



# Libro Fusiones y adquisiciones aplicadas

Robert F. Bruner

Wiley, 2004

También disponible en: Inglés

## Reseña

*BooksInShort* sospecha que este comprensivo texto de Robert F. Bruner, una de las autoridades académicas más importantes sobre fusiones y adquisiciones (F&A), probará ser casi indispensable para todo estudiante o ejecutivo que busque una introducción detallada al tema. Mucho de lo que se ha escrito sobre F&A refleja una tendencia a favor o en contra de los acuerdos, simplifica en exceso, ignora hechos importantes o promueve servicios de consultoría. Sin embargo, Bruner ve los acuerdos de F&A tanto con objetividad académica como con una apreciación por las realidades prácticas. Su discusión sobre si los acuerdos de F&A generalmente crean o destruyen valor menciona puntos que parecen haberseles escapado a muchos economistas. Al mismo tiempo, está muy consciente de los límites del análisis económico y enfatiza adecuadamente las dimensiones psicológicas y conductuales.

## Ideas fundamentales

- Las fusiones y adquisiciones (F&A) pueden retribuir, pero a menudo no lo hacen.
- El rendimiento para los inversionistas es medida esencial del éxito de un acuerdo.
- Un enfoque de inversión de valor para las F&A busca oportunidades en las que el precio y el valor intrínseco difieran.
- F&A es un sistema, y los cambios a cualquier elemento del sistema afectan a otros elementos.
- Los acuerdos de F&A tienen un gran elemento de “optatividad”; por eso los análisis de opciones deberían guiar el proceso de valoración.
- Las consideraciones éticas y la gobernación empresarial quizás no han recibido la atención que merecen en la literatura de F&A.
- Los mejores profesionales de F&A toman un enfoque de proceso, y aprenden de cada acuerdo.
- El éxito de las F&A depende en gran medida del buen juicio, agilidad, habilidades sociales y otras formas de conocimiento tácito.
- Para los mejores profesionales, las F&A son una capacidad estratégica y competitiva.
- Ya que los mejores profesionales han manejado numerosos acuerdos, la marca y la reputación son activos importantes para la realización de acuerdos.

## Resumen

### ¿Pueden funcionar las fusiones y adquisiciones?

Un gran pesimismo impregna casi todos los escritos sobre fusiones y adquisiciones (F&A). A menudo se escucha sobre acuerdos desastrosos, posiblemente porque las malas noticias venden. No se lee tanto sobre acuerdos exitosos, quizá porque las compañías exitosas en F&A tienen una ventaja competitiva que prefieren mantener en secreto. Para muchas compañías, las F&A son la mejor táctica disponible. A veces es la única manera práctica de lidiar con las realidades de un mercado cambiante. Las compañías que se rehúsan a participar en F&A corren el riesgo de confrontar competidores que aprovechan las ventajas que esto trae consigo. No es imposible tener éxito con F&A, pero es difícil por estas cinco razones importantes:

1. El escenario de F&A es turbulento, inmenso, retador y cambia rápidamente. Abórdelo con entendimiento racional para no dejarse llevar por la emoción.
2. Las metas no están claramente señaladas. Ningún estándar común define el éxito de las F&A, pero los profesionales necesitan una definición funcional que guíe sus acciones sobre lo que es un buen resultado.
3. Aunque los ejecutivos saben que deben hacer su tarea para tener éxito en F&A, es difícil saber qué tarea hacer.
4. Los distintos profesionales definen las mejores prácticas de manera distinta. Los gerentes que quieren mejorar el desempeño de las F&A de su organización pueden encontrarse con una confusa serie de prácticas que pretenden ser las mejores, mas no tienen puntos de comparación.

5. Las F&A están llenas de complejidades e incertidumbres. Las investigaciones minuciosas y el buen criterio pueden marcar la diferencia entre el éxito y el fracaso.

## Un enfoque de inversión de valor para las F&A

El éxito en F&A es como el éxito en inversiones. Los profesionales en F&A pueden aprender mucho del enfoque de inversión de valor de Benjamin Graham y Warren Buffett, especialmente su énfasis en la disciplina analítica. La estructura y la conducta son los dos factores que llevan al éxito de las F&A. Los asuntos estructurales son los recursos, posiciones, límites, restricciones, fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas de las partes. La conducta abarca todos los elementos conductuales, tácticos y estratégicos.

“Éste es el problema: ¿Cómo tener éxito en una actividad en la que debe participar y las posibilidades de éxito son escasas?”.

La estructura y la conducta se determinan una a la otra y producen los resultados de un acuerdo, o sea, sus ganancias, pérdidas y nuevas posiciones, restricciones, fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas. El rendimiento para el inversionista es la medida final de una F&A. Los accionistas se benefician cuando un acuerdo produce un valor actual neto (VAN) igual o mayor a cero. Los acuerdos fallidos destruyen valor, y cualquier acuerdo que destruya valor fracasa. En general, las F&A son, en el mejor caso, una propuesta de un umbral de rentabilidad para los adquirientes, pero espere variaciones considerables en torno a la media. El principio que guía al adquiriente es “*Caveat emptor*”. Éstos son los elementos estructurales más importantes en un acuerdo de F&A:

- **Económico** – Los flujos de efectivo (costo e ingreso) anticipados establecen el VAN de la inversión, que afecta a todos los accionistas. Los acuerdos de F&A a menudo tienen cierta “optatividad”; por ello es importante analizar las compensaciones de opción real.
- **Estratégico** – Las consideraciones estratégicas incluyen las posiciones competitivas en una industria, oportunidades, amenazas, capacidades y cantidad de turbulencia o “destrucción creativa” que genera la F&A. Los estrategias determinan si una empresa debe diversificar o centrarse, reestructurar, vender o utilizar recursos de otra forma.
- **Organizacional** – Unir dos organizaciones afecta sus culturas, estructuras y liderazgo. Los problemas de integración pueden destruir lo que parecían buenos acuerdos.
- **De marca** – Los factores intangibles, reputación e influencia de las marcas pueden tener gran peso en la estrategia de F&A. Una marca de una empresa la diferencia e identifica. Las marcas comunican calidad, valores y otros factores. En algunos casos, la reputación personal o marca personal de un profesional de F&A puede mover o bloquear un acuerdo.
- **Legal** – Las cuestiones legales y reguladoras determinan un acuerdo, y limitan o definen lo que los profesionales pueden hacer.
- **Ético** – La confianza necesaria para crear equipos y sostener organizaciones recae en una base de comportamiento ético. Las marcas y reputaciones dependen de la conducta ética. Los negociadores deben saber qué intereses sirven, entender el bien y el mal, y actuar de acuerdo con ello.
- **Estructural** – Los factores psicológicos y emocionales inciertos e impredecibles que dependen del comportamiento humano interactúan con la estructura para determinar los resultados de los acuerdos.

“A los profesionales de F&A, les aconsejaría paciencia y esfuerzo continuo para observar, aprender y ejercer las mejores prácticas”.

El pensamiento probabilístico debe guiar su conducta en las F&A, ya que los sucesos y reacciones humanas son inciertos, y los estándares de éxito son contingentes. He aquí las ocho dimensiones de conducta de F&A:

1. **Búsqueda** – Cada transacción de F&A empieza con el comprador o un intermediario adecuado que busca un socio adecuado. Las búsquedas exitosas dependen de buena información, que a menudo depende de buenas redes. Las redes, a su vez, dependen de habilidades sociales difíciles de enseñar y de mucho conocimiento tácito y experiencial.
2. **Revisión** – El descubrimiento y la revisión exhaustiva requieren una mezcla de investigación formal, pensamiento creativo y buen juicio. Los investigadores, como los detectives, deben poder detectar detalles anómalos, inconsistentes, no del todo correctos, que sugieran que podría haber problemas.
3. **Negociación** – Hacer una oferta y negociar traen consigo muchas cuestiones psicológicas y emocionales. A menudo se hacen ofertas irracionales. Los ofertantes pueden caer presas de pagos excesivos en una licitación. Entender los factores conductuales es crucial.
4. **Abogacía y cabildeo** – Las negociaciones inteligentes con las autoridades legislativas o reguladoras, el manejo hábil del proceso legal, y la toma de conciencia de la posibilidad de beneficiarse de los procesos legales y reguladores pueden ayudarlo a moldear el ambiente de F&A.
5. **Arquitectura** – La arquitectura de F&A implica decisiones, y las decisiones correctas resultan en transacciones que benefician a ambas partes. El diseño de acuerdos, como otras dimensiones de la conducta de F&A, depende un poco de serendipia, de reflejos rápidos, de habilidades tácitas y muy poco de mentalidad ingenieril.
6. **Integración** – Las transacciones de F&A producen choques psicológicos y emocionales en toda la organización. El personal de la empresa adquirida tiende a estar ansioso, preocupado e inseguro. Estos factores requieren un manejo cuidadoso y atento. Los acuerdos bien diseñados a menudo se van a pique por una integración inepta.
7. **Liderazgo** – Un liderazgo firme implica comunicación efectiva. Cada aspecto de la conducta de F&A tiene un elemento de comunicación y liderazgo, desde búsqueda hasta revisión, estructura del acuerdo, divulgación e integración. Algunas situaciones, como las transacciones hostiles, requieren liderazgo a la medida y estrategias de comunicación.
8. **Desarrollo** – El desarrollo de acuerdos debe ser un proceso de negocio que controle la emotividad y la irracionalidad, discipline el pensamiento y guíe la creatividad.

## Resultados

Los resultados son el producto y propósito de la estructura y la conducta. He aquí siete estándares de éxito:

1. **Creación de valor** – El precio de las acciones es la medida abreviada para la creación de valor. Los profesionales deben tomar en cuenta a sus inversionistas. Ya que es imposible medir el valor intrínseco con precisión, calcúlelo con base en un claro entendimiento de los conductores y riesgos de valor. La creación de valor depende de la distancia entre valor intrínseco y precio. La inversión de valor dice que la oportunidad existe cuando el precio es menor que el valor

intrínseco.

2. **Estabilidad** – Los niveles de deuda y crédito lo ayudan a medir la estabilidad financiera. El apalancamiento puede ser una bendición o una maldición. Un alto apalancamiento incrementa los riesgos, pero también ofrece canales para mover la riqueza.
3. **Estrategia** – Las compañías hacen acuerdos por muchas razones estratégicas, tales como el acceso a tecnología o recursos, entrada a nuevos mercados, restructuración, diversificación o enfoque. La estrategia en algunos acuerdos puede responder a tres situaciones: un ambiente competitivo volátil, una industria que se globaliza o consolida, o factores similares.
4. **Organización fuerte** – La unión de dos empresas es un reto. Para medir el éxito de esta unión debe saber si la organización integrada retiene talentos y goza de procesos sólidos, una cultura firme, valores compartidos y buen liderazgo.
5. **Marca** – Los buenos acuerdos construyen la reputación del comprador y su equipo de negociación. La capacidad para una F&A exitosa hace que una marca se convierta en un activo estratégico.
6. **Ética** – Los atroces escándalos corporativos recientes resaltan la importancia de un buen gobierno y ética corporativos. La aplicación escrupulosa de la legislación de valores y antimonopolios, la documentación detallada y las rigurosas revisiones del Consejo deben ser esenciales e ineludibles en cualquier acuerdo.
7. **Mejora continua** – Los mejores profesionales toman un enfoque de proceso para hacer acuerdos, y cada acuerdo informa y mejora el siguiente.

## Siete creadores o destructores de acuerdos

Una fusión o adquisición puede tener el mismo impacto que una innovación desconcertante en cuanto que es un precursor de cambio y reajuste. Se deben manejar estos factores:

1. **Pensamiento de sistema** – La lógica de sistemas permite a los negociadores intercambiar ventajas o beneficios por otros. Los sistemas son internamente coherentes, por lo que las partes constitutivas de un acuerdo deben estar bien relacionadas. Cualquier cambio puede tener resultados inesperados, porque el movimiento en una parte del sistema causa movimiento en otras partes. Puede haber varias “formas correctas” posibles.
2. **Pensamiento de opción** – Una transacción de F&A tiene usualmente una dimensión inexplorada, la optatividad. El elemento de opción real en un acuerdo afecta, o debe afectar, los precios. El estudio de las opciones reales brinda a los profesionales poder analítico y perspicacia.
3. **Aplicación cautelosa de herramientas financieras** – Las suposiciones sobre mercados eficaces y otras economías financieras convencionales deben moderarse en el mundo de F&A. Sea cauteloso en acuerdos de ventas cruzadas o muy apalancados. Adquirir empresas privadas puede diferir de comprar empresas públicas porque las consideraciones de control y liquidez son materiales.
4. **Asuntos de gobernación** – La buena gobernación, del Consejo de Administración para abajo, resulta en beneficios financieros. Los directores pueden destruir en vez de crear valor si fijan metas incorrectas o toman la ruta equivocada. Las cuestiones legales, contables y reguladoras son centrales, no periféricas. Un buen gobierno es particularmente importante para defenderse de la adquisición.
5. **Diseño del acuerdo** – La evaluación incluye determinar si el precio es justo. Muchos elementos del diseño de un acuerdo conllevan valor, como sinergias, opciones, activos cruzados y otras compensaciones. Puede utilizar numerosas herramientas y técnicas para determinar la valoración, tomar decisiones y entender el cuadro económico completo del acuerdo.
6. **Economía conductual** – Suponer que los actores económicos evalúan los riesgos y beneficios racionalmente y toman decisiones consistentes con los números es anacrónico. La investigación reciente de economía conductual revela muchos caminos a partir de un curso matemático correcto. Los problemas de conducta ocupan un lugar preponderante especialmente en adquisiciones hostiles, licitaciones, subastas, negociaciones y concursos de liderazgo.
7. **Integración del proceso** – Los mejores profesionales destruyen silos y crean canales de comunicación y coordinación.

## Sobre el autor

**Robert F. Bruner** es un distinguido profesor de administración de empresas y director ejecutivo del Batten Institute en Darden Graduate School of Business Administration, Universidad de Virginia. Dirige el programa de educación ejecutiva sobre fusiones y adquisiciones.

---