
Máximo si está de acuerdo	102	-11.82
Máximo si está en desacuerdo	68	-45.82
Máximo si está totalmente en desacuerdo	34	-79.82

Fuente: Elaboración Propia

Con relación al Área Financiera, compuesto por once preguntas realizadas en las encuestas, para el total de datos utilizados la media alcanzada para el total de datos es de 35,85. Nuevamente la distancia que separa a la media de los posibles valores máximos en términos de las categorías de Likert es menor cuando el máximo está de acuerdo.

Tabla 30. Caracterización del Área Financiera

Categorización Likert	Valores Máximo	Distancia con la Media
Máximo si está totalmente de acuerdo	44	8.15
Máximo si está de acuerdo	33	-2.85
Máximo si está en desacuerdo	22	-13.85
Máximo si está totalmente en desacuerdo	11	-24.85

Fuente: Elaboración Propia

En cuanto al Área de Operaciones que posee un total de siete preguntas la media que alcanza el total de encuestas realizadas es de 24.32; lo que nuevamente sitúa a dicha media cercana al valor máximo alcanzado si la respuesta es “Está de Acuerdo”. En esta área, las preguntas relacionadas a las operaciones realizadas en las operaciones de las fusiones existen con un mayor grado de aceptación, es decir que la media se distancia en un menor porcentaje con el valor máximo de una puntuación de “Totalmente de Acuerdo” versus un valor máximo de una puntuación de “Acuerdo”.

Tabla 31. Caracterización del Área de Operaciones

Categorización Likert	Valores Máximo	Distancia con la Media
Máximo si está totalmente de acuerdo	28	3.68
Máximo si está de acuerdo	21	-3.32
Máximo si está en desacuerdo	14	-10.32
Máximo si está totalmente en desacuerdo	7	-17.32

Fuente: Elaboración Propia

En relación con el área de marketing, la media de 24.65 que alcanza el total de las encuestas realizadas, el comportamiento de esta es similar al observado en el área de operaciones, ya que la media se encuentra más próxima al valor máximo alcanzado cuando los entrevistados manifiestan estar totalmente de acuerdo con las preguntas realizadas.

Tabla 32. Caracterización del Área de Marketing

Categorización Likert	Valores Máximo	Distancia con la Media
Máximo si está totalmente de acuerdo	28	3.35
Máximo si está de acuerdo	21	-3.65
Máximo si está en desacuerdo	14	-10.65
Máximo si está totalmente en desacuerdo	7	-17.65

Fuente: Elaboración Propia

Por último, referente al área de recursos humanos donde se realiza un total de nueve preguntas el resultado de la media alcanza un valor de 29, siendo la distancia con los valores máximos a alcanzar un comportamiento similar a la escala total y el área financiera. La menor distancia entre la media central de posición, el valor máximo de las respuestas posiciona al área en aquellas respuestas más cercanas a “Está de Acuerdo”.

Tabla 33. Caracterización del Área de Recursos Humanos

Categorización Likert	Valores Máximo	Distancia con la Media
Máximo si está totalmente de acuerdo	36	7
Máximo si está de acuerdo	27	-2
Máximo si está en desacuerdo	18	-11
Máximo si está totalmente en desacuerdo	9	-20

Fuente: Elaboración Propia

En términos generales se puede afirmar que con relación a la percepción de los entrevistados respecto a cuáles son los factores de las fusiones que más influyen en el éxito de estas operaciones se puede afirmar que, en relación con el área financiera existe un alto grado de aceptación de las actividades realizadas. Si bien el grado de aceptación sobre la metodología de valuación y el cálculo de los activos intangible es alto, no es la mayor posible. Una dinámica similar a la observada en el área financiera la presenta el área de recursos humanos que posee una aceptación general alta, pero no la mayor posible. Respecto al área de marketing y operaciones, la media de los datos indica que el grado de aceptación es mayor.

Si se aplica la construcción de índices planteada en la metodología del presente trabajo se puede observar cuál es el valor del índice total aplicado. El valor obtenido de la suma ponderada de las distintas áreas en términos generales permite observar un valor de 28.455. El valor del índice en caso de un total grado de aceptación hubiera alcanzado un valor cercano a 34. A continuación se presenta, en la siguiente Tabla analizada los distintos cálculos realizados para la obtención de los índices.

Tabla 34. Cálculo de Índice de Patrimonio Intangible

Patrimonio Intangible	Ponderación	Variable Real	Variable Máxima
Área Financiera	0.25	35.85	44
Área de Marketing	0.25	24.65	36
Área de Recursos Humanos	0.25	29	28
Área de Operaciones	0.25	24.32	28
Cálculo del índice		28.455	34

Fuente: Elaboración Propia

Si se analizan las distintas medias por cada pregunta realizada en las distintas áreas y en función de la siguiente clasificación del grado de aceptación en función de un análisis de medias se tiene,

Tabla 35. Clasificación del Grado de Aceptación

Clasificación del Grado de Aceptación	Valores
ALTO	Entre 4 y 3.5
MEDIO	Entre 3.5 y 3
BAJO	Entre 3 y 2.5
MALO	Menos de 2.5

Fuente: Elaboración Propia

Al tener en cuenta la variable financiera en la siguiente Tabla de análisis se obtienen la media de cada una de las preguntas realizadas para los diferentes entrevistados, sobre la base de 11 preguntas. Entre las conclusiones que se pueden extraer del análisis se destaca que, existen tres preguntas que poseen un bajo grado de aceptación entre los entrevistados, las cuales se relacionan con las sinergias y su duración en cinco años posteriores de la fusión. En esta pregunta los valores indican que, si bien existen diferentes opiniones al respecto, se puede afirmar que en promedio los entrevistados dan cuenta de que no poseen un alto nivel de acuerdo al respecto. Esta conclusión resulta de interés como aporte al estudio de las fusiones, porque si bien afirman la existencia de sinergias en las adquisiciones entre

empresas, las mismas no tienen una duración superior a 5 años, e incluso sería de interés para próximas investigaciones indagar sobre cuál es ese tiempo de sinergias.

Otra pregunta que posee un bajo nivel de aceptación es aquella que se relaciona con la selección de las empresas para fusionar o adquirir. A diferencia de lo que varios investigadores afirman sobre las fusiones entre empresas que se encuentran en quiebra o con baja rentabilidad, la encuesta realizada en el presente trabajo denota que esta afirmación resulta falsa.

Por último, con respecto a la forma en que se liquida la transacción entre las empresas, los encuestados afirman que, en promedio dichas operaciones no se realizan en una sola exhibición, sino que la realidad implica una mayor cantidad de ellas.

Las preguntas que poseen un grado de aceptación medio son dos, las cuales se relacionan a, la primera de ellas sobre la percepción relacionada al valor de los intangibles como determinantes al momento de realizar fusiones entre las empresas. Referente a la creencia de los investigadores sobre que el valor de los activos en las fusiones es determinante no se descarta, pero presenta un grado de aceptación menor que el esperado. Si bien es una variable para tener en cuenta en el análisis financiero, se puede inferir que quizás no es el factor que mayor preponderancia ocupe dentro de la toma de decisiones.

Tabla 36. Análisis por pregunta del Área Financiera

Área Financiera	Media Real	Grado de Aceptación
Pregunta 1	3.5	ALTO
Pregunta 2	3.35	MEDIO
Pregunta 3	3.5	ALTO
Pregunta 4	2.85	BAJO
Pregunta 5	3.5	ALTO
Pregunta 6	2.65	BAJO
Pregunta 7	3.35	MEDIO
Pregunta 8	3.5	ALTO
Pregunta 9	3.5	ALTO
Pregunta 10	2.65	BAJO
Pregunta 11	3.5	ALTO
Valor del Índice Real		3.26235
Valor del índice Máximo		4

Fuente: Elaboración Propia

Relativo al valor del índice de esta área financiera a través de la suma ponderada de cada respuesta, se puede afirmar que en términos generales la media se aproxima a un grado de aceptación medio de las preguntas realizadas.

En el área de recursos humanos, sobre la cual los entrevistados debieron de contestar un total de 9 de preguntas, el valor del índice ponderado es de 3.219, presentando un grado de aceptación medio, al igual que el área financiera. Entre las preguntas que otorgaron un grado de aceptación baja se destaca como una realidad que debiera de modificarse para asegurar el éxito de las fusiones es la comunicación de esta operación a los empleados. La pregunta afirma si el entrevistado se encuentra de acuerdo sobre una comunicación desde la empresa a los empleados sobre esta operación sólo al comienzo de esta. Una realidad respecto de las fusiones es que, si bien las decisiones se realizan en mandos gerenciales de las empresas involucradas, esta información no se divulga a los otros niveles de la organización, por lo que al desconocer el curso de la operación y esto genera incertidumbre a los empleados. Si bien una recomendación sería que la

comunicación resulte más fluida entre los empleados es necesario no descuidar la confidencialidad entre las partes para la concreción de la operación.

Otra pregunta que presenta un grado de respuesta bajo es aquella que se relaciona a los empleados con su continuidad laboral, sobre la práctica común de aplicar liquidaciones sobre los empleados de la empresa adquirida, los entrevistados dan cuenta que la misma no se encuentra bien vista por ellos. Por último, otra pregunta que posee un grado de aceptación baja se vincula con los salarios percibidos por los empleados de la empresa adquirida. Los entrevistados manifestaron no estar en total acuerdo respecto de que la liquidación de sueldo se mantenga en fusión de tabuladores pasados y no de la fusión. La percepción sobre dicha pregunta puede encontrarse relacionada al trato equitativo de los empleados, entre los que ingresan a la empresa y quienes ya se encuentran en la misma.

Referente a esta temática la anterior pregunta se relaciona de manera directa, la falta de información en estos procesos, el temor de los empleados de ser despedidos y la modificación de sus salarios resultan variables que generan una percepción errónea sobre las fusiones y pueden llevar a considerarse factores que afectan al éxito de la transacción.

El resto de las preguntas realizadas en el área de recursos humanos que poseen un grado de aceptación media se relacionan a las personas que llevan a cabo el proceso de “Due diligence” y la cultura organizacional. Con relación al primer punto, no existe total acuerdo entre los entrevistados sobre la selección de los profesionales que llevan a cabo la fusión, si bien la creencia de que la misma se realiza en base al conocimiento de las empresas fusionadas, la aceptación de éstas no es total.

Por otro lado, en relación con la cultura organizacional de las empresas cuando se fusionan la encuesta revela un aporte sustancial a la literatura de la fusión. Si bien se cree que existe una imposición directa de la cultura y axiomas que utiliza la empresa que adquiere a otra, los entrevistados afirman que dicha imposición no es

tal, sino que se puede inferir que existe un proceso de adaptación gradual. Este último punto es esencial para inferir que dicho tratamiento de la cultura organizacional entre las empresas es un factor que afirma o secunda la probabilidad de éxito en las fusiones o adquisiciones de empresas.

Tabla 37. Análisis por pregunta del Área de Recursos Humanos

Área de Recursos Humanos	Media Real	Grado de Aceptación
Pregunta 12	3.350	MEDIO
Pregunta 13	3.500	ALTO
Pregunta 14	3.617	ALTO
Pregunta 15	2.650	BAJO
Pregunta 16	3.617	ALTO
Pregunta 17	3.617	ALTO
Pregunta 18	2.650	BAJO
Pregunta 19	3.350	MEDIO
Pregunta 20	2.650	BAJO
Valor del Índice Real		3.219
Valor del índice Máximo		4

Fuente: Elaboración Propia

Con respecto al área de operaciones que se encuentra revelada a través de siete preguntas sobre las distintas dimensiones que implican las fusiones o adquisiciones entre empresas el resultado del índice indica un valor de 3.4777 muy próximo al valor máximo. La particularidad de esta área es que resulta homogénea con relación al grado de aceptación ya que presenta tan solo una pregunta que presenta un grado de aceptación bajo.

La pregunta que no permite alcanzar el puntaje máximo se relaciona los elementos de rentabilidad con la tecnología de punta, sobre la cual los entrevistados afirman que no están totalmente de acuerdo con que la tecnología resulte un factor determinante para alcanzar la rentabilidad de fusiones o adquisiciones entre empresas.

Las demás preguntas que componen el área de operaciones poseen un grado de aceptación elevado por lo que ubican al índice como uno de los más sobresalientes entre las áreas realizadas ya que se encuentra próximo al valor máximo alcanzable.

Tabla 38. Análisis por pregunta del Área de Operaciones

Área de Operaciones	Media Real	Grado de Aceptación
Pregunta 21	3.50	ALTO
Pregunta 22	3.50	ALTO
Pregunta 23	3.67	ALTO
Pregunta 24	3.67	ALTO
Pregunta 25	3.67	ALTO
Pregunta 26	2.65	BAJO
Pregunta 27	3.67	ALTO
Valor del Índice Real		3.477283333
Valor del índice Máximo		4

Fuente: Elaboración Propia

Respecto a la última área de análisis, el área de marketing, la cantidad de preguntas sobre las cuales los entrevistados debieron emitir opinión al respecto consta de siete preguntas, las cuales abarcan temáticas desde marcas hasta comercialización. El índice total que alcanza dicha área, en términos generales es de 3.52, que al igual que el índice correspondiente al área de marketing lideran el ranking de mayor nivel de aceptación.

Tabla 39. Análisis por pregunta del Área de Marketing

Área de Marketing	Media Real	Grado de Aceptación
Pregunta 28	3.67	ALTO
Pregunta 29	3.67	ALTO
Pregunta 30	2.65	BAJO
Pregunta 31	3.67	ALTO
Pregunta 32	3.67	ALTO
Pregunta 33	3.67	ALTO
Pregunta 34	3.67	
Valor del Índice Real		3.52495
Valor del índice Máximo		4

Fuente: Elaboración Propia

Entre las preguntas que se destacan tanto por su baja aceptación como por su alta aceptación que permite considerarlos como factores determinantes al momento de realizar fusiones se encuentran, nuevamente la imposición de la marca o ideología de manera directa con resultados coherentes alcanzados en el área de recursos humanos. Los entrevistados afirman que no existe consenso sobre la existencia de una imposición directa o automática de la imagen de la empresa que adquiere a otra en la fusión. Este resulta da indicio de la consistencia de los resultados obtenidos ya que ambas preguntas se encuentran relacionadas y forman parte de un proceso de identificación con la nueva marca, tanto desde el interior de la empresa, como lo es en el caso de los recursos humanos como desde la óptica de ideología o forma de mostrarse al exterior.

Una pregunta con alto nivel de aceptación y que posee una particularidad interesante para el estudio se relaciona con la penetración del mercado y la gestión de talentos en la comercialización de la marca. En una primera instancia, entre los entrevistados se destacó como un factor determinante para el éxito la necesidad de presentar un alto grado de penetración en el mercado luego de la fusión para mantener la perdurabilidad de la nueva marca en el tiempo.

Este aporte sustancial del estudio de caso da cuenta que los esfuerzos de los profesionales que realizan Due diligence deben centrarse en realizar un buen posicionamiento de mercado, tanto en nichos actuales que la empresa se encuentre operando, a partir de la nueva identidad, como a nuevos nichos de mercado relacionados a nuevos clientes y oportunidades de negocio.

Por último, acerca de la gestión de talentos para la comercialización que determina el éxito, ambas preguntas se encuentran estrechamente relacionadas, ya que insisten en la necesidad de que una buena marca en el mercado permitirá mantener la relación de fusión o adquisición en el tiempo con grandes niveles de identificación con la marca y posibilidades de crecimiento que impliquen nuevos horizontes para la empresa.

Si bien los anteriores resultados se obtuvieron en relación con la visión general de las respuestas obtenidas por los entrevistados es necesario realizar distintos cruces de datos para dar cuenta de si existe alguna diferencia entre aquellas personas que se diferencian por edad o por sexo, ya que esto también permitirá caracterizar cuales son los puntos de concordancia o no entre los factores que determinan el éxito o fracaso de las fusiones entre empresas.

En un cruce de datos entre la edad de los entrevistados según la clasificación planteada en la caracterización de la muestra, entre 25 y 35 años, para la primera categoría, entre 36 y 44 años para la segunda categoría y, por último, entre 45 y 56 años.

Con relación al área financiera se tiene que entre las preguntas que se destacaron como sobresaliente porque tenían un poco grado de aceptación entre los entrevistados se puede observar que ellas son las preguntas 4,6 y 10, que poseen la particularidad de tener la menor aceptación de mujeres en las respuestas, en las dos primeras franjas etarias, mientras que para el caso de las entrevistas en la última franja etaria la relación se invierte totalmente. Estos datos dan cuenta de que las mujeres menores de 45 años afirman que no se encuentran de acuerdo

respecto de la durabilidad de las sinergias luego de 5 años de la fusión, a la vez de que se encuentran en desacuerdo respecto de que las fusiones centran sus esfuerzos en aquellas empresas de baja rentabilidad y las exhibiciones de las operaciones se realiza por única vez.

Una de las conclusiones que se puede realizar sobre el análisis de esta área es que la misma tiene una consideración distinta entre mujeres y hombres cuando aumentan en edad. En cierto modo, las mujeres de menor edad, puede inferirse poseen una mirada menos tradicionalista que aquellas que superan los 45 años.

Tabla 40. Cruces de datos Área Financiera

Edad entre 25 y 35											
Sexo	Pregunta 1	Pregunta 2	Pregunta 3	Pregunta 4	Pregunta 5	Pregunta 6	Pregunta 7	Pregunta 8	Pregunta 9	Pregunta 10	Pregunta 11
Femenino	42%	43%	42%	39%	42%	37%	43%	42%	42%	37%	42%
Masculino	58%	57%	58%	61%	58%	63%	57%	58%	58%	63%	58%
Total general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Entre 36 y 44											
Sexo	Pregunta 1	Pregunta 2	Pregunta 3	Pregunta 4	Pregunta 5	Pregunta 6	Pregunta 7	Pregunta 8	Pregunta 9	Pregunta 10	Pregunta 11
Femenino	28%	27%	28%	25%	28%	27%	27%	28%	28%	27%	28%
Masculino	72%	73%	72%	75%	72%	73%	73%	72%	72%	73%	72%
Total general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Entre 45 y 56											
Sexo	Pregunta 1	Pregunta 2	Pregunta 3	Pregunta 4	Pregunta 5	Pregunta 6	Pregunta 7	Pregunta 8	Pregunta 9	Pregunta 10	Pregunta 11
Femenino	69%	68%	69%	69%	69%	68%	68%	69%	69%	68%	69%
Masculino	31%	32%	31%	31%	31%	32%	32%	31%	31%	32%	31%
Total general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia

Respecto al área de recursos humanos las preguntas que poseen un bajo nivel de aceptación son 15,18 y 20. Las mismas se relacionan con la comunicación de los empleados, sus sueldos y forma de liquidación. En este sentido se tiene que en términos de la edad y el sexo de los encuestados se puede afirmar que, entre los hombres de 25 y 45 años, afirman ser quienes se encuentran en acuerdo con las preguntas realizadas, pero la realidad se revierte en la última franja etaria, cuando son las mujeres quienes afirman estar en más acuerdo con respecto a las preguntas.

Tabla 41. Cruces de datos Área de Recursos Humanos

Edad entre 25 y 35									
Sexo	Pregunta 12	Pregunta 13	Pregunta 14	Pregunta 15	Pregunta 16	Pregunta 17	Pregunta 18	Pregunta 19	Pregunta 20
Femenino	43%	42%	42%	37%	42%	42%	37%	43%	37%
Masculino	57%	58%	58%	63%	58%	58%	63%	57%	63%
Total general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Entre 36 y 44									
Sexo	Pregunta 12	Pregunta 13	Pregunta 14	Pregunta 15	Pregunta 16	Pregunta 17	Pregunta 18	Pregunta 19	Pregunta 20
Femenino	27%	28%	28%	27%	28%	28%	27%	27%	27%
Masculino	73%	72%	72%	73%	72%	72%	73%	73%	73%
Total general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Entre 45 y 56									
Sexo	Pregunta 12	Pregunta 13	Pregunta 14	Pregunta 15	Pregunta 16	Pregunta 17	Pregunta 18	Pregunta 19	Pregunta 20
Femenino	68%	69%	69%	68%	69%	69%	68%	68%	68%
Masculino	32%	31%	31%	32%	31%	31%	32%	32%	32%
Total general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia

Con relación al área de operaciones donde la única pregunta que da cuenta de ser un factor que no colabora con el éxito de las fusiones o adquisiciones es la respuesta número 26 que afirma que mayor nivel de rentabilidad es sinónimo de tecnología en punta. En un análisis de datos con cruces desde el género de los entrevistados y su edad se obtiene que nuevamente la mayor cantidad de entrevistados que afirmaron estar de acuerdo con dicha respuesta son de género masculino, hasta los 45 años. A su vez, para el caso de los entrevistados mayores de 45 años la realidad es distinta, ya que plantean que las mujeres están más de acuerdo con dicha respuesta.

Tabla 42. Cruces de datos Área de Operaciones

Edad entre 25 y 35							
Sexo	Pregunta 21	Pregunta 22	Pregunta 23	Pregunta 24	Pregunta 25	Pregunta 26	Pregunta 27
Femenino	42%	42%	42%	42%	42%	37%	42%
Masculino	58%	58%	58%	58%	58%	63%	58%
Total general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Entre 36 y 44							
Sexo	Pregunta 21	Pregunta 22	Pregunta 23	Pregunta 24	Pregunta 25	Pregunta 26	Pregunta 27
Femenino	28%	28%	28%	28%	28%	27%	28%
Masculino	72%	72%	72%	72%	72%	73%	72%
Total general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Entre 45 y 56							
Sexo	Pregunta 21	Pregunta 22	Pregunta 23	Pregunta 24	Pregunta 25	Pregunta 26	Pregunta 27
Femenino	69%	69%	68%	68%	68%	68%	68%
Masculino	31%	31%	32%	32%	32%	32%	32%
Total general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia

En relación con el área de Marketing donde nuevamente los entrevistados se enfrentan a 7 preguntas, aquella que se destaca por su mal desempeño en el grado de aceptación es la número 36, la cual enuncia que se realiza el reemplazo de imagen, ideología y marca en forma inmediata. Nuevamente la realidad en términos del sexo y de la edad de los entrevistados se mantiene con un alto nivel de rechazo para las mujeres de entre 25 y 35 años, siendo que la realidad se revierte para la franja etaria mayor a 45 años.

Tabla 43. Cruces de datos Área de Marketing

Edad entre 25 y 35							
Sexo	Pregunta 28	Pregunta 29	Pregunta 30	Pregunta 31	Pregunta 32	Pregunta 33	Pregunta 34
Femenino	42%	42%	37%	42%	42%	42%	42%
Masculino	58%	58%	63%	58%	58%	58%	58%
Total general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Entre 36 y 44							
Sexo	Pregunta 28	Pregunta 29	Pregunta 30	Pregunta 31	Pregunta 32	Pregunta 33	Pregunta 34
Femenino	28%	28%	27%	28%	28%	28%	28%
Masculino	72%	72%	73%	72%	72%	72%	72%
Total general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Entre 45 y 56							
Sexo	Pregunta 28	Pregunta 29	Pregunta 30	Pregunta 31	Pregunta 32	Pregunta 33	Pregunta 34
Femenino	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%
Masculino	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
Total general	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia

IV.2. Estudio de casos

Esta sección apoya la validación de la hipótesis central en el estudio de los factores principales que determinan el grado de sinergia y perdurabilidad para lograr éxito en las fusiones y/o adquisiciones a partir de indicadores económico-administrativos de estos procesos, en casos particulares de determinadas empresas en México, Patrimonio, Ventas, Utilidad bruta y Utilidad operativa (EBITDA).

Los motivos sobre los cuales estudian estas variables radican en que la intención de la presente investigación es demostrar que el análisis de los activos intangibles como alternativa para medir el éxito de una fusión es necesario complementar el análisis con la estimación de los distintos ratios tradicionales de estimación que se realizan previamente a la realización de una fusión.

La población de este estudio, estuvo conformada por la totalidad de casos de fusiones y/o adquisiciones empresariales en México que cumplieran con los lineamientos específicos de los indicadores y con acceso a información, llevándonos a una población de setenta empresas y con ello elaborando una muestra no probabilística de cinco casos basados precisamente en dicho acceso a la información para cumplir con cabalidad los análisis de esta investigación: Anheuser-Busch In Bev (AB-INBEV) & Grupo Modelo (Cerveza Corona), Grupo Herdez & Nutrisa, Telmex y América Móvil, Citi-Banamex y Bimbo.

Estos casos de estudio cumplieron con los siguientes criterios de selección:

- Criterios de inclusión:
 - Representar caso de fusión y/o adquisición empresarial en México en el período 2009-2012.
 - Representar caso de fusión y/o adquisición empresarial en México con datos publicados sobre Patrimonio, Ventas, Utilidad bruta y Utilidad operativa (EBITDA).

- Criterios de exclusión:
 - No aportar datos específicos sobre las variables independientes incluidas en el enfoque 1.
 - Representar caso de fusión y/o adquisición empresarial en México sin publicaciones particulares sobre las variables independientes.

Caso 1: Anheuser-Busch In Bev (AB-INBEV) & Grupo Modelo (Cerveza Corona)

En el año 2012, la empresa belga, AB-INBEV (ingresos: US\$ 39.046 millones) realizó la adquisición de 50.1% de la cervecera Mexicana Grupo Modelo (ingresos: US\$ 6.534 millones) en una transacción que fue valorada en US\$ 20.100 millones, constituyéndose, de esta forma, en la principal operación de compra realizada en dicho país (AB-INBEV, 2018). La adquisición, un paso natural en una larga relación estratégica entre ambas compañías por más de veinte años, dio origen a un grupo de bebidas que concentra 5 de las 6 principales marcas mundiales de cerveza y 7 de las 10 más importantes.

La transacción se instrumentó a través de la realización de una serie de operaciones que derivó, entre otras cosas, en una profunda simplificación de la estructura corporativa de Grupo Modelo.

La operación se basó en considerar que México es un mercado atractivo a la inversión con bases macroeconómicas relativamente sólidas y un perfil demográfico favorable. México es la segunda economía en América Latina y tiene uno de los consumos per cápita más altos de los mercados en desarrollo. La cerveza está en la cima de la categoría de bebidas alcohólicas consumidas en el país, con una participación de 70% en valor, lo cual implicó en el 2013, un total aproximado de US\$ 25,000 millones en ventas.

Como parte de las transacciones, Diblo SA (DIBLO), la empresa tenedora de las subsidiarias operativas de Grupo Modelo y Dirección de Fábricas SA (DIFA), una

empresa fabricante de botellas de vidrio, se fusionaron en Grupo Modelo. Paralelamente, Grupo Modelo vendió a la firma Constellation Brand, su participación del 50% en Crown Imports, responsable de la importación y comercialización de las marcas de cerveza de Grupo Modelo en Estados Unidos por la suma de US\$ 1,850 millones, con lo que la compañía estadounidense, pasó a controlar el 100% de la sociedad. La operación combinada de ambas compañías permitió generar importantes sinergias en materia de ingresos a partir de la expansión de las ventas mundiales de las marcas de Grupo Modelo, especialmente Corona, utilizando para ello la red de distribución internacional de AB-InBev.

Como ejemplo, cuando la compañía belga InBev adquirió en el año 2008 a la estadounidense Anheuser-Busch, la cerveza Budweiser creció más de un 45% fuera de los Estados Unidos pasando de vender 11.3 millones de hectólitros en el 2009 a 16.4 millones en el año 2011. Adicionalmente, las compañías estimaron que, debido a mejoras en las compras y una mayor eficiencia en la estructura de personal y sistemas, la operación generó ahorros por aproximadamente US\$ 600 millones por año. En las siguientes tablas se presentan los balances y utilidades bruta y neta de ambas empresas.

Tabla 44. Balance de la empresa Anheuser-Busch InBev NA.

Indicador	Millones de US\$	dic-09	dic-10	dic-11
Activos	Total activo corriente	10,853	12,597	12,323
	Propiedades, plantas equipos	16,461	15,893	16,022
	Otros activos no corrientes	85,211	85,852	84,082
	Total activos no corrientes	101,672	101,745	100,104
	Total activo	112,525	114,342	112,427
Pasivos	Total pasivo corriente	14,254	15,720	19,644
	Total pasivo no corriente	65,100	59,823	51,739
	Total pasivo	79,354	75,543	71,383
	Patrimonio neto	33,171 (29.50%)	38,799 (33.90%)	41,044 (36.50%)

Fuente: Extraído de www.abnbev.com

Tabla 45. Tabla de utilidad bruta y neta de la empresa Anheuser-Busch Inbev NA.

Millones de US\$	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12
Ventas	36,758.00	36,297.00	39,046.00	9,332.00
Costos de ventas	-17,198.00	-16,151.00	-16,634.00	-3,855.00
Utilidad bruta	19.560 (53.20%)	20.146 (55.50%)	22.412 (57.40%)	5,477 (58.70%)
Gts. de administración	-2,310.00	-1,960.00	-2,043.00	-508.00
Gts. de venta	-7,663.00	-7,625.00	-8,456.00	-2,207.00
Otros egresos	11,569.00	10,897.00	12,329.00	2,887.00
Resultado operativo	21,156.00	21,458.00	24,242.00	5,649.00
Resultado financiero	-4,419.00	-3,736.00	-3,137.00	-380.00
Otros resultados	513.00	521.00	623.00	150.00
Resultado antes de	17,250.00	18,243.00	21,728.00	5,419.00
Impuesto a las ganancias	-1,786.00	-1,920.00	-1,856.00	-437.00
Resultado del ejercicio	15,464.00	16,323.00	19,872.00	4,982.00
EBITDA	13,037 (35.50%)	13,869 (38.20%)	15,357 (39.30%)	3,552 (38.10%)

Fuente: Extraído de www.abnbev.com

Tabla 46. Balance del Grupo Modelo SAB de CV.

Indicador	Millones de U\$S	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12
Activos	Tipo de cambio Mx\$/ U\$S	13.1	12.4	13.9	12.8
	Total activo corriente	3,471.6	3,939.3	3,925.5	4,386.7
	Propiedades, plantas y equipos	4,410.2	4,567.5	3,971.5	2,539.3
	Otros activos no corrientes	1,102.1	1,414.4	1,372.8	3,506.7
	Total activo no corriente	5,512.3	5,981.9	5,343.3	6,046.0
	Total activo	8,983.9	9,921.2	9,268.9	10,432.6
Pasivos	Total pasivo corriente	839.6	883.0	827.9	953.8
	Total pasivo no corriente	777.9	897.8	787.9	770.8
	Total pasivo	1,617.5	1,780.8	1,615.8	1,724.6
	Patrimonio neto	7,366.50 (82%)	8,140.50 (82.1%)	7,653.10 (82.6%)	8,708.00 (83.5%)

Fuente: Extraído de www.abnbev.com

Tabla 47. Utilidad bruta y EBITDA del Grupo Modelo SAB de CV.

Millones de U\$S	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12
Tipo de cambio	13.06	12.35	13.93	12.81
Ventas	6,266.40	6,884.70	6,547.70	1,661.40
Costos de ventas	-2,896.10	-3,196.00	-2,999.30	-765.80
Utilidad bruta	3,370.30	3,688.70	3,548.50	895.50
Gts. de administración	-359.70	-440.40	-457.30	-124.80
Gts. de venta	-1,347.20	-1,491.50	-1,379.50	-376.50
Otros ingresos/ egresos	1,560.10	1,657.90	1,595.10	410.70
Resultado operativo	3,223.50	3,414.70	3,306.80	804.90
Resultado financiero	-145.90	9.00	125.90	-19.80
Otros ingresos/egresos				-4.70
Resultado antes de	3,077.60	3,423.70	3,432.60	780.40
Impuesto a las ganancias	-327.80	-401.80	-397.00	-112.20
Resultado del ejercicio	2,749.90	3,021.90	3,035.60	668.10
EBITDA	1,911.60 (30.5%)	2,019.00 (29.3%)	1,968.60 (30.1%)	486 (29.3%)

Fuente: Extraído de www.abnbev.com

En este caso una empresa multinacional adquiere la mitad de una empresa tradicionalmente mexicana. Ambas empresas operan en el mismo sector industrial y venden el mismo tipo de producto. Cuando se trata de adquisiciones y fusiones horizontales, el objetivo fundamental es ampliar el mercado y adquirir nuevas marcas que se encuentran en crecimiento o en la etapa de madurez. En este caso, ambos grupos se vieron beneficiados. Por un lado, la marca de cervezas Corona posee la oportunidad de ingresar a grandes y nuevos mercados además de mejorar los costos de producción y ventas; por el otro, la empresa Anheuser-Busch Inbev NA adquiere el segundo mercado de cervezas en importancia de América Latina. Los objetivos de estos tipos de adquisiciones y fusiones son netamente de crecimiento comercial a partir del ingreso hacia nuevos mercados. Por lo tanto, mientras estos mercados resulten atractivos y lucrativos, la integración de ambas empresas seguirá perdurando. Ambas empresas se encuentran en su etapa de madurez y con un conocimiento profundo del mercado en donde operaban originalmente. Desde el punto de vista del valor intangible, la marca Corona posee un fuerte posicionamiento en mercado mexicano, además, de ser reconocida en otros países por lo cual la marca se mantuvo sin cambios y siguió operando en el mercado mexicano, además de ingresar a nuevos mercados como el norteamericano bajo la denominación de una empresa multinacional de gran envergadura.

Caso 2: Grupo Herdez & Nutrisa

A principios del año 2013 la compañía alimenticia mexicana Grupo Herdez (ingresos 2012: US\$ 868.2 millones) completó la adquisición del 99.82% del capital de Grupo Nutrisa (ingresos 2012: US\$ 88.4 millones, en US\$ 248.6 millones) (Grupo Herdez, 2018).

La operación se formalizó a un precio por acción de Mx\$ 91, un 20% mayor al valor de cotización de la acción de Nutrisa, entendido este último como el precio promedio ponderado por volumen de los últimos treinta días previos al inicio de la oferta (Mx\$ 76.10).

Para Herdez, empresa especializada en alimentos envasados/enlatados, la compra de Nutrisa implica no sólo el ingreso a una nueva categoría de productos (alimentos saludables) sino también, la incursión en un nuevo canal de distribución.

Nutrisa, fundada en 1979 y controlada por el empresario Jorge Ibarra Baz, es la empresa líder en la producción y comercialización de helado de yogurt y alimentos naturales en México. Nutrisa cuenta con más de 350 puntos de venta a nivel nacional y un fuerte liderazgo en el creciente segmento de helado de yogurt, así como un robusto portafolio de suplementos nutricionales y alimentos saludables, entre otros, la mayoría comercializados a través de la marca Nutrisa.

Las ventas de Grupo Nutrisa directamente al público a través de sucursales propias representan, aproximadamente, el 84% de los ingresos totales, mientras que el 16% es a través de Franquicias (Dic-2012).

Grupo Herdez es una empresa líder en el sector de alimentos procesados en México y uno de los líderes en la categoría de comida mexicana en Estados Unidos, asimismo participa en una amplia gama de categorías, incluyendo atún, burritos, cátsup, café, especias, guacamole, mayonesa, mermelada, miel, mini tacos, mole, mostaza, pasta, puré de tomate, salsas caseras, té, vegetales en conserva y alimentos orgánicos, entre otros.

Una de las claves del negocio desarrollado por Herdez es la realización de asociaciones estratégicas que le han permitido agregar escala, alcance, experiencia en la industria e incorporar las mejores prácticas, utilizando las capacidades y conocimientos de cada socio para apoyar el crecimiento a largo plazo. En las tablas a continuación se exponen los resultados y las utilidades de las dos empresas intervinientes.

Tabla 48. Balance del Grupo Nutrisa SAB de CV.

Indicador	Millones de US\$	dic-10	dic-11	dic-12	mar-13
Activos	<i>Tipo de cambio Mx\$/US\$</i>	12.35	13.93	12.92	12.34
	Activo corriente	16.7	18.4	24.4	24.8
	Activo no corriente	20.8	23.3	27.1	28.6
	Total activo	37.5	41.8	51.5	53.4
Pasivos	Pasivo corriente	8.8	9.1	9.9	7.7
	Pasivo no corriente	3.7	1.8	2.6	2.8
	Total pasivo	12.5	10.8	12.5	10.5
	Patrimonio neto	25.00 (66.00%)	30.90 (74.00%)	39.00 (75.70%)	42.90 (80.30%)

Fuente: Extraído de www.grupoherdez.mx

Tabla 49. Utilidad bruta y EBITDA del Grupo Nutrisa SAB de CV.

Millones de US\$	dic-10	dic-11	dic-12	mar-13
<i>Tipo de cambio</i>	12.35	13.93	12.92	12.34
Ventas	78.30	79.70	88.40	24.30
Costo de ventas	-32.60	-31.40	-34.20	-9.30
Utilidad bruta	45.60	48.30	54.30	15.10
Gts. generales	-34.80	-36.40	-44.30	-12.00
Otros ingresos /egresos	-0.90	0.10	-0.20	-
Resultado operativo	9.90	12.00	9.80	3.10
Resultado financiero	0.10	0.10	0.10	0.10
Resultado antes de	10.00	12.10	9.90	3.10
Impuesto a las ganancias	-3.70	-4.00	-3.80	-1.10
Resultado del ejercicio	6.30	8.00	6.10	2.00
EBITDA	12.20 (15.60)	13.90 (17.40)	12.80 (14.50%)	3.80 (15.70%)

Fuente: Extraído de www.grupoherdez.mx

Tabla 50. Balance del Grupo Herdez SAB de CV.

Indicador	Millones de US\$	dic-10	dic-11	dic-12	mar-13
Activos	<i>Tipo de cambio</i>	12.35	13.93	12.92	12.34
	Activo corriente	318.30	355.00	358.20	457.40
	Activo no corriente	279.20	327.20	378.90	666.30
	Total activo	597.50	682.20	737.10	1,123.70
Pasivos	Pasivo corriente	95.70	86.50	72.20	112.10
	Pasivo no corriente	155.80	255.00	250.70	311.30
	Total pasivo	251.50	341.60	322.90	423.30
	Patrimonio neto	346.00 (57.90%)	340.70 (49.90%)	414.20 (56.20%)	700.30 (62.30%)

Fuente: Extraído de www.grupoherdez.mx

Tabla 51. Utilidad bruta y EBITDA Grupo Herdez.

Millones de US\$	dic-10	dic-11	dic-12	mar-13
<i>Tipo de cambio</i>	12.35	13.93	12.92	12.34
Ventas	718.40	696.20	868.20	241.00
Costos de ventas	-438.10	-441.70	-562.10	-158.60
Utilidad bruta	280.30	254.40	306.20	82.40
Gts. de administración y ventas	-148.20	-144.80	-181.40	-49.80
Otros ingresos/egresos	-1.70	-1.10	3.30	0.10
Resultado operativo	130.50	108.60	128.10	32.70
Resultado financiero	7.70	-0.50	-11.40	-4.80
Otros resultados	1.00	1.90	1.80	7.80
Resultado antes de	139.20	110.00	118.50	35.70
Impuesto a las ganancias	-34.40	-34.50	-34.90	-8.60
Resultado del ejercicio	104.80	75.60	83.60	27.10
EBITDA	140.70 (19.60%)	119.50 (17.20%)	143.10 (16.50%)	36.20 (15.00%)

Fuente: Extraído de www.grupoherdez.mx

Tabla 52. Resultado de la operación Herdez-Nutrisa.

Acciones adquiridas	32,652,284.00
Acciones en circulación	32,711,164.00
Porcentaje del capital adquirido	100%
Valor de la acción en Mx\$	91.00
Tipo de cambio Mx\$/US\$	11.95
Valor de la acción US\$	7.61
Monto de la operación US\$	248,619,452.80
Market capitalización en US\$	249,067,774.80
Enterprise Value en US\$	241,858,387.30
Grupo Nutrisa (últimos 12)	
Ingresos en US\$	95,547,728.80
EBITDA en US\$	14,635,121.40
Resultado del ejercicio en US\$	7,232,165.00
Patrimonio neto en US\$	42,873,321.00

Fuente: Extraído de www.grupoherdez.mx

Tabla 53. Múltiplos de la operación.

Mkt Cap/ Ingresos	2.61 x
EV/ Ingresos	2.53 x
EV/ EBITDA	16.53 x
Mkt Cap/ Res. del ejercicio	34.44 x
EV/ Res. del ejercicio	33.44 x
Mkt Cap/ Patrimonio neto	5.81 x
EV/ Patrimonio neto	5.64 x

Fuente: Extraído de www.grupoherdez.mx

Como se puede observar en los balances y tablas de resultados de las empresas intervinientes, el Grupo Nutrisa resulta ser un grupo muy pequeño en comparación al Grupo adquirente. Así, el Grupo Herdez adquiere la totalidad de Nutrisa. Se trata de empresas pertenecientes del sector alimenticio, ambas son empresas mexicanas, pero el Grupo Herdez posee proyección internacional. Pero, no comercializan el mismo tipo de producto ni tampoco dominan el mismo canal de distribución. Mientras el Grupo Herdez se dedica a los enlatados en el mercado de consumo masivo tradicional; Nutrisa posee sus propias sucursales dedicadas al

yogurt helado y a los alimentos saludables. Por lo tanto, el objetivo de la adquisición era netamente comercial. Se trata de crecer diversificando hacia el desarrollo de otros productos. En este caso, también se trata de empresas con cierto grado de madurez. Como la adquirente no posee experiencia en el mercado que domina la empresa adquirida, no se encuentra en posición para implementar cambios y es fundamental la buena interacción entre gerentes y empleados de las dos empresas con el objeto de fomentar el aprendizaje mutuo. En estos casos, la perdurabilidad depende del buen manejo del capital humano y de la comunicación para lograr una interacción fructífera entre las empresas intervinientes.

Caso 3: Telmex y América Móvil

Los procesos de fusión de empresas son parte de la historia misma de las telecomunicaciones mexicanas ya que la empresa Telmex nace de la fusión entre dos empresas: Ericsson de México y la “International Telephone and Telegraph Company”. Esta fusión fue propiciada por el presidente Miguel Alemán en el año 1947 como una estrategia de Estado que buscaba asegurar a la población, la comunicación telefónica.

Hasta el año 1972, que el presidente Luis Echeverría Álvarez adquirió el 51 % de las acciones de Telmex, convirtiendo la empresa en pública en su mayoría y dejando el 49% de las acciones para los inversores privados. Luego en el año 1990, con el presidente Carlos Salinas de Gortari comienza un proceso de privatización, tanto de capitales nacionales como internacionales. En la presentación se mostraron interesados varios grupos de inversionistas, la condición era que todos los grupos deberían estar conformados por ciudadanos mexicanos. Así, resulta ganador el grupo creado por Carlos Slim, France Telecom, “SBC Communications” y grupos de pequeños inversionistas. Posteriormente, el consorcio se apoderó del 53% de las acciones y, al ser el accionista mayoritario, compró más acciones mediante empresas fantasmas que operaban en la Bolsa. De esta manera, el empresario Carlos Slim ingresa por primera vez al sector de las telecomunicaciones. Se estima que entre 1991 y el año 2006, se invirtieron en América Latina cerca de 30,000

millones de dólares en concepto de infraestructura. Carlos Slim en el año 2007, escindió parte del negocio y crea Telmex International que cotiza en la Bolsa de México, Madrid y Nueva York desde el año 2008 (Rankia, 2013).

Por su parte, América Móvil nace luego de la escisión de los activos de telefonía celular, televisión por cable (Cablevisión) y otros activos internacionales pertenecientes a Telmex. La empresa se convierte en empresa independiente a Telmex, aunque tiene los mismos accionistas y es controlada por la financiera Grupo Carso. En América Latina opera bajo las marcas: Telmex, Telcel y Claro.

La compañía cuenta actualmente con 364.5 millones de líneas de acceso entre las que se incluye 282.9 millones de suscriptores móviles; 33.7 millones de líneas fijas; 26 millones de accesos de banda ancha y 22 millones de unidades de TV de paga.

Durante el año 2006 compra Verizon Dominicana (antes CODETEL), la cual es una empresa que opera en República Dominicana y obtiene el 52% de las acciones de Puerto Rico Telephone (PRT).

En EE. UU. posee la compañía de telefonía celular bajo la modalidad prepago “Tracfone Wireless” la cual funciona bajo el sistema Operador Móvil Virtual. La empresa, además, es propietaria de la compañía celular Claro que posee filiales en Brasil, Colombia, Perú, Chile, Costa Rica, Ecuador, Honduras, El Salvador, Nicaragua, Guatemala, Puerto Rico, República Dominicana, Argentina, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

América Móvil resulta ser una de las empresas mexicanas más globales del mundo con una inversión indirecta en el extranjero que alcanzó en el año 2015, los 6,463 millones de dólares. Obtiene el mayor volumen de ventas fuera del país (con ventas que rondan un total de 545.034 millones de pesos) y posee la mayor cantidad de empleados fuera del país de origen (en el año 2015 contabilizaba un total de 107,672 empleados).

En el tercer trimestre del año 2012, América Móvil registró ingresos por un total de 193 mil millones de pesos mexicanos, obteniendo 4.5% superiores con respecto al año anterior. En cuanto a su EBITDA, el mismo creció 0.6% e implicó un total de 66.2 miles de millones de pesos, registró un margen en crecimiento del 34.4%.

Las siguientes tablas ilustran la evolución del estado financiero.

Tabla 54. Valores financieros de América Móvil.

Valores financieros (12 meses)	sep-11	dic-11	sep-12
UPA	0.0833	0.0751	0.0939
Valor contable acción	0.2956	0.2659	0.2993
Margen bruto (%)	22.1400	21.8500	20.7700
Renta patrimonio	26.8200	27.7000	30.5900
Margen neto (%)	14.1700	12.0500	12.1000
Deuda bruta/ patrimonio neto (%)	109.4000	132.8400	135.5500
Liquidez	1.2100	0.9000	0.8500

Fuente: Extraído de <http://www.rankia.com.ar/blog/analisis-ipc/1684869-america-movil-amxl-mx>

Tabla 55. Balance de Telmex y América Móvil.

Balance (\$000,000)	sep-11	dic-11	sep-12
Activo total (M)	69.75	69.82	75.07
Patrimonio neto (M)	22.90	20.47	22.77
Ventas (M)	38.50	52.44	44.84
Margen EBIT (M)	8.72	11.46	9.48
Ganancia o pérdida neta (M)	4.81	5.93	5.94
Depreciación y amortización (M)	5.25	7.17	6.01

Fuente: Extraído de <http://www.rankia.com.ar/blog/analisis-ipc/1684869-america-movil-amxl-mx>

De acuerdo con la cotización bursátil de la empresa, sus acciones se mantuvieron estables entre los 14 y 18 pesos cada una.

En el tercer trimestre del año 2016 se totalizaron 250 mil millones de pesos, con un incremento de 11.8% en términos de pesos mexicanos. La base de ingresos reflejó un marcado aumento en el EBITDA. Creció 11.1% de manera secuencial y 1.5% año contra año, a 67.7 miles de millones de pesos.

En Julio se vendieron 58 millones de acciones de Telekom Austria y la participación de la compañía se redujo a 51% de 59.7%, como se había acordado en el acuerdo suscrito en el año 2014 con el gobierno austríaco.

Como se puede observar, los casos de fusión y adquisición de empresas en México resultan ser procesos comunes y frecuentes que se han ido desarrollando a lo largo de décadas, iniciándose mucho antes que la globalización apareciera como una realidad en la economía mexicana.

Con respecto a Telmex y a América Móvil, no se puede comprender el crecimiento de ambas empresas sin tener en cuenta el pensamiento estratégico de su accionista mayoritario Carlos Slim Helú. Este hombre nacido en 1940, de padres católicos libaneses, es uno de los hombres más ricos del mundo. Es dueño actualmente de América Móvil, Grupo Carso, Grupo Financiero Inbursa, Minera Frisco e Ideal Inmuebles. Su conglomerado de grupos empresarios se dedican a la industria alimenticia, la construcción, las finanzas y las telecomunicaciones. Actualmente, es el mismo Carlos Slim el que se encarga de la estrategia global de Telmex y América Móvil, dejando el resto de las empresas en manos de sus hijos.

Su crecimiento exponencial a nivel mundial se debe a una serie de estrategias de adquisición de empresas, escisión de activos y alianzas estratégicas. El sector de telecomunicaciones se caracteriza por la presencia de oligopolios o monopolios que en muchos casos son manejados directamente por el Estado, con un alto grado de control y regulación y una alta barrera de entrada debido a los costos de iniciales que se deben destinar a la infraestructura. De acuerdo con esta realidad, la forma más rápida de ingresar dentro de un mercado extranjero es adquirir empresas ya existentes o desarrollar alianzas estratégicas. Como, por ejemplo, la alianza

estratégica desarrollada con Bell Canadá y Telmex por un total de 3,500 millones de dólares. Bell Canadá es la empresa de comunicación más grande de Canadá y una de las operadoras más importantes en EE. UU. Además, Telmex, bajo el mismo objetivo estratégico, adquiere empresas estadounidenses que atraviesan dificultades. La idea fundamental de esta estrategia es atacar mercados inalámbricos y de banda ancha de Internet. En Europa, Telmex maneja Telekom Austria Group, empresa que controla Slim desde 2014 mediante un acuerdo por 10 años. A través de la misma, Slim acordó la compra de una participación mayoritaria del Grupo croata de comunicación y computación Metronet- Telekomunikacije, el cual posee ingresos anuales de 28 millones de euros. Por último, actualmente, Slim pretende comprar la porción atmosférica por la que viajan las ondas de radiofrecuencia de México, propiedad de MVS Comunicaciones, propiedad de Joaquín Vargas Guajardo. Se trata de la banda 2,5 Ghertz, la cual sirve para dar servicios de comunicaciones móviles y permite ofrecer internet de mayor velocidad incluso en lugares aislados. Así, su compra implicaría la búsqueda del mejoramiento de la calidad del servicio de telecomunicaciones ofrecido.

En conclusión, Slim utiliza las adquisiciones de empresas y las alianzas para ingresar a otros países con sus productos. Se trata de adquirir empresas que se encuentran dentro del mismo sector industrial. Para Slim no resulta tan importante el patrimonio intangible de la empresa sino el estado financiero de la misma. La idea es conseguir un buen precio de compra, luego inyecta una cantidad de dinero para mejorar la infraestructura y, por último, hace desaparecer a la empresa anterior reemplazando su imagen de marca y su ideología por la imagen e ideología de sus empresas. También, utiliza los procesos de adquisición para ingresar al mercado del proveedor y manejar la totalidad del proceso productivo del servicio. Por último, las escisiones resultan ser una forma efectiva para crear nuevas empresas con activos de empresas ya existentes como fue el caso de América Móvil.

Por lo tanto, para Slim las adquisiciones horizontales y transnacionales son una forma estratégica de crecimiento y ahora, el siguiente paso, es lograr una adquisición de tipo vertical con el objeto de controlar todo el sistema.

Caso 4: Citi Banamex

En agosto del año 2001, el Grupo Financiero Citigroup adquiere el Grupo Financiero Banamex. Así, en el año 2002, los productos y servicios de Citibank se unen a la plataforma tecnológica y de servicio de Banamex. De esta manera Banamex pasa a ser parte de la principal compañía de servicios financieros en el mundo con más de 200 millones de cuenta-habitantes en más de 100 países.

En cuanto a la comunicación corporativa, Citigroup decidió no deshacerse del nombre Banamex, el cual posee una presencia fuerte en el país mexicano y una trayectoria de más de 125 años.

Al igual que Telmex, Banamex nace en 1884 a través de una fusión de dos empresas (el Banco Nacional Mexicano y el Banco Mercantil Mexicano) y su proceso fue patrocinado por el Estado. En el momento de la fusión, el Banco poseía sucursales en Mérida, Veracruz, Puebla, Guanajuato y San Luís Potosí. Unos meses después, abrió otra sucursal en Guadalajara. Este banco se caracterizó por poseer un carácter dual: mitad banca privada y mitad banca del Estado. En la actualidad posee más de 1.260 oficinas en las principales localidades mexicanas y 2808 cajeros automáticos.

A lo largo de la historia de México, Banamex introdujo mejoras en el área de la banca privada como la introducción de las primeras cuentas de ahorro en 1929, el refuerzo del ahorro escolar en 1968, el desarrollo de los servicios fiduciarios en 1935; el servicio de auto-banco en 1947; los primeros préstamos personales en 1958; la introducción de la tarjeta de crédito en 1968; las cajas permanentes en 1972; la Cuenta Maestra en 1986; Cuentas básicas para niños y jóvenes en 1994 y con el ejercicio de Citigroup actual el desarrollo de Bancanet y Bancamóvil.

También la empresa casi desde sus inicios posee presencia a nivel internacional. En 1929 desembarca en Estados Unidos como la primera agencia de un banco latinoamericano en su territorio. En la actualidad posee oficinas en Nueva York, Los

Ángeles, Madrid, Londres, Tokio, Nassau y Singapur y posee, además, una subsidiaria en California denominada Commerce Bank.

Dada su trayectoria centenaria y su relación íntima con la historia de México es que Citigroup decide mantener el nombre Banamex en todos los productos y servicios ofrecidos por la empresa en el país mexicano.

Pero en el año 2014, Citigroup debe afrontar una pesada herencia de parte de Banamex. Se inicia un proceso de malos resultados de la empresa producto de una serie de escándalos en donde se encuentra involucrado el banco Banamex: el presunto fraude de Oceanografía; el caso Dipeasa y la investigación por parte de Estados Unidos por lavado de dinero.

La empresa Oceanografía es una empresa mexicana propiedad de los hermanos Amado y Carlos Daniel Yáñez Osuna. Entre 1999 y 2013, esta empresa obtuvo más de 160 licitaciones nacionales e internacionales de Pemex. Los contratos eran para el desarrollo de trabajos de mantenimiento, inspección, flete, transportación, alimentación, hospedaje y rehabilitación de pozos petroleros. El fraude investigado consistió en el pedido de un préstamo al Banamex por un total de 585 millones de dólares poniendo como garantía supuestos pagos a futuro de parte de Pemex. Esta última empresa realizó una revisión interna y constató la presencia de irregularidades en determinados contratos con la firma por lo cual el gobierno mexicano sanciona a Oceanografía por tales irregularidades. Por su parte, Banamex, al ponerse al tanto de la sanción, realiza una revisión detallada del riesgo de Oceanografía y descubre que la empresa había falsificado cuentas por cobrar. De esta manera se pusieron en evidencia fallas en los procedimientos de control y auditoría del banco. Además, tal situación produjo una disminución de la utilidad neta del banco del 19%. Por su parte, la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC) inició una investigación formal por supuestas negociaciones fraudulentas entre Banamex y la empresa de servicios petroleros Oceanografía. También la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) impuso al Banamex una multa de 29.962.035 de pesos ya que consideró que el fraude únicamente pudo llevarse

adelante gracias a que la entidad incurrió en conductas contrarias a las normas financieras. Como Banamex, resulta ser una unidad de Citigroup, dentro de Estados Unidos, Citi fue demandado por más de mil 100 millones de dólares por el caso Oceanografía. Por su parte, Citi terminó despidiendo en el año 2014 a 12 empleados de Banamex por incumplir políticas para el otorgamiento de créditos, pero no se encuentran involucrados de manera directa en el fraude, por lo cual Citi hizo un acuerdo para proteger la identidad de los mismos. Así las acciones u omisiones de estos empleados resultaron ser conductas que no cumplieron satisfactoriamente con los estándares globales del banco y sus políticas de mejores prácticas bancarias. Por último, al entonces responsable del banco en México Manuel Medina Mora, Citi decide reducirle los ingresos en un 14%. Se estimó que para el 2013 las utilidades de Banamex se redujeron en 235 millones de dólares. Por ello, el grupo puso en funcionamiento una investigación exhaustiva para determinar otras conductas inapropiadas dentro de la institución. A raíz de esta investigación, Citi logra detectar otro fraude por 15 millones de dólares de parte de una subsidiaria de la entidad denominada Dipeasa. Esta empresa se dedicaba a prestar servicios de seguridad privada como escoltas, guardias y custodios. Se detectaron una serie de conductas ilegales como la prestación no autorizada de servicios de seguridad a terceros y el uso de material proveniente de telecomunicaciones interceptadas. De esta manera los hechos fueron notificados a las autoridades judiciales y financieras de México y Estados Unidos; la empresa fue liquidada y los servicios de seguridad quedaron a cargo de la unidad global de seguridad de Citigroup.

También en el año 2013 las autoridades de Estados Unidos iniciaron una investigación en contra de Banamex USA por lavado de dinero y violación del secreto bancario. Fue investigada por no controlar de manera adecuada y no informar con respecto a movimientos en cuentas por lavado de dinero. Así se pudo constatar que en el año 2005 Antonio Peña Argüelles abrió una cuenta en Banamex Usa identificándose como el dueño de una pequeña empresa de cría de ganado y ciervos de cola blanca. Una semana después de abierta la cuenta, Peña Argüelles transfiere 7,09 millones de dólares desde una cuenta de México desde la cual se

presume que se manejaba dinero de la droga del cartel de los Zetas. En total Peña Argüelles movió 59.4 millones de dólares a través de la cuenta. De esa manera en el 2013 Banamex fue sancionado por no cumplir con las normas de prevención del lavado de dinero. Eran demasiadas las evidencias por actividad sospechosa de la cuenta y aun así la empresa nunca presentó el informe de actividad. De esta manera, Citigroup fue amonestado en repetidas ocasiones por no supervisar de manera adecuada a los grupos que utilizan el sistema financiero como instrumento para convertir fondos ilegales en medios legales de pago.

Estos tres acontecimientos, han provocado la disminución de las utilidades de la empresa, la pérdida de imagen y la obligación del pago de multas en México y Estados Unidos. Estas situaciones son consecuencias de la confrontación dentro de una misma empresa de dos culturas completamente diferentes: la cultura estadounidense aficionada al orden y al seguimiento estricto de los protocolos y las normas y la cultura mexicana con una cultura más informal en donde las reglas pueden ser cambiadas o sorteadas con facilidad. Debido a estas diferencias, Citi ha decidido el cumplimiento forzoso de sus protocolos de seguridad y control; por lo cual se ha castigado disciplinariamente a los empleados involucrados en actos que no cumplen con las reglas; ha reforzado las formas de control y ha decidido directamente liquidar la subsidiaria de seguridad que les traía problemas. Se trata de no perdonar ninguna conducta que viole las buenas prácticas determinadas por la empresa a nivel global. Como Banamex continúa, a pesar de estos tropiezos, dando buenos resultados para Citigroup; el grupo financiero decidió no liquidar el banco y desarrollar una serie de cambios radicales en el mismo. Esos cambios fueron llevados adelante por Ernesto Torres Cantú el cual implementó cambios centrados en la gente, los controles y los sistemas. Así, cierra el año 2016 con un aumento de los créditos empresariales en un 36% y logró un aumento de la utilidad de un 25% en comparación al año 2015.

Al principio, Citigroup, al momento de adquirir Banamex decide respetar su cultura teniendo en cuenta la trayectoria centenaria del banco. Sin embargo, esta decisión llevó a malos resultados en el 2013 y 2014, por lo cual el grupo financiero

cambió la estrategia. Se especulaba que Citigroup tenía la intención de vender Banamex, pero el precio de liquidación hubiera resultado muy bajo. Como Citi termina quedándose con su subsidiaria en México, se supone que, a pesar de las pérdidas provocadas, Banamex sigue dando resultados positivos. Así se impone de manera forzosa la cultura de Citigroup por sobre Banamex, a través de una rigurosa investigación, un control exhaustivo de todas sus actividades y la imposición de sanciones disciplinarias para aquellos empleados que desarrollen conductas indebidas dentro de la institución. Este caso, se trata de un ejemplo claro de imposición forzosa de una cultura sobre otra, en cuanto a su aspecto axiológico.

En conclusión, este caso presentó dificultades en cuanto a la interacción de los intangibles de ambas empresas. Las mayores dificultades en la perdurabilidad de las empresas, ha dependido de las diferencias en los mercados en los cuales actúan y las diferencias en las culturas empresariales. La decisión de continuar por parte de Citigroup se debió principalmente a una conveniencia netamente financiera sin importar el daño causado en la imagen corporativa.

Caso 5: Bimbo

Bimbo resulta ser otra empresa de origen mexicano con una estrategia transnacional de adquisición de empresas. Se trata de la panificadora más importante de latino américa y una de las empresas de alimenticias más grande del mundo (Grupo Bimbo, 2014).

La empresa nace en el año 1945. Sus fundadores fueron Roberto Servitje, José Mata, Jaime Sendra, Jaime Jorba y Alfonso Velasco. El actual presidente del Consejo de Administración y Director General del Grupo es Daniel Servitje. El nombre Bimbo nace de la combinación de Bingo y Bambi. Mientras que la imagen de la empresa, el Osito Bimbo, fue sacada de la caricatura de un osito que le llegó al señor Jaime Jorba en una tarjeta de Navidad. Fue la esposa de Jaime Sendra la que le añadió el gorro, el delantal y el pan bajo el brazo y se caracteriza por significar la ternura, la limpieza, la blancura y la suavidad.

Los primeros productos que lanzaron al mercado fueron el pan de caja blanco, grande y pequeño, el pan de centeno y el pan tostado. Los tres panificados se presentaban en sus comienzos envueltos en celofán. Ya en el año 1948, la empresa comercializaba nueve productos Bimbo y en 1952 se comenzó con la producción de las Donas del Osito, los Bimbollos, las Medias Noches y los Colchones. Actualmente la empresa se desarrolla fundamentalmente en el sector de panificados, pan dulce, pan para hacer sándwiches, “hot dogs” y hamburguesas, además posee, participación en el sector dulcero y en el sector de las botanas.

Según el reporte anual del año 2007, la empresa tenía ventas por un total de 72,294 millones de pesos mexicanos en el mundo, con utilidades netas que rondan los 3,811 millones de pesos. Y en el año 2013 el grupo Bimbo generó ingresos por 14,048 millones de dólares y en el año 2014 registró ingresos por 14,064 millones de dólares. La empresa, además, cotiza en la bolsa de México desde 1980.

Así, durante solo dos décadas, Bimbo logró adquirir un total de 36 empresas fuera de México. Entre las adquisiciones más destacadas se pueden mencionar las siguientes:

- George Weston Foods: por un total de 2,348 millones de dólares. Gracias a esta operación Bimbo Bakeries USA se posicionó como una de las empresas panificadoras más grandes de Estados Unidos.
- Canadá Bread: cuya adquisición fue concreta en el año 2014 por 1,830 millones de dólares canadienses.
- Sara Lee: adquirida en el año 2011 constituye la tercera compañía con mayor valor de compra por parte de Bimbo por un total de 209 millones de dólares. La compra incluyó los derechos de uso internacional de la marca Sara Lee para los productos de panadería (frescos) con excepción de Europa del Este, Australia y Nueva Zelandia.

El 2001 fue el año en que la empresa Bimbo realiza la mayor cantidad de adquisiciones (un total de cinco), entre las que se encuentran la empresa Plus Vita

de Brasil por 64 millones de dólares y los activos de la empresa Gruma la cual realizaba la producción y distribución de productos de pan en México, por un total de 70 millones de dólares. Luego en el año 2005, Bimbo adquiere la empresa El Globo del Grupo Sanborns por 127 millones de dólares lo cual le permite ingresar por primera vez a la comercialización al menudeo de productos de pastelería fina.

Además, durante los años 2006, 2010 y 2014, la empresa Bimbo adquirió tres empresas por año. La operación más importante que permite el ingreso al mercado asiático se concreta con la compra de la entonces subsidiaria española Panrico, Beijing Panrico Food Processing Centre en China por un total de 13 millones de dólares. En el mismo año, Bimbo adquiere la empresa El Molino por 4 millones de dólares y en el año 2010 la empresa compra Dulces Vero y Sara Lee. Con la adquisición de Dulces Vero, la empresa logra ingresar al mercado de las golosinas. Esta empresa en el año 2009 registró ventas por 87 millones de dólares con un EBITDA de 17 millones de dólares a través de la exportación de golosinas en más de veinte países, la venta mayorista y la venta en autoservicios. Durante el año 2014, Bimbo compra tres compañías: dos en Canadá (Canadá Bread y Saputo Bakery Group) y una en Ecuador (Supan).

Por último, en el año 2015, Bimbo adquiere otra empresa canadiense, la firma IHM por 11 millones de dólares canadiense. Esta nueva incorporación hizo repuntar los ingresos de la empresa Bimbo en un 31.4% dentro de la región comprendida por Estados Unidos y Canadá. A raíz de la adquisición, Bimbo registró una deuda de 64,175 millones de pesos por lo cual la deuda neta a EBITDA en dicho período fue de 3.1 veces. Durante el mismo año, la depreciación del peso encareció el precio de las materias primas utilizadas en la producción de los productos, lo cual fue compensado por los ingresos en dólares provenientes de la región norteamericana. La presencia de la empresa Bimbo en Estados Unidos resulta fuerte, en especial, a través de la exportación de sus productos a la región por un valor de 791 millones de dólares. Resulta que Estados Unidos es el primer importador a nivel mundial de productos de panadería como panes, bollería, bagels, donas, muffins, croissants y postres. En el año 2015, el 49% de esas importaciones fueron suministradas por

Canadá y el 19.3% por México. Los exportadores mexicanos poseen como clientes a las cadenas de autoservicio, clubes de precio, cadenas de restaurante, clientes institucionales y tiendas de conveniencia entre los que se pueden mencionar a Walmart, Kroger, Albertsons y Ahold. Por otro lado, la empresa mexicana Grupo Bimbo, es líder en el mercado de los productos panificados en Estados Unidos luego de la adquisición de las empresas Weston Foods Inc., WFI y Earthgrains. Sus competidores en Estados Unidos son: Flowers Foods, Mondelez International, The Kellogg Company, Pepperidge Farm y marcas privadas. El mercado de panificados se caracteriza por su madurez y por la homogeneidad de los productos ofrecidos por lo cual, para incrementar la participación en el mercado, es necesario enfocarse en la innovación y el desarrollo de nuevos productos enfocados a los consumidores con nuevos hábitos de consumo que buscan productos con un mejor perfil nutricional y más sanos.

A través de las estrategias de adquisición transnacional de empresas el Grupo Bimbo logra presencia en tres continentes: América, Europa y Asia. Actualmente la compañía produce más de 10,000 productos a través de 100 marcas como Arnold, Barcel, Ben's, Bimbo, Bimbo España, Brownberry, Dempster's, Dulces Vero, Eagle, Entenmann's, Fargo, El Globo, Lactal, Marinela, Mc Gavin's, Mrs Baird's, New York Bakery Co., Nutrella, Oroweat, Plus Vita, POM, Pullman, Ricolino, Sara Lee, Silueta, Tía Rosa, Thomas' y Villaggio.

En todo el mundo cuenta con 129,000 colaboradores, 165 plantas, tres comercializadoras y ocho asociadas estratégicas. Además, el Grupo Bimbo posee más de 1,700 centros de ventas ubicados en países como Argentina, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Ecuador, España, Estados Unidos, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Portugal, Reino Unido, Uruguay y Venezuela. Bimbo cuenta con una de las redes de distribución más amplias del mundo con 2.5 millones de puntos de ventas y superando las 52,000 rutas de distribución. Gestiona la comercialización de sus productos utilizando un esquema de visitas recurrentes a los canales de venta, efectuando hasta tres visitas diarias a un mismo establecimiento.

En la siguiente tabla se puede apreciar la evolución de la empresa a lo largo de los años 2012, 2013 y 2014.

Tabla 56. Evolución de la empresa en el período 2012-2014.

Año	Ventas netas	Utilidad bruta	Utilidad neta	Activos	Pasivos	Capital contable
2012	173,139.00	87,785.00	2,028.00	137,140.36	92,404.40	44,735.97
2013	176,041.00	92,099.00	4,404.00	134,727.00	89,108.00	45,619.00
2014	187,051.02	99,097.74	3,513.01	177,760.31	126,785.95	50,974.36
<i>Miles de Pesos</i>						

Fuente: Extraído de <http://www.grupobimbo.com/informe/pdf/ia-2014.pdf>

Como se puede observar, para el año 2014, se evidencia una reducción de la utilidad neta de la compañía, al mismo tiempo que registra un aumento considerable de los pasivos debido, principalmente, a las estrategias de crecimiento en territorio canadiense y norteamericano. Para el año 2015, el precio por acción rondó entre los 40 a 43 pesos mexicanos.

Uno de los últimos movimientos registrados de la empresa Bimbo fue la adquisición de la empresa Panrico en España a mediados del 2016 por un total de 190 millones de euros. En el año anterior Bimbo había anunciado el acuerdo para adquirir el 100 % de las acciones de Panrico, panificadora con presencia en España y Portugal. La operación logra efectivizarse luego que el grupo logra obtener la autorización de parte de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia de España y la Autoridad de Competencia portuguesa.

El éxito de la empresa se basa en seis estrategias fundamentales:

1. Estrategia de producto: se trata de buscar el desarrollo de productos sabrosos, saludables e innovadores.
2. Estrategia de marca: se busca establecer relaciones a largo plazo con los consumidores. La marca Bimbo posee en México un arraigo en la mente de millones de consumidores. A lo largo de más de medio siglo en el mercado, sus productos son adoptados de generación a generación.

3. Estrategia de penetración de mercado: el objetivo es estar disponible para mayor cantidad de consumidores día tras día. Se trata de una de las ventajas competitivas más importantes de la empresa que consiste en la capacidad de la organización para llegar a los puntos más alejados. En México, Bimbo logra colocar sus productos a un promedio de menos de un kilómetro de distancia de cada consumidor y esta estrategia Bimbo busca replicarla en los países en donde se encuentra y se vende la marca.
4. Estrategia de incremento de márgenes: consiste en la búsqueda de elevación de la eficiencia mediante la optimización de los recursos y el desarrollo e implementación de la tecnología para la elaboración de los productos. El objetivo es acortar los tiempos de producción y elevar la calidad de los productos.
5. Estrategia de adquisición: se trata de una estrategia de crecimiento que consiste en la búsqueda de oportunidades transnacionales. El ingreso a otros países Bimbo lo desarrolla mediante la adquisición de panificadoras y procesadoras de alimentos locales con cierto arraigo y respeto en los mercados en donde actúan. De esta manera, Bimbo explota marcas y productos ya conocidos por los consumidores, al mismo tiempo que introduce nuevas marcas bajo el paraguas corporativo de la marca Bimbo.
6. Estrategia de gestión del talento: se trata de ver a los empleados no como una carga económica sino como colaboradores en el éxito y crecimiento de la empresa. Bajo esta premisa, Bimbo implementa modernos sistemas de administración y medición de objetivos para poder apoyar a sus empleados en el logro de sus metas personales.

Como misión fundamental, la empresa Bimbo se propone el desarrollo de alimentos deliciosos y nutritivos al alcance de todos. Así mismo, la empresa posee un programa de responsabilidad social denominado Sembrando Juntos y que posee cuatro pilares: Bienestar, Planeta, Comunidad y Colaboradores, los cuales contribuyen a la construcción de una relación positiva y duradera con la comunidad y el planeta.

De esta manera, bajo el pilar Planeta, Bimbo busca la reducción de la huella ambiental de sus operaciones con cuatro líneas de acción: huella de carbono, huella hídrica, manejo integral de residuos y capital natural mediante el uso eficiente de energía, agua, residuos y compras sustentables. A nivel mundial, el grupo Bimbo implementó mejoras en las prácticas de producción como por ejemplo el manejo integral de residuos, dispositivos de captación y reutilización de agua pluvial, centros de tratamiento de aguas residuales, incorporación de energías renovables y eficiencia energética a través de la tecnología de los vehículos de la organización.

En el año 2012, la empresa inaugura el primer parque eólico el cual se ubica en el estado de Oaxaca y suministra energía a la mayoría de las instalaciones de la empresa en México. Al año siguiente, la compañía inaugura el primer centro de ventas ecológico con más de 70 vehículos de distribución eléctricos. Además, Bimbo colabora con la asociación civil Reforestamos México que busca asegurar los bosques y selvas del país a través del acompañamiento de las comunidades. Con la colaboración de otras empresas y el trabajo de más de 9100 voluntarios, en el año 2013, la empresa Bimbo logra la reforestación de 90 hectáreas de bosques en las zonas de Nevado de Toluca, Estado de México, el Bosque la primavera y la zona de Guadalajara.

En conclusión, al igual que Carlos Slim, la estrategia de crecimiento del Grupo Bimbo consiste en la adquisición horizontal de empresas del sector a nivel transnacional. Para decidir las adquisiciones el grupo analiza, no solo la situación financiera sino la identidad mercadológica de la compañía a adquirir la cual deberá poseer marcas fuertes, con tradición en el mercado en donde se desarrollan y alto nivel de recordación y calidad de los productos. Así la empresa incorpora nuevas marcas a su grupo, no se deshace de los *namings*⁷ y aprovecha los canales de venta de estos para ir incorporando productos bajo la marca Bimbo.

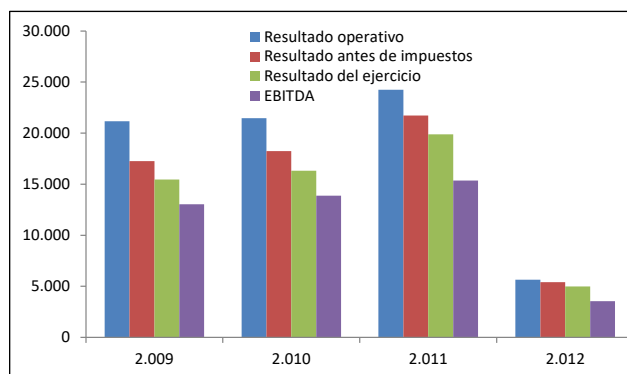
⁷ Es el proceso creativo el cual se crea el nombre de una marca.

Análisis de los Casos

En el caso de la fusión entre las empresas Anheuser-Busch In Bev y el Grupo Modelo, así como también las demás empresas que se tomaron como casos de análisis sobre las que se analizan las distintas variables; Patrimonio, Ventas, Utilidad bruta y Utilidad operativa (EBITDA) (variables cuantitativas). El análisis de las distintas variables se justifican en el estudio del paso del tiempo porque permite analizar la evolución de las mismas a lo largo del tiempo.

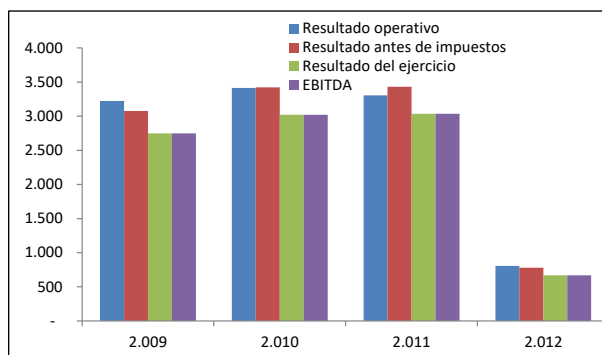
Para el caso particular de Anheuser-Busch In Bev y el Grupo Modelo se puede analizar que las cuatro variables se ven deterioradas en el año 2012 como se puede visualizar en el gráfico y en la tabla adicional. Los valores se comportan de manera similar en todos los años.

Gráfico 1: Evolución de Anheuser-Busch In Bev



Fuente: Elaboración Propia

Gráfico 2: Evolución de Grupo Modelo



Fuente: Elaboración Propia

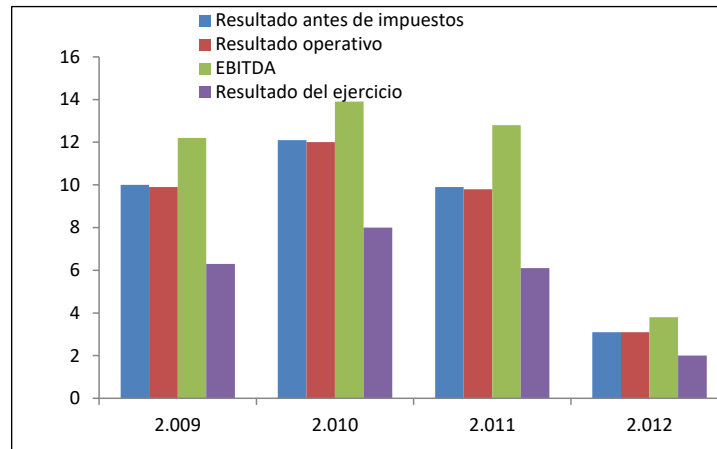
Tabla 57. Resumen de Variaciones Porcentuales

Variables /Empresas	Anheuser-Busch In Bev			Grupo Modelo		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Resultado operativo	1.4%	13.0%	-76.7%	5.9%	-3.2%	-75.7%
Resultado antes de impuestos	5.8%	19.1%	-75.1%	11.2%	0.3%	-77.3%
Resultado del ejercicio	5.6%	21.7%	-74.9%	9.9%	0.5%	-78.0%
EBITDA	6.4%	10.7%	-76.9%	5.6%	-2.5%	-75.3%

Fuente: Elaboración Propia

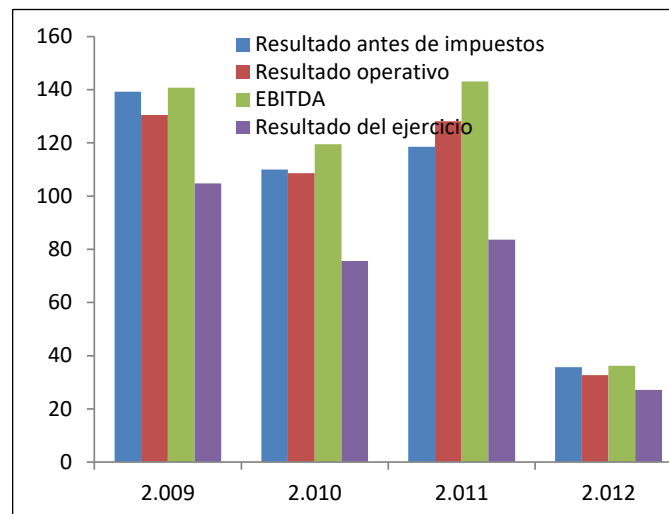
Considerando la evolución de las variables analizadas para el año 2012 la misma presenta la misma evolución que la fusión anterior, con un deterioro de la rentabilidad de las empresas en dicho año. Ambas empresas tienen una caída de aproximadamente un 70% en EBITDA.

Gráfico 3: Evolución de Nutrisa



Fuente: Elaboración Propia

Gráfico 4: Evolución de Herdez



Fuente: Elaboración Propia

Tabla 58. Resumen de Variaciones Porcentuales

Variables /Empresas	Nutrisa			Herdez		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Resultado operativo	21.2%	-18.3%	-68.4%	-16.8%	18.0%	-74.5%
Resultado antes de impuestos	21.0%	-18.2%	-68.7%	-21.0%	7.7%	-69.9%
Resultado del ejercicio	27.0%	-23.8%	-67.2%	-27.9%	10.6%	-67.6%
EBITDA	13.9%	-7.9%	-70.3%	-15.1%	19.7%	-74.7%

Fuente: Elaboración Propia

Considerando las tendencias en el año final completo de adquisición del grupo Nutrisa de parte del grupo Herdez, los indicadores cayeron drásticamente, principalmente en el resultado antes de impuestos y “EBITDA”; se asume, acorde a lo que se determinó en las encuestas y entrevistas, que no tomaron diversos factores de análisis previos en cuanto al factor humano, cultura y expectativas negativas en la potencial adquisición.

En el caso de las otras dos fusiones sobre las cuales no se posee información respecto de los Estados de Resultados para las empresas relacionadas. Sin embargo, la información expuesta de ambas empresas, dan cuenta de dos tipos de fusiones agresivas en cuanto a la adquisición por parte de un Grupo de gran envergadura como Citigroup y Banamex. En el caso de Bimbo el historial de fusiones en los últimos años anteriores a la adquisición de la última empresa denota que las mismas fueron decisiones relacionadas a cuestiones financieras.

V. Conclusiones

La motivación de la presente investigación consistió en determinar cuáles son los factores de éxito de las fusiones y adquisiciones y su impacto hacia la generación de sinergias y perdurabilidad de la transacción. Esta búsqueda para determinar los factores, llevó a realizar una revisión bibliográfica de cuáles eran los métodos más utilizados para estimar el éxito de una fusión y cómo estos definen el concepto de éxito como una optimización en la valuación de la empresa fusionada ya sea, por un aumento en el valor general de la empresa o bien por un aumento en el valor de la acción o título emitida por ella.

El análisis bibliográfico dio cuenta que los indicadores económicos y financieros que se utilizaron para medir el éxito de una fusión sólo centran su atención en variables cuantitativas, por lo que los autores introdujeron la necesidad de analizar previo, durante y post el proceso, cuál es la percepción que los integrantes de la empresas tienen de dicho proceso. Este enfoque basado en determinar cuáles son los aspectos que integran el patrimonio intangible fueron mencionados por muchos autores, pero no todos incursionaron en su estimación. Así, en búsqueda de responder a la pregunta de investigación de cuáles son los enfoques que analizan el éxito de las fusiones, se responde de manera positiva que existen dos grandes grupos de enfoques, aquellos que miden variables cuantitativas a través de indicadores y aquellos que buscan indagar respecto de la percepción de los integrantes del proceso. Es así por lo que la hipótesis de implementar un modelo de Due Diligence en la identificación de los riesgos y oportunidades que el proceso de fusión genera en las empresas es el adecuado para integrar ambos aspectos de análisis, las variables cuantitativas y cualitativas.

Este mismo análisis, arroja que los encuestados percibieron un alto nivel de aceptación al modelo de valuación propuesto para la fusión, con promedio de 3.5 puntos en la escala construida, por lo cual, también se valoró de manera positiva, y con igual cantidad de puntaje que durante el proceso es necesario la búsqueda de sinergias entre las distintas áreas componentes de la empresa, como las compras,

sistemas, clientes, entre otras, para la toma de decisión en el proceso de fusión y/o adquisición. Otra variable del área financiera que se buscó conocer la percepción entre los entrevistados fue el país de la fusión, que los entrevistados, también arrojaron un nivel alto de aceptación, 3.5 puntos, y como era de esperarse el uso del indicador “EBITDA” como parte fundamental en optimización de los recursos de las compañías, también resultó con una valoración positiva.

El área financiera arrojó otro resultado que a priori hubiera sido importante, como lo son las sinergias en el largo plazo, como no determinante para el éxito de las fusiones o adquisiciones; sin embargo, el resultado de estas sinergias en el corto plazo puede percibirse en forma más contundente. La negociación de pagos en plazos, esto es percibido entre los entrevistados que debe realizarse en más de una exhibición.

En el caso del manejo de los recursos humanos de las empresas que se involucran en un proceso de fusión y adquisiciones, se tiene que el éxito financiero busca medir cuál es la real ganancia de las empresas en ahorro de recursos con la integración, integración de indicadores y de variables cuantificables, cuando desde el éxito intangible la intención de la medición se inclina sobre la implementación de cambios organizacionales y culturales entre los empleados y su recepción y aplicación al rendimiento, como así también la integración en el aprendizaje entre las distintas culturas de trabajo y valoración del personal, tanto en términos económicos como interpersonal. El entrenamiento específico al equipo de personas que realizarán el “Due Diligence”, tiene un grado de aceptación que no es total entre los entrevistados, así mismo, se genera la idea que la pertenencia de la empresa para gestionar la fusión no resulta definitiva para garantizar el éxito en la transacción. La comunicación del proceso al finalizar el mismo, este es el aspecto que genera más uniformidad en las respuestas de los entrevistados, mientras que el involucramiento de los empleados de la empresa que se fusiona resulta esencial a través de la imposición de la marca ya que los entrevistados dan cuenta de que debe existir un proceso de integración gradual.

En relación con las áreas de Marketing y de Operaciones, los resultados alcanzados por las entrevistas dan cuenta de que existe la gestión de talento, el posicionamiento de la marca, la filosofía de la empresa adquiriente como variables esenciales para medir el éxito, pero que la mayor influencia la otorga el posicionamiento del mercado y nicho de mercado. La uniformización y clarificación de las políticas comerciales que incluyan precios, descuentos, y aspectos relacionados al tipo de empresa en cada transacción. El Prestigio de la empresa determina un valor fundamental de pertenencia que va muy relacionada con la cultura de la marca para hacer crecer su valor y también la capacidad y calidad de los procesos a través de cronograma de actividades. para culminar con la elaboración del plan para optimizar las sinergias en los sistemas de información que determinen una información clara, confiable y oportuna.

Por último, en forma más específica, el aspecto del área de operaciones tiene la propuesta de medir en éxito financiero desde la óptica de la capacidad y calidad de los productos integrados, así como de sinergias ocurridas en el área de compras de las empresas fusionadas. El mayor éxito está en la organización de las actividades que se realizarán dentro de las empresas. En complementariedad del estudio del éxito financiero, el éxito intangible propuesto busca sinergias de marca, imagen y sistema de información ad-hoc a las circunstancias del medio.

En función de los valores obtenidos en la escala total, resultó evidente que en promedio existe un alto grado de acercamiento a las áreas financieras como era de esperarse, pero refuerza la hipótesis de involucrar nuevos aspectos, como el análisis de los recursos humanos y operaciones, con un mayor nivel de aceptación de un estudio del área de marketing. Los índices creados dentro de cada área permitieron dar cuenta que en el área financiera solo existen tres preguntas que poseen un bajo nivel de aceptación, mientras que en el área de marketing casi todas las preguntas, exceptuando una, obtuvieron un alto nivel de aceptación respecto a la imagen y nichos de mercados. Con relación al área de Recursos Humanos, que se encuentra más relacionada al “Due Diligence”, existen tres preguntas que poseen un bajo nivel de aceptación, que se puede apreciar a través de la distancia respecto

del máximo, mientras que en el caso de operaciones todas menos una pregunta posee un alto nivel de aceptación.as de información.

Así mismo, al analizar los diferentes casos de estudio de empresas que se seleccionaron como parte de los procesos de fusión y/o adquisición en México se encontraron características similares de actuación en proyectos de expansión, diversificación y consolidación de las mismas, las cuales se muestran como sigue:

CARACTERISTICAS	CASOS					Concordancia
	Anheuser-Busch In Bev (AB-INBEV) & Grupo Modelo	Grupo Herdez & Nutrisa	Telmex & America Movil	Citi Banamex	Bimbo	
Crecimiento Trasnacional			X	X	X	3
Responsabilidad Social	X				X	2
Enfoque Financiero		X	X			2
Trayectoria y Prestigio	X	X				2
Empresas Subvaluadas		X	X		X	3
Aumento de la capacidad	X			X	X	3
Penetración de Mercado		X	X		X	3
Identidad y Cultura		X		X		2
Crecimiento Comercial	X	X		X		3
Implementación de cambios culturales				X	X	2
Comunicación del proceso de fusión o adquisición en forma inmediata	X	X				2
Diversificación de productos y/o servicios		X	X			2
Interacción y Gestión del Capital Humano	X				X	2

El análisis de estos casos se realizó de manera ex post a la fusión; es decir, sólo se conocen los índices económicos de la nueva empresa y los cambios en el valor de las acciones que pueden llevar a predecir que los procesos resultaron satisfactorios, es por ello que la falta de la percepción desde dentro de la empresa del proceso se buscó solucionar a través de las encuestas. El análisis previamente realizado comprueba la hipótesis de que las fusiones deben analizarse no sólo desde los factores financieros, sino también con respecto a factores intangibles considerando el tipo de empresa, mercado, cultura y políticas internas, para

alcanzar el éxito en la generación de perdurabilidad de las sinergias posterior a la transacción.

Por lo cual, el método utilizado que asegure la perdurabilidad de los procesos deberá ser un instrumento de análisis mixto: análisis de bienes tangibles y análisis de bienes intangibles de las empresas intervinientes. Por un lado, se utiliza el denominado “Due Diligence” que concentre su investigación en forma retrospectiva en la identificación de riesgos en las diversas áreas de la empresa a adquirir y con ello dé la pauta a optimizar las variables económicas y financieras llevadas a cabo para ejecutar cada uno de los elementos que mantienen la operatividad de la empresa como ventas, margen, utilidad operativa y capital de trabajo y con ello recuperar o mejorar el mercado en el que participan para que el ofrecimiento económico justifique la transacción y sea vinculativo, tratando de asegurar que sea un hecho la transacción de fusión y/o adquisición.

Estos desarrollos permitieron dar respuesta a los interrogantes de investigación y corroborar las hipótesis de trabajo general y específicas postuladas en el estudio.

El análisis del éxito se midió desde dos perspectivas, una que valora el éxito financiero y otra el éxito intangible. Ambas miradas resultan complementarias para el análisis, ya que de ellas es posible realizar un estudio acabado no sólo de aquellos aspectos tangibles de la empresa, es decir los valores cuantitativos, sino también cualitativos de consideración personal y de percepción de los involucrados en el proceso.

El análisis de las percepciones respecto del devenir de una empresa, por parte de sus empleados en el proceso de fusión, es un aspecto que muchos autores lo remarcen en su análisis del éxito del proceso, pero no centran sus esfuerzos en medirlos o estimarlos, ya que tradicionalmente recaen en el estudio de los ratios financieros y económicos de la empresa.

En términos concretos el éxito financiero presenta una metodología basada en el “Due Diligence”, con una herramienta de valuación acorde a las circunstancias y

con una valoración de las sinergias financieras en distintos plazos de tiempo en el área financiera. En el éxito intangible de este aspecto se valoran la satisfacción del accionista, tanto orgánica como estratégica, y la optimización real de las variables económicas en las empresas subvaluadas.

A continuación, se presenta un resumen acerca de lo que se propone como un aporte a la literatura actual del análisis de las fusiones y adquisiciones, tanto para empresas mexicanas como para cualquier empresa de otros países que comiencen el mismo proceso que comprueban la hipótesis planteada.

CUADRO RESUMEN DE CONCLUSIONES EN FUSIONES Y/O ADQUISICIONES
Problema de investigación: ¿Cuáles son los factores tangibles e intangibles que influyen en el éxito de las fusiones y adquisiciones para la generación de perdurabilidad de las sinergias posterior a la transacción?
Objetivo: Determinar cuales son los factores tangibles e intangibles que influyen en el éxito de las fusiones y adquisiciones para la generación de perdurabilidad de las sinergias posterior a la transacción.
Hipótesis: La fusión o adquisición de empresas no sólo debe analizarse desde el punto de vista de factores financieros, sino también con respecto a factores intangibles considerando el tipo de empresa, mercado, cultura y políticas internas, para alcanzar el éxito en la generación de perdurabilidad de las sinergias posterior a la transacción

1.- Análisis de Indicadores económicos y financieros de las fusiones	
Motivo de la fusión	Crecimiento Comercial
	Compra de empresas subvaluadas
	Crecimiento Transnacional
	Aumento de la capacidad
	Penetración del mercado
Herramientas	Utilidad Bruta
	Resultado Operativo
	"EBITDA"
Resultado	Valoración tangible
2.- Activos intangibles a consideraren fusiones y adquisiciones vía encuesta a ejecutivos	
Aspectos analizados	Área financiera
	Área de Marketing
	Área de Recursos Humanos
	Área de Operaciones
Herramientas	Índice Total
	Índice del Área Financiera
	Índice del Área de Marketing
	Índice del Área de Recursos Humanos
	Índice del Área de Operaciones
Resultado	Valoración Intangible

Conclusiones		
Variable	Éxito Financiero	Éxito intangible
Área Financiera	Metodología de valuación acorde a circunstancias del mercado y estandar en las empresas	Empresas Subvaluadas para buscar desarrollo y optimización de utilidades a largo plazo
	Valor de la empresa por encima del mercado tomando en cuenta un adecuado "Due Diligence"	Satisfacción de accionistas (organica y estrategicamente)
	"EBITDA" positivo en 3 años previos a la adquisición con proyección positiva a 5 años	Alcance de sinergias positivas con otras áreas en corto plazo pero no en el largo plazo
	Valor incremental de las sinergias financieras en forma inmediata y en el corto plazo (compras, gastos, costos, ventas y sistemas de información) con un comparativo de valores previo a la adquisicion y posterior a la misma	
	Oferta vinculativa que contemple pagos de la transacción en más de una exhibición	
		Necesaria la realización de pagos en más de una exhibición

Área de Recursos Humanos	Integración de indicadores cuantificables (KPIs)	Implementación de cambios culturales en forma clara pero
	Desarrollo de indicadores estandarizados	Comunicación del proceso de fusión o adquisición al finalizar el
		el logro de aprendizaje mutuo a través de la gestión del capital humano
	Analisis de riesgos y condiciones del país (ubicación)de la empresa adquirida para estandarizar beneficios y prestaciones a los empleados y su impacto financiero en la empresa consolidada	Evaluación de la satisfacción de los trabajadores (clima laboral y analisis de resistencia al cambio)
	Optimización de posiciones en las entidades fusionadas que generen potenciales ahorros	Generación de Identigramas e Ideogramas para confrontar cultura e identidad de las empresas fusionadas o adquiridas
	Entrenamiento específico al equipo que realizará en "Due Diligence"	Designación clara y por escrito de Líder de proyecto y Líder de cambio
		Percepción de ventajas y desventajas con respecto a la posición y al cambio del status quo y el prestigio

Área de Marketing	Alta penetración en el mercado para incrementar ingresos	Posicionamiento en el mercado
	Instrumentos de valor de la marca y posicionamiento en ventas y productos o servicios	Mercados competitivos y con gran poder e influencia de parte del consumidor
	Uniformización de políticas de precios y descuentos	Prestigio de la empresa "Goodwill"
		Cultura de la marca
Área de Operaciones	Adquisición de empresas con procesos definidos y en funcionamiento	Sinergias de marcas e imagen a largo plazo
	Capacidad y calidad de los procesos e infraestructura estable en el largo plazo	Penetración del mercado
	Sinergias de compras en el corto y mediano plazo (Cuantificación)	Sinergias de sistemas de información a mediano y largo plazo que determinen y muestren una información clara, confiable y oportuna.
	Establecimiento de cronograma de actividades.	

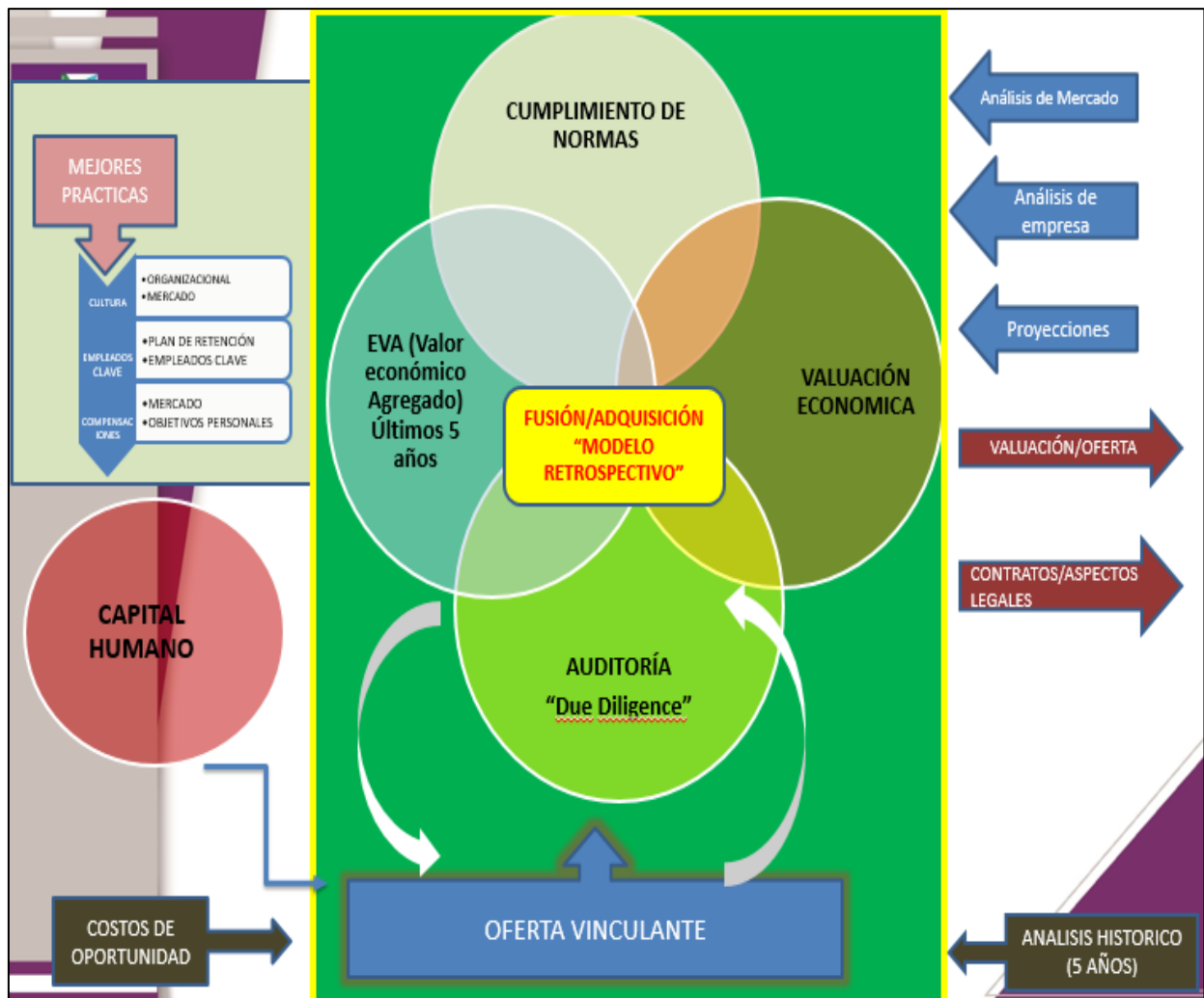
Como pauta hacia un comentario final dentro de estas conclusiones, los objetivos iniciales de los procesos de adquisición y fusión son determinantes para el futuro de la empresa. Cuando los objetivos son estrictamente financieros, el análisis denominado "Due Diligence" resulta primordial, pero no garantiza la perdurabilidad ya que ello depende de la cantidad que la empresa adquiriente esté dispuesta a invertir en su nueva adquisición. En cambio, cuando los objetivos son el crecimiento a nivel comercial y transnacional, la penetración de mercado, el aumento de capacidad e infraestructura o la necesidad de ampliar la capacidad de la empresa con la compra de empresas subvaluadas, las características intangibles de las empresas intervinientes en el proceso resultan primordiales. También, se hace evidente que, para la perdurabilidad en procesos de adquisición, se hace necesaria la presencia de una cultura corporativa clara y fuerte que permita hacer frente a cualquier contingencia y que permita imponerse fácilmente sobre la cultura de la empresa adquirida.

Recomendaciones

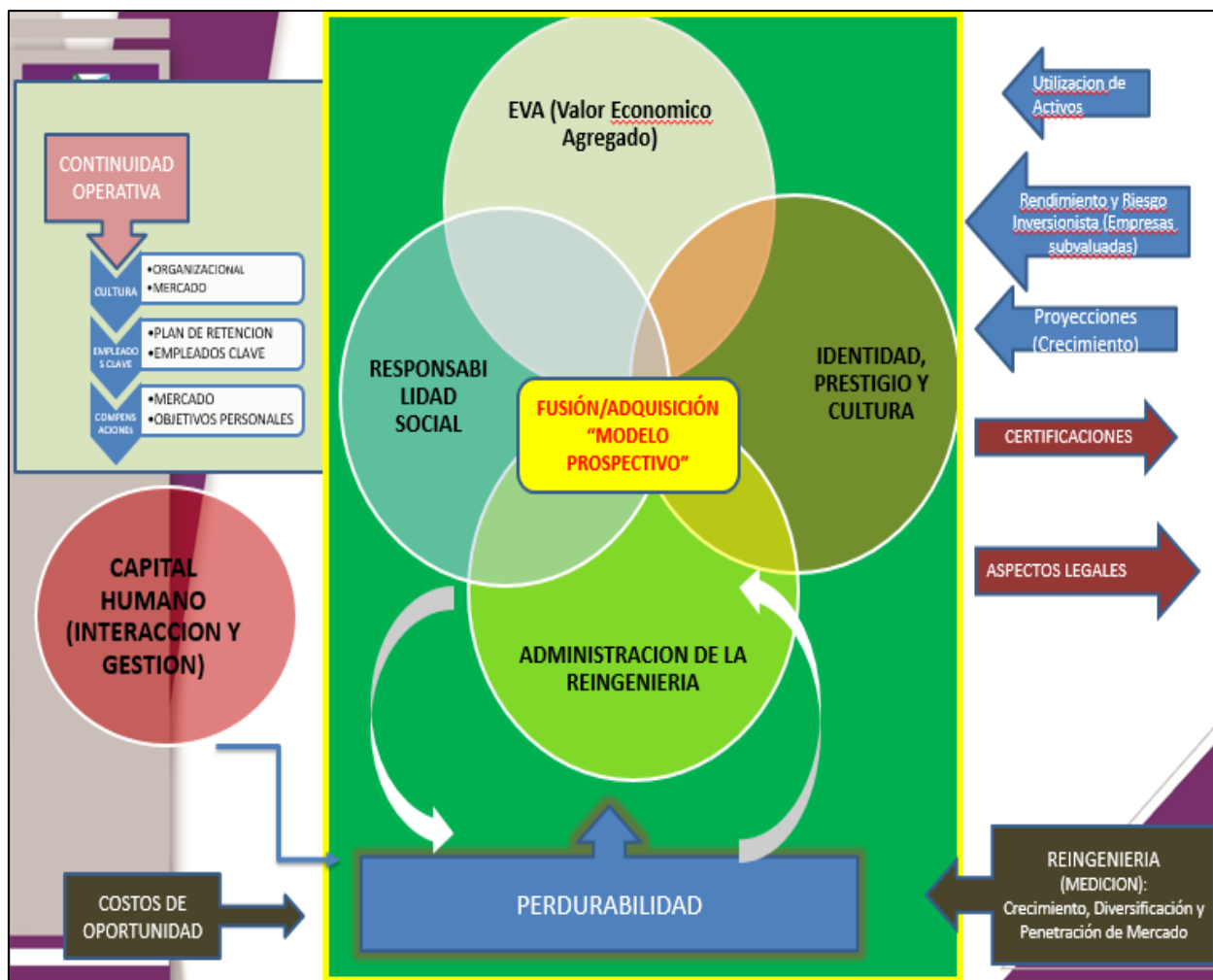
Producto del resultado de este estudio, se presenta un modelo respecto de las distintas variables analizadas en el proceso de fusiones y adquisiciones entre las empresas mismo que se puede dividir en dos enfoques de análisis según plantea la hipótesis principal.

En una primera instancia es posible seguir la guía de aspectos presentados en el presente trabajo de analizar la situación financiera de la fusión y las variables de patrimonio intangibles. Y en segunda instancia y en relación al aspecto de intangibles, se desarrollan cuatro áreas de valuación, financiera, operaciones, marketing y recursos humanos. Estas variables permiten analizar el potencial éxito de la sinergia generada en el proceso. .

En los siguientes gráficos, se muestra un modelo resumen que resulta de esta investigación como recomendación para su aplicación tomando en cuenta los dos momentos estudiados, retrospectivos, es decir antes de realizar la fusión y/o adquisición para realizar una oferta vinculante como parte esencial para aumentar la probabilidad de éxito en la obtención del acuerdo que consolide el proyecto y prospectivo con los factores determinantes para incrementar las posibilidades de éxito en el proceso en la búsqueda de obtener sinergias y optimizando el valor económico de la compañía con una perdurabilidad de tiempo más prolongada y con ello la generación de valor económico de la compañía fusionado o adquirida sea óptimo por este tiempo mencionado.



Fuente: Elaboración propia



Fuente: Elaboración propia

De esta manera, puede observarse como la oferta vinculante y la perdurabilidad se asocian íntimamente en un proceso de fusión y/o adquisición empresarial, el capital humano, los costos de oportunidad, las proyecciones y los aspectos legales operando como nexo en común entre las dos etapas, retrospectiva y prospectiva respectivamente.

Los demás factores, propios de cada etapa, definen a cada una de ellas. Particularmente, cabe destacar lo previo y posterior a partir de los factores que hacen a lo evaluativo y a lo operativo, respectivamente, sobresaliendo la

reingeniería como medio de evaluación hacia la perdurabilidad y la generación de sinergias en el proceso de fusión y/o adquisición empresarial.

Se propone el análisis del mercado que conlleve a reforzar la cultura, la identidad y la imagen de las empresas mediante identigramas e imagogramas, entendiéndose que las empresas con culturas parecidas que operan en el mismo sector industrial y con productos similares son aquellas con mejor pronóstico de perdurabilidad, además de una definición correcta de los objetivos y de las razones de crecimiento e internacionalización de las empresas con el respectivo análisis de marca y prestigio generado a través de la historia de la empresa adquirida. En la medida en que como empresa se logre la satisfacción de los Clientes, accionistas y trabajadores, cumpliendo sus expectativas, creciendo orgánica y estratégicamente, y generando bienestar, se logrará perdurar en el tiempo.

Como recomendación final, este estudio da cuenta que incorporar dentro del análisis la valoración de los activos intangibles que tengan las empresas que realizarán este tipo de transacciones, no debe realizarse solo de manera ex post para conocer cuál fue el impacto de la fusión en el capital humano, debe realizarse de manera ex antes y a la mayor cantidad de empleados de la empresas involucradas, debido a que se arribó a la conclusión de que es un factor crucial para garantizar la perdurabilidad de la fusión con éxito.

Un objetivo que se desprende del anterior análisis, que no se analiza en esta investigación, pero puede considerarse en investigaciones futuras consiste en indagar cuál sería el procedimiento para incorporar esta valoración en la legislación actual que se debe de cumplimentar para llevar a cabo una fusión o adquisición. En términos concretos, una vez probada la hipótesis de que la valoración de los activos intangibles en una empresa forman parte del éxito del proceso, es necesario ahondar el estudio de cómo este proceso será valorado por los encargados de analizar la fusión de la empresa y cuál será la valoración final que estos otorgarán a dicho análisis. En la actualidad la legislación vigente solo obliga a las empresas partícipes a publicar sus estados financieros previo a la formalización de la fusión,

y posterior a ella. Un aporte considerable debiera ser realizar una encuesta de medición de los activos intangibles de las empresas involucradas previo a la concertación de la fusión y posterior. La encuesta resultará también un indicador para el estado de la percepción de los trabajadores dentro del proceso, en relación al procedimiento en cada una de las áreas analizadas, marketing, financiera, recursos humanos y operaciones. El fin de realizar la encuesta en los dos momentos culmines de la operación de fusión es que se analice según los índices propuestos si la percepción previa al proceso se efectivizó o no. En caso de que la percepción fuese negativa con valores del índice total muy próximos a cero y continuarán en análisis posterior, debiera de generarse una alerta para el estado a los fines de realizar una inspección en las empresas, mientras que en caso contrario no existiría alerta alguna.

Otro posible estudio que se desprende del análisis, es si esta metodología de las fusiones es factible aplicar en la fusiones de organismos públicos, es decir en la absorción entre secretarías del Estado. Si bien a nivel económico la fusión de organismos no genera un atractivo de mercado y no se puede valorar a través de un aumento en el valor de una compañía, es de total interés para el bienestar social indagar respecto de si los activos intangibles son tenidos en cuenta al momento de realizar la acción. En síntesis, si la absorción entre organismos públicos se realiza con el fin de disminuir el presupuesto del gobierno en relación al gasto público, de la partida de empleo público, infraestructura entre otros, el éxito no sólo debiera de medirse a través del valor en que disminuye la partida sino también en la percepción de eficiencia de los empleados involucrados e incluso de los ciudadanos que se benefician de esta dependencia.

Referencias

- Anheuser-Busch In Bev. (2018). *Conócenos*. Recuperado el 15 de abril de 2017, de www.abnbev.com
- Aching Guzmán, C. (2006). *Guía rápida ratios financieros y matemáticas de la mercadotecnia*. Ed: Prociencia y Cultura. Serie S.A, México
- Aguilar López, J. (2003). *La gestión del cambio*. Barcelona: Ariel.
- Anaya Vélez, E. J. (2014). *Factores determinantes de la perdurabilidad de las empresas MiPymes comerciales en el municipio de Sincelejo-Sucre: Apreciaciones de los directivos* (Tesis de maestría). Universidad Nacional de Colombia, Sincelejo, Colombia.
- Apellániz Gómez, T y Apellániz Gómez, P. (2001). *Análisis ex post de fusiones y adquisiciones. Investigación empírica sobre la evaluación de los resultados de la fusión*. Universidad de Zaragoza, España.
- Argandoña, A. (2016). La misión de la empresa y la responsabilidad social. *Cuaderno de la Cátedra "la Caixa" de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Cooperativo*, 29, 1-22.
- Arribas, M. (2004). Diseño y validación de cuestionarios. *Matronas Profesión*, 5(17), 23-29.
- Asociación de Empresas Vascas por la Sostenibilidad (IZAITE). (2012). *Guía para la implantación de la RSE en la empresa*. Bilbao, España: IZAITE.
- Ballarin E., Canals, J., & Fernández, P. (1994). *Fusiones y adquisiciones de empresas. Un enfoque integrador*. Madrid: Alianza.
- Basave Kunhardt, J. (1996). *Los grupos de capital financiero en México (1974-1995)*. Ciudad de México: El Caballito, UNAM.
- Basave Kunhardt, J. (2000). La inversión extranjera directa de las corporaciones empresariales mexicanas. En J. Basave Kunhardt (Coord.), *Empresas mexicanas ante la globalización* (pp.). Ciudad de México: M. Á. Porrúa/ UNAM.
- Basave Kunhardt, J. (2002). Modalidades de integración internacional y perspectivas de expansión de empresas mexicanas. En J. Basave Kunhardt, A. Dabat Latrubesse, C. Morera, M. A. Rivera Ríos, & F. Rodríguez Hernández (Coords.), *Globalización y alternativas incluyentes para el siglo XXI* (pp. 435-460). Ciudad de México: IIEC-UNAM, CRIM, DGAPA, M. Á. Porrúa.

- Bowman, E. H., & Singh, H. (1993). Corporate restructuring: Reconfiguring the firm. *Strategic Management Journal*, 14(4), 5-14.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2007). *Principios de finanzas corporativas* (9ª ed.). Ciudad de México. McGraw-Hill/ Interamericana de México.
- Bruner, R. F. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions*. Nueva York: John Wiley & Sons.
- Cadavieco Sarabia, M. (2016). *Valuación de la fusión entre las empresas Holcim y Lafarge* (Trabajo de grado). Universidad de San Andrés, Victoria, Argentina.
- Camps Torres, J. (2002). La medición de la compatibilidad cultural en los procesos de fusión. El caso de Bancaja-CAM. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 13, 545-566.
- Chavarria, M y Oviedo, L (2015). *Percepción de un Grupo de Docentes en la Educación Básica*. Redalyc.
- Chiang, A (2006). *Métodos Fundamentales de Economía Matemática*. Cuarta Edición, Columbia.
- Código Fiscal de la Federación (2009). En Diario Oficial de la Federación, 4 de junio de 2009. Estados Unidos Mexicanos.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2004). *Valoración. Medición y gestión del Valor*. Barcelona: Deusto.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2ª ed.). Nueva York: John Wiley & Sons.
- Daughety, A. F. (1990), Beneficial Concentration, *The American Economic Review*, 80, 5, pp. 1231-1237
- Deloitte (2005). *Due Diligence. Documentos de Asesoría Financiera*. Recuperado en <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cr/Documents/finance/services/141113-crc-FAS-DebidaDiligencia.pdf>
- Deloitte (2016). *Fusiones y Adquisiciones México 2016, por qué pensamos que será mejor que el 2015 en temas de M&A*. Recuperado en: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/mx/Documents/mergers-acquisitions/Mexico%20MA%20 2015%20VF.pdf>
- Deloitte. (2017). *Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica*. Informe Anual 2017. Recuperado en:

https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/finance/Informe-MA-Anual_Feb-2018.pdf

- Del Toro Rovira, R. (1992). *Estudio sobre fusiones y escisiones de sociedades*. Ciudad de México: Instituto Mexicano de Contadores Públicos.
- Dolz Dolz, C., & Iborra Juan, M. (2005). La integración en las fusiones y adquisiciones. Una perspectiva basada en los recursos. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 24, 5-28.
- Duarte, R. G., & Cardoza, G. (2002). Problemas culturales en un proceso de adquisición internacional: el caso Autopec. *Academia (Caracas)*, 2, 101-122.
- Durango Yepes, C. M. (2006). Marco teórico y estado del arte de los procesos de fusión y adquisición y su influencia en el capital intelectual en las entidades de crédito. *Revista Ciencias Estratégicas*, 14(16), 139-152.
- Escrihuela-Villar, M., y R. Faulí-Oller (2008), Mergers in Asymmetric Stackelberg Markets, *Spanish Economic Review*, 10, 4, pp. 279-288.
- Espiñeira, Sheldon y Asociados. (2008). Fusiones y Adquisiciones. *Boletín de Finanzas Corporativas y Recuperaciones*, 3. Recuperado el 20 de septiembre de 2016 de <http://www.pwc.com/ve/es/finanzas-corporativas-y-recuperaciones/assets/boletin-cfr-edicion-03-2008.pdf>
- Fernández, P. (2002). *Valuation Using Multiples. How do Analysts Reach Their Conclusions?* Madrid: IESE Business School.
- Fernández, P. (2015). *Valoración de empresas y sensatez* (4ª ed.). Madrid: Social Science Research Network.
- Fernández, P., & Bonet, A. (1989). Fusiones, adquisiciones y control de las empresas. *Arbor*, (523-524), 39-60.
- Festinger, L. (1975). *Teoría de la disonancia cognoscitiva*. Madrid: Instituto de Estudios Políticos.
- Fuentes, N, Osorio,P y Mungaray,A . (2016). Capacidades intangibles para la actividad microempresarial en México. *Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía*, Volumen 47, Issue 186, Septiembre de 2016.
- Garrido, C. (2001). *Fusiones y adquisiciones transfronterizas en México durante los años noventa*. Santiago de Chile: CEPAL, División de Desarrollo Productivo y Empresarial.

- Grupo Bimbo. (2014). *Informe Anual*. Recuperado el 20 de abril de 2014, de <https://grupobimbo.com/es/informe/pdf/ia-2014.pdf>
- Grupo Herdez. (2018). *Conócenos*. Recuperado el 15 de abril de 2017, de <https://grupoherdez.com.mx/conocenos/#1>
- Guisande González, C., Berreiro Felpeto, A., Maneuro Estraviz, I., Riveiro Alarcón, I., Vergara Castaño, A. R., & Vaamonde Liste, A. (2006). *Tratamiento de datos*. Madrid: Díaz de Santos.
- Habeck, M. M., Kroger, F., & Tram, M. (2000). *After the Merger*. Harlow, UK: Financial Times/ Prentice Hall.
- Handy, C. (1995). *Gods of Management: The Changing Work of Organizations*. Nueva York: Oxford University Press.
- Harrison L. H. (2012). *Nueve pasos para una buena integración empresarial*. Recuperado el 18 de septiembre de 2016 de <http://www.equiposytalento.com/noticias/2012/07/03/nueve-pasos-para-una-buena-integracion-empresarial>
- Hernández, C. A., & Bonomie, M. E. (2010). Responsabilidad social empresarial: estrategia de competitividad en el marco de la globalización. *Formación Gerencial*, 9(1), 1-25.
- Hernández Sampieri, R., Fernández-Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2010). *Metodología de la investigación* (5ª ed.). Ciudad de México: McGraw-Hill.
- Hunt, J. W. (1993). *La dirección del personal en la empresa*. Madrid: McGraw-Hill.
- Hurtado Mejía, E. L., & Peña, A. M. (2007). *El ser humano en la fusión de su empresa*. Bogotá: Universidad de La Sabana.
- Jiménez, M (2001). *Estadística Aplicada con SPSS*. Departamento de Metodología de la Ciencia del Comportamiento, Universidad Nacional de Barcelona.
- KPMG (2015). *Fusiones y adquisiciones. ¿Vender o asociarse? El auge del mercado de M&A. Documento de Estructura Financiera, Fiscal y Legal*. Recuperado en: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pa/pdf/delineandoestrategias/D-E-auge-del-mercado-MnA.pdf>
- Krallinger, J. C. (1999). *Fusiones y adquisiciones de empresas: Una estrategia vital de negocios en el 2000*. Ciudad de México: McGraw-Hill.

- León, R., Tejada, E., & Yataco, M. (2003). Las Organizaciones Inteligentes. *Notas Científicas*, 6(2), 82-87.
- Ley Federal de Competencia Económica (2017). En Diario Oficial de la Federación, 27 de enero de 2017. Estados Unidos Mexicanos.
- Ley General de Sociedades Mercantiles (1934). En Diario Oficial de la Federación, 4 de agosto de 1934. Estados Unidos Mexicanos.
- Ley Federal de Trabajo (1970). En Diario Oficial de la Federación, 1 de abril de 1970. Estados Unidos Mexicanos.
- Livio de los Ríos Cortés, V. (2007). Las fusiones y adquisiciones en México en el período reciente 1986-2005 *Economía UNAM* vol.4 no.12 México sep./dic. 2007.
- Llanca Valdevenito, R. (2016). *Efectos en las fusiones producto de las modificaciones a la ley de impuesto a la renta. Tesis para optar al grado de magíster en tributación*. Universidad de Chile, Santiago de Chile.
- López Dumrauf, G. (2001). *Métodos de valuación por descuento de flujos*. Buenos Aires: UCEMA.
- López Dumrauf, G. (2003). *Finanzas Corporativas*. Buenos Aires: Grupo Guía.
- Marchildon, G. P. (Ed.). (1991). *Mergers and Acquisitions*. Aldershot: Edward Elgar.
- Martínez Caraballo, N. (2006). Los recursos humanos en los procesos de fusión y adquisición. *Intangible Capital*, 2(12), 236-258.
- Martínez Herrera, H. (2011). *Responsabilidad social y ética empresarial*. Bogotá: Ecoe.
- Martos Martín, A. M. (2013). *La Due Diligence Financiera*. Barcelona: Profit.
- Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (Coord.). (1993). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: McGraw-Hill.
- Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (2000). *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: McGraw-Hill.
- Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas* (5ª ed.). Madrid: EcoBook.
- McCann, J. E., & Gilkey, R. (1990). *Fusiones y adquisiciones de empresa*. Madrid: Díaz de Santos.

- Merlano Medrano, S. (2011). Sinergia en el ambiente, municipio Majibacoa. *Contribuciones a las Ciencias Sociales*. Recuperado el 13 de octubre de 2016 de <http://www.eumed.net/rev/cccss/13/smm.pdf>
- Monterroso, E. (2002). *¿Por qué se administra la empresa en forma vertical cuando los procesos productivos fluyen en forma horizontal? Reingeniería: un enfoque de todo o nada*. Recuperado el 12 de octubre de 2016 de <http://www.unlu.edu.ar/~ope20156/pdf/reingenieria.pdf>
- Morera Camacho, C. (2002). *La nueva corporación trasnacional en México y la globalización*. En J. Basave Kunhardt, A. Dabat Latrubesse, C. Morera, M. A. Rivera Ríos, & F. Rodríguez Hernández (Coords.), *Globalización y alternativas incluyentes para el siglo XXI* (pp. 397-434). Ciudad de México: IIEC-UNAM, CRIM, DGAPA, M. Á. Porrúa.
- Murphy, B. (2001). Managing Mergers and Acquisitions. *CIO Magazine*, 19.
- Nahavandi, A., & Malekzadeh, A. R. (1988). Acculturation in Mergers and Acquisitions. *The Academy of Management Review*, 13(1), 79-90.
- NORGESTIÓN. (s.f.) *¿Qué es un “Due Diligence”?* Recuperado el 17 de octubre de 2016 de <http://www.norgestion.com/uploadpdf/DUE%20DILLIGENCE.pdf>
- Nicholson, W. (2006). *Teoría Microeconómica: Principios Básicos y Ampliaciones*. Buenos Aires, Argentina: Prentice Hills.
- Pepall, L., Richards, D., & Norman, G. (2006). *Organización industrial teoría y práctica contemporánea*. Ciudad de México: International Tomson Learning.
- Pérez Salgado, S. (2008). *Fusión de sociedades para la competitividad de las Pymes en México*. Recuperado el 5 de diciembre de 2016 de <https://www.gestiopolis.com/fusion-de-sociedades-para-la-competitividad-de-las-pymes-en-mexico/>
- Picado Gatgens, X (2004). *Diagnostico Organizacional para programas sociales*. Escuela de Trabajo Social. Universidad de Costa Rica.
- Ramos Espinosa, C. (2007). *Adquisición de Empresas y Due Diligence...¿Un Dolor de Cabeza?* Ciudad de México: Horwath Castillo Miranda.
- Rankia. (2013). *América Móvil (AMXL.MX)*. Recuperado el 17 de abril de 2013, de <https://www.rankia.com.ar/blog/analisis-ipc/1684869-america-movil-amxl-mx>
- Restrepo, L., Vélez, R., Méndez, C., Rivera, H., & Mendoza, L. (2009). *Aproximación a una metodología para la identificación de componentes que crean*

condiciones para la perdurabilidad en empresas colombianas. Bogotá: Universidad del Rosario.

Restrepo Londoño, I. D. (2008). DUE Diligence Financiera, una forma de garantizar la toma eficiente de decisiones en la adquisición de empresas. *El Cuaderno-Escuela de Ciencias Estratégicas*, 2(4), 263-278.

Reglamento de la Ley Federal de Competencia Económica (2007). En Diario Oficial de la Federación, 12 de octubre de 2007. Estados Unidos Mexicanos.

Reglamento del Código Fiscal de la Federación (2014). En Diario Oficial de la Federación, 2 de abril de 2014. Estados Unidos Mexicanos.

Reuters, T. (2013). *Mergers & acquisitions review reuters / andrew winning mergers & acquisitions review financial advisors*. Recuperado en: <https://www.pwc.es/es/servicios/transacciones/assets/thomson-reuters-mergers-and-acquisitions-review-2013.pdf>

Rosenzvit, N. (2013). *Fusiones y Adquisiciones: acciones ante choques culturales-La opinión de expertos* (Trabajo de grado). Universidad de San Andrés, Victoria, Argentina.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (1997). *Finanzas corporativas* (9ª ed.). Ciudad de México: McGraw-Hill.

Rubio, C. P. (2012). *Gestión estratégica organizacional aplicada a las Pymes constructoras en Colombia* (Trabajo de grado). Universidad EAN, Universidad de Nebrija, Madrid, España.

Saavedra García, M. L. (2004). La valuación de empresas en México. Aplicación del modelo de Valor Económico Agregado: 1991–2000. *Revista de Contaduría y Administración*, 214, 1-23.

Sánchez Domínguez, F. D. (1986). Fusión y transformación de sociedades mercantiles. *Revista de Derecho Notarial Mexicano*, 94, 160-196.

Sanz de la Tajada, L. A. (1994). *Integración de la identidad y la imagen de la empresa*. Madrid: ESIC.

Schein, E. (1988). *La cultura empresarial y el liderazgo. Una visión dinámica*. Barcelona: Plaza & Janes.

Seale y Associate. (2018). *Fusiones y Adquisiciones México Reporte Mensual – Abril 2018*. Recuperado en: <http://mnamexico.com/wp-content/uploads/2018/05/Abril-2018-2.pdf>

- Senge, P. (1995). *La quinta disciplina*. Editorial Granica, Barcelona, España.
- Smircich, L. (1983). Conceptos de cultura y análisis organizacional. *Administrative Science Quarterly*, 28(3), 1-43.
- Steger, U., & Kummer, C. (2007). *Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur - The Vicious Circle from Pressure to Failure*. Suiza: IMD.
- Suárez, I., Gorbaneff, Y., & Beltrán, J. (2010). Aplicabilidad de las tipologías de motivos de fusiones: el caso Davivienda-Bansuperior-Bancafé, Colombia. *Cuadernos de Administración*, 23(40), 117-136.
- Sudarsanam, P. S. (1996). *La esencia de las fusiones y adquisiciones*. Ciudad de México: Prentice-Hall Hispanoamericana.
- Sutton, C. J. (1983). *Economía y estrategias de la empresa*. Ciudad de México: Limusa.
- Terry, G. R., & Rue, L. W. (1993). *Principios de Administración*. Buenos Aires: El Ateneo.
- Tu, K. J. (2012). A study of decisive factors in cross-national acquisitions-An example of BenQ and Foxconn cooperation. *AIP Conference Proceedings*, 1479(1), 890-893.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (2000). *Informe sobre las inversiones en el mundo. 2000. Las fusiones y adquisiciones transfronterizas y el desarrollo. Panorama general*. Ginebra: Naciones Unidas.
- Vilchis Rodriguez, D. S (2014). *Estimation of Composite Load Model Parameters Using an Improved Particle Swarm Optimization Method*. Journal: Power Delivery, IEEE
- WALSH, J. P. (1988). 'Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions', *Strategic Management Journal*, 9 (2), pp. 173-183.
- Weber, Y., & Tarba, S. Y. (2012). Mergers and acquisitions process: the use of corporate culture analysis. *Cross Cultural Management: An International Journal*, 19(3), 288-303.
- Werther, W. B. (1982). *Dirección de personal y recursos humanos*. Madrid: La Colina S. A.
- Zapata Domínguez, A. (2002). Paradigmas de la cultura organizacional. *Cuadernos de Administración*, 27, 162-186.

Zozaya González, N. (2007) *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*. Madrid: Dirección General de Política de la PYME.

Anexos

Anexo A. Formulario del consentimiento para ejecutivos de las empresas/ casos de fusiones y/o adquisiciones en México

Yo _____, siendo trabajador actual de la Empresa _____, por el presente consiento mi participación en el estudio como sujeto encuestado, así como la utilización de datos sociodemográficos y socioeconómicos de mi persona.

Asimismo, consiento mi participación y utilización de datos referentes al cuestionario sobre las características principales que determinan el grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones en México.

Se me ha explicado la naturaleza y el objetivo de la utilización de dichos datos. Estoy satisfecho con esas explicaciones y las he comprendido.

También consiento la utilización de dicha información para fines académicos, en tanto sea de forma anónima para resguardar mi identidad.

Específicamente, autorizo la utilización de los datos proveídos para ser incluidos y analizados en el trabajo titulado “Fusión y adquisición de empresas. Estudio de casos y encuestas sobre los factores que determinan el éxito hacia la generación de sinergia y perdurabilidad de la transacción”, que presenta César Alejandro Parada Martínez como requisito parcial para obtener el grado de Doctor en Administración en la Universidad Autónoma de Chihuahua.

México, ____ de _____ de 2017

Firma del participante _____

Anexo B. Formulario de la versión final, validada del cuestionario sobre las características principales que determinan el grado de sinergia y perdurabilidad en los procesos de fusiones y/o adquisiciones en México

El siguiente cuestionario representa una investigación para obtener el grado de Doctor en Administración, el cual se está realizando en empresas que han llevado fusiones y/o adquisiciones y con ello obtener las características principales que determinan el grado de éxito y perdurabilidad en estos procesos conforme a su experiencia obtenida en estas transacciones.

INSTRUCCIONES

En la escala del 1 al 4, favor de marcar con una “X” el número que mejor indique el grado en que está de acuerdo con las siguientes afirmaciones.

La tabla que se muestra a continuación presenta el significado de la escala mencionada:

TOTALMENTE DE ACUERDO	4
DE ACUERDO	3
EN DESACUERDO	2
TOTALMENTE EN DESACUERDO	1

Datos sociodemográficos

Edad: _____ años.

Sexo:

Femenino ☐

Masculino ☐

Antigüedad en el puesto laboral en la empresa: _____ años.

Cuestionario

ÁREA FINANCIERA	4	3	2	1
1. En el caso de una fusión o adquisición, la metodología de valuación financiera es determinante para hacer el ofrecimiento de compra				
2. El valor de los intangibles de la empresa a adquirir o fusionar son determinantes para la decisión de compra				
3. Las sinergias buscadas en las diferentes áreas como compras, sistemas, clientes, entre otras, son fundamentales en la toma de decisión en el proceso de fusión y/o adquisición				
4. Las sinergias detectadas en el análisis de la empresa que será adquirida o fusionada permanecen por más de cinco años				
5. Es determinante el país en donde se encuentra la empresa para tomar la decisión de fusión o adquisición en términos macroeconómicos y de riesgos				
6. Enfoca sus proyectos de fusión o adquisición en empresas subvaluadas, en quiebra, o con problemas de capital				
7. El indicador histórico financiero más importante para tomar la decisión de realizar una fusión o adquisición es el valor económico agregado "EVA" (por sus siglas en inglés)				
8. La utilidad operativa "EBITDA" (por sus siglas en inglés) representa la base para comparar contra los indicadores tradicionales de valuación				
9. La valuación financiera aplicable considera sinergias en el largo plazo				
10. Los pagos negociados en los procesos de fusión o adquisición usualmente han sido en una sola exhibición				
11. Los pagos negociados en los procesos de fusión o adquisición generalmente han sido en plazos y mayores a 1 año, buscando garantizar las proyecciones negociadas en el acuerdo de compraventa				

ÁREA DE RECURSOS HUMANOS	4	3	2	1
12. Las personas involucradas en el proceso de investigación y auditoría “Due Diligence” en una fusión y/o adquisición son seleccionadas tomando en cuenta el conocimiento que tengan respecto a la empresa a comprar				
13. Se genera un entrenamiento específico al equipo de personas que realizan el “Due Diligence” en cuanto al análisis de la conciencia de valores, misión, cultura y responsabilidad empresarial				
14. La comunicación a los empleados de la empresa que se pretende comprar se realiza al final del proceso para obtener una información sin prejuicio alguno				
15. La comunicación a los empleados de la empresa que se pretende comprar se realiza en una etapa inicial del proceso				
16. Existe una estrategia para lograr un involucramiento de los empleados de la empresa que se compra en el proceso de fusión y/o adquisición				
17. En un proceso de fusión y/o adquisición la resistencia al cambio es común y puede ser determinante para lograr el éxito de dicho proceso				
18. Es práctica común que los empleados de la empresa adquirida sean liquidados al momento de realizar la transacción				
19. La imposición de la cultura organizacional en aspectos axiológicos y estructurales es inmediata de parte de la empresa fusionante				
20. Se mantienen sueldos y prestaciones acorde a tabuladores de la empresa fusionada o adquirida				

ÁREA DE OPERACIONES	4	3	2	1
21. Realizada la transacción de adquisición y/o fusión, se implementan los procesos acordes a la empresa que subsiste				
22. Realizada la transacción de adquisición y/o fusión se implementan los sistemas existentes de la empresa que subsiste				
23. Existen sinergias por optimización de compras y por integración de sistemas				
24. La infraestructura con la que cuenta la empresa que se comprará es fundamental para la toma de decisiones en una fusión y/o adquisición				

25. El incremento en márgenes se da por eficiencia en optimización de recursos				
26. La mejora en rentabilidad es generada por desarrollo de tecnología de punta				
27. Los indicadores operacionales son fundamentales en la evaluación de la compra o fusión				

ÁREA DE MARKETING	4	3	2	1
28. Se realiza la fusión y/o adquisición para ampliar el mercado con marcas en crecimiento				
29. Se realiza la fusión y/o adquisición para ampliar participación con marcas ya consolidadas				
30. Se realiza el reemplazo de imagen, ideología y marca en forma inmediata				
31. La calidad de innovación de los productos son esenciales para el éxito y perdurabilidad en una fusión y/o adquisición				
32. La relación a largo plazo de marcas adquiridas son esenciales para el éxito y perdurabilidad en una fusión y/o adquisición				
33. La penetración en mercado en forma inmediata es primordial para el éxito y perdurabilidad en una fusión y/o adquisición				
34. La gestión del talento para la comercialización y participación en el mercado son parte fundamental en la consecución del éxito y perdurabilidad en una fusión y/o adquisición				

¡Muchas gracias por su colaboración!