

UNIVERSIDAD PANAMERICANA

ECEE

MAESTRÍA EN GESTIÓN DE RIESGO

INCORPORADA A LA SECRETARÍA DE EDUCACIÓN
PÚBLICA RVOE 2007252

**“EL ENTERPRISE RISK MANAGEMENT COMO
COMPONENTE DEL SISTEMA DE GOBIERNO
CORPORATIVO DE LA EMPRESA PARA
SALVAGUARDAR LA CREACIÓN DE VALOR PARA
LOS ACCIONISTAS EN EL PROCESO DE FUSIONES
Y ADQUISICIONES”**

TESIS PROFESIONAL

**QUE PARA OBTENER EL GRADO ACADÉMICO DE:
MAESTRO EN GESTIÓN DE RIESGO**

PRESENTA:

RUBÉN ALBERTO HOLGUÍN MARTÍNEZ

DIRECTOR DE LA TESIS:

DR. FERNANDO CRUZ ARANDA

MÉXICO D.F.

2012

Contenido

Resumen.....	7
Introducción	9
Capítulo 1. Las fusiones y Adquisiciones	13
1.1 Conceptos.....	13
1.1.1 Adquisición de acciones.....	13
1.1.2 Adquisición de activos	14
1.1.3 Fusión o consolidación.....	14
1.2 Tipos de Fusiones y Adquisiciones.....	14
1.3 Razones para las fusiones y adquisiciones.....	15
1.3.1 Crecimiento mediante adquisiciones en industrias competidas.....	18
1.3.2 Crecimiento mediante adquisiciones en industrias de bajo crecimiento.....	18
1.3.3 Crecimiento internacional mediante adquisiciones	19
1.3.4 Diversificación internacional mediante adquisiciones	20
1.3.5 Sinergia.....	21
1.4 Historia de las Fusiones y Adquisiciones.....	24
1.4.1 Oleadas de fusiones y adquisiciones.....	25
1.4.2 Primera Oleada, 1897-1904.....	25
1.4.3 Segunda oleada, 1916-1929.....	27
1.4.4 Tercera oleada, 1965-1969.....	29
1.4.5 Cuarta oleada, 1984-1989.....	32
1.4.6 Quinta oleada	34
1.4.7 Las Fusiones y Adquisiciones en México	37
Capítulo 2. Proceso de las fusiones y adquisiciones	41
2.1 Estrategia.....	41
2.1.1 Decisiones de objetivos de desempeño.	41
2.1.2 Decisiones de participación.....	41
2.1.3 Decisiones de posicionamiento.....	42
2.1.4 Decisiones de organización.	43
2.1.5 Decisiones de administración de riesgo.	45
2.1.6 Propósito de la estrategia.....	51
2.1.7 Rol del CEO.....	51
2.2 Decisión de crecimiento inorgánico	52

2.3	Búsqueda y originación	54
2.4	Due Diligence y valuación	56
2.4.1	Due Diligence	56
2.4.1.1	Influencias de los tiempos en el proceso de Due Diligence	57
2.4.1.2	Equipo para el Due Diligence	59
2.4.1.3	Productos finales del Due Diligence.....	59
2.4.1.4	Excelencia en el Due Diligence	60
2.4.2	Valuación	61
2.4.2.1	Pensar como inversionista.....	61
2.4.2.2	El valor intrínseco es inobservable: solo puede estimarse	62
2.4.2.3	Una oportunidad de crear valor	63
2.4.2.4	Estimadores	63
2.4.2.5	Estimadores de rangos.....	69
2.4.2.6	Pensar críticamente y triangular cuidadosamente	69
2.4.2.7	Enfocarse en el proceso no en el producto.....	70
2.4.3	Valuación de las sinergias.....	71
2.4.4	Opciones reales y su impacto en las fusiones y adquisiciones.....	74
2.4.5	Estrategias de adquisición por <i>Momentum</i>	77
2.5	Diseño de la operación.....	79
2.5.1	La perspectiva de la operación como un todo	79
2.5.2	Algunas implicaciones para el diseñador de la operación	82
2.6	Actividades de cierre	84
2.7	Integración post fusión	84
Capítulo 3. Enterprise Risk Management		87
3.1	Gobierno Corporativo	87
3.1.1	Contexto del Gobierno Corporativo	88
3.1.2	Modelos genéricos de Gobierno Corporativo	89
3.1.3	Elementos básicos del Gobierno Corporativo	91
3.2	Enterprise Risk Management (<i>ERM</i>)	93
3.2.1	Definición de Enterprise Risk Management	93
3.2.2	<i>ERM</i> y su rol en la estrategia.....	94
3.2.2.1	Marco conceptual de <i>ERM</i>	95
3.2.2.1.1	Principio de Compromiso	96

3.2.2.1.2	Principios de metas	97
3.2.2.1.3	Principios de competencias.....	98
3.2.2.1.4	Principios de apoyo	99
3.2.2.1.5	Fundamentos base.....	100
3.2.2.1.6	Efectividad de un marco conceptual de <i>ERM</i>	101
3.2.2.2	Proceso de análisis de riesgo estratégico	102
3.2.3	Rol del Consejo y la Dirección en el <i>ERM</i>	104
3.2.3.1	Expectativas de Gobierno Corporativo acerca del Consejo y sobre su supervisión de la Administración de Riesgo	106
3.2.3.2	El liderazgo de la Dirección en la administración de riesgos	109
3.2.4	El Chief Risk Officer (<i>CRO</i>)	109
3.2.5	Cultura del riesgo	112
3.3	Enterprise Risk Management y el Gobierno Corporativo	116
Capítulo 4. Los riesgos en las Fusiones y Adquisiciones.....		119
4.1	Un ejemplo: WorldCom.	119
4.1.1	Riesgos en Worldcom	126
4.1.1.1	Riesgos en Worldcom: <i>Pre-deal</i>	126
4.1.1.2	Riesgos en Worldcom: <i>deal</i>	129
4.1.1.3	Riesgos en Worldcom: <i>Post-deal</i>	131
4.1.1.4	El <i>ERM</i> y el Gobierno Corporativo en LDDS/WorldCom.....	133
4.2	Un ejemplo: DaimlerChrysler.	140
4.2.1	Riesgos en DaimlerChrysler	146
4.2.1.1	Riesgos en DaimlerChrysler: <i>Pre-deal</i>	146
4.2.1.2	Riesgos en DaimlerChrysler: <i>deal</i>	149
4.2.1.3	Riesgos en DaimlerChrysler: <i>Post-deal</i>	151
4.2.1.4	El <i>ERM</i> y el Gobierno Corporativo en DaimlerChrysler.....	154
4.3	Un ejemplo de éxito: Johnson & Johnson. (J&J)	160
Conclusiones		165
Anexo 1. Resumen de 29 estudios sobre Fusiones y Adquisiciones realizados de 1955 a 1999.....		169
Anexo 2. Resumen de la Historia de las Fusiones y Adquisiciones		173
Anexo 3. Razones P/U S&P 500.....		175
Anexo 4. Gold Strategies		177
Anexo 5. Los impulsores estratégicos de la ganancia económica y el valor del capital ..		179

Anexo 6. Johnson & Johnson. Caso Tylenol 1982.....	181
Anexo 7. Ejemplos de “Flexibilidad” Contable	183
Anexo 8. Perspectiva General del <i>Due Diligence</i> : Conocimiento, Información, Datos	185
Anexo 9. Premio por Control.....	191
Anexo 10. Opciones reales	195
Glosario.....	197
Bibliografía	205

Resumen

El objetivo del presente trabajo es demostrar que el *Enterprise Risk Management*, es un componente fundamental del Gobierno Corporativo, para salvaguardar la creación de valor para los accionistas en los procesos de fusiones y adquisiciones, debido a que la administración de riesgos tradicional está preponderantemente concentrada en los riesgos financieros y operativos de la transacción -y por tanto al nivel del CFO y COO¹-, cuando debe estar enmarcada por una visión integradora, y abierta a riesgos de otras naturalezas y alturas que exigen una mayor atención por parte del CEO² y del Consejo -aun antes de la decisión misma de la transacción-.

Este documento presenta el proceso de las fusiones y adquisiciones desde su origen en la estrategia misma de la empresa hasta el diseño y ejecución de la transacción, y relaciona la contribución central del Gobierno Corporativo y el Enterprise Risk Management en éste proceso, al objetivo de salvaguardar la creación de valor para los accionistas.

Para aterrizar los conceptos se presentan dos ejemplos de empresas cuyos procesos de fusiones y adquisiciones no fueron exitosos, y se analizan desde la óptica de la responsabilidad fiduciaria que comparten la Dirección y el Consejo de crear valor para sus accionistas, dentro de un marco de Gobierno Corporativo y Enterprise Risk Management.

¹ Ver CFO, COO en el Glosario.

² Ver CEO en el Glosario

Introducción

Existen gran cantidad de estudios sobre los resultados finales de las fusiones y adquisiciones y algo que se desprende de ellos de forma notable es la enorme probabilidad que tienen de no crear –o incluso destruir- valor para los accionistas. De acuerdo con Grubb y Lamb (2000), las fallas no son un fenómeno reciente ni aislado en un solo punto temporal, al contrario; un patrón continuo de fusiones y adquisiciones fallidas está bien documentado desde 1950³.

Otros autores concuerdan con esa apreciación, Mueller (1979) en su testimonio frente al senado de los Estados Unidos dijo que las empresas involucradas en estas transacciones, no estaban desempeñándose mejor en promedio a como se habrían desempeñado sin fusionarse, y que los accionistas no estaban recibiendo mejor rendimiento al que hubieran recibido en empresas que no se habían fusionado. Por su parte Jensen y Ruback (1983) se basaron en un análisis de 16 estudios para concluir que el retorno a los accionistas de las empresas adquirientes en transacciones de fusiones o adquisiciones fue de cero. Weidenbaum y Vogt (1987) a partir de un análisis de 10 casos concluyeron que los retornos negativos para los accionistas de las empresas adquirientes eran más frecuentes de lo que el folklore de la industria se atrevía a admitir. Y Datta, Pinches y Narayanan (1992) consideraron 41 estudios y concluyeron que los accionistas de las empresas adquirientes recibieron menos de medio punto porcentual por su participación en empresas que realizaron fusiones y adquisiciones.

Gaughan (2005) dice que algunos de los directores “creadores de *deals*” intentan culpar a los bancos de inversión por su agresividad y supuestamente presionar a las empresas a *deals* pobremente concebidos y de orientación de corto plazo. Y mientras esto puede ser verdad para algunos casos, es una explicación en extremo inadmisibles para un Consejo y para sus estructuras corporativas.

La responsabilidad fiduciaria de la Dirección de crear valor para los accionistas es ineludible sin reparar en qué escuela de pensamiento se encuentre –*stockholders* o *stakeholders*⁴- y en las operaciones de fusiones y adquisiciones no hay ni puede haber excepción a dicha responsabilidad. Baker y Anderson (2010) reconocen que el deber de representar los mejores intereses de los accionistas, debe ser llevado a cabo por Consejos cuyos miembros sean independientes, que aporten conocimientos, sagacidad y perspicacia a las discusiones, y persigan acciones que incrementen el valor para el accionista.

El campo de las fusiones y adquisiciones continúa experimentando un dramático crecimiento con megafusiones de montos record que se llevan a cabo alrededor del mundo cada vez con mayor frecuencia. Mientras que dichas megafusiones solían ser un fenómeno de ocurrencia casi exclusiva en los Estados Unidos el último periodo de megafusiones se abrió al mundo concentrando algunas de las más grandes operaciones en territorio europeo. Este hecho se puede subrayar debido a que la operación más

³ Ver el Anexo 1. Resumen de 29 estudios sobre Fusiones y Adquisiciones realizados de 1955 a 1999.

⁴ Ver *Stockholders* y *Stakeholders* en Glosario.

grande hasta ahora fue una compra hostil de una compañía alemana por parte de una compañía británica⁵.

Mientras el volumen de operaciones declinó al terminar la quinta oleada de fusiones durante la década de los 90's, el ritmo de las fusiones y adquisiciones ha empezado a incrementarse poco a poco desde entonces y para la mitad de la primera década del siglo XXI la naturaleza de estas operaciones ha cambiado aun más. Estos cambios se manifiestan por factores como el mayor atractivo de mercados emergentes como Latinoamérica, así como por la desregulación combinada con el alto crecimiento económico de la región asiática. Gaughan (2007).

Es innegable la importancia económica de las fusiones y adquisiciones, y aun así la administración de riesgos en estas transacciones de forma general se ha limitado a ciertas partes del *Due Diligence*⁶, al aspecto de financiamiento y estructuración de la operación y al aspecto legal y operativo, es decir la administración de riesgos se ha colocado en el mejor de los casos a niveles de CFO y COO –y en el peor de los casos se ha delegado a agentes externos como despachos legales, bancos de inversión y consultores-, pero es en el nivel del CEO y del Consejo donde aspectos de la administración de riesgos puede cumplir de forma más amplia su función de salvaguardar el valor para los accionistas, al incorporarla a un sistema más robusto de control: el Gobierno Corporativo. Baker y Anderson (2010) refieren a Fama y Jensen (1980) cuando mencionan al Consejo –uno de los principales constituyentes del Gobierno Corporativo- como el instrumento de monitoreo más importante de los accionistas.

El incorporar de forma explícita al proceso de fusiones y adquisiciones todo el espectro de la administración de riesgos puede parecer obvio y en alguna forma redundante, pero los errores y fallas cometidas en el pasado dan cuenta de que la incorporación del enfoque de riesgos no debe darse de forma alguna por sentado durante ninguna fase del proceso; además como Fraser y Simkins (2010) lo señalan, bajo el Enterprise Risk Management, todas las áreas de riesgo funcionan como partes de un sistema integrado, estratégico y que abarca a toda la empresa.

Otra buena razón para dar peso al Enterprise Risk Management durante el proceso de fusiones y adquisiciones es la gama tan grande de variables que se ven involucradas en el complejo ambiente actual de negocios. Como se mencionó anteriormente, las operaciones en la actualidad abarcan diferentes países, divisas, tasas, fuentes y condiciones de financiamiento, estructuras de mercado, situaciones de las economías, regulaciones, culturas corporativas, etapas tecnológicas, condiciones sociales, corrupción, entre otros; por lo que abordar el tema del Enterprise Risk Management y Gobierno Corporativo en este tipo de operaciones de forma integral, sistemática y explícita resulta – cuando menos- una buena idea.

⁵ La compañía alemana Mannesmann AG fue adquirida por la británica Vodafone AirTouch PLC por 202,785.13 millones de dólares. Gaughan, Patrick. *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, P. 6

⁶ Ver *Due Diligence* en Glosario

Este documento consta de cuatro capítulos y un apartado final para conclusiones, de los cuales se ofrece a continuación una pequeña sinopsis.

En el primer capítulo del documento se aborda el tema de las fusiones y adquisiciones, a través de sus conceptos, sus tipos y sus razones; así como la historia de las mismas a través de las diferentes oleadas que se han dado en los últimos 100 años, destacando la característica principal de cada oleada y los motivos por los cuales empezaron y terminaron. Esta historia nos lleva a entender que ha habido casos de éxito pero también muchos fracasos, los cuales han llevado a la destrucción del valor para los accionistas de las empresas.

En el capítulo dos se examina el proceso de las fusiones y adquisiciones, empezando desde la estrategia y las decisiones que ésta conlleva, incluyendo las eventuales decisiones de crecimiento inorgánico, siguiendo por la búsqueda y originación, el *Due Diligence* y la valuación, el diseño de la operación y terminando en las actividades post-fusión. Este proceso de fusiones y adquisiciones se aborda desde una óptica de excelencia y de creación de valor, por lo que se resaltan los riesgos de no realizarlo de forma óptima y honesta.

En el capítulo tres, el tema del Gobierno Corporativo y el *Enterprise Risk Management* se abordan en un contexto de fusiones y adquisiciones, donde se resaltan las responsabilidades de los agentes que encarnan el Gobierno Corporativo en la empresa, así como su rol como gestores del riesgo y defensores de la creación de valor. También se explica cómo se liga el *Enterprise Risk Management* a la estrategia y la necesidad de la existencia de marcos conceptuales, incluyendo un ejemplo representado por el modelo *Return Driven Strategy Framework*. Se explica como la cultura es un elemento importante del *Enterprise Risk Management* y el rol del CRO⁷ dentro de la organización.

En el capítulo cuatro, para aclarar los conceptos vistos se presentan dos ejemplos: WorldCom y DaimlerChrysler. Ambos ejemplos se presentan a manera de casos, destacando tres estadios importantes en las fusiones y adquisiciones: *pre-deal*, *deal* y *post-deal*, así como un breve análisis del Enterprise Risk Management y el Gobierno Corporativo en cada uno, utilizando el marco conceptual del *Return Driven Strategy Framework*.

Al final del documento se encuentran algunas conclusiones y anexos que apoyan ciertos temas tratados en los capítulos, así como un glosario de términos que pudieran ser ajenos o confusos para el lector.

⁷ Ver CRO en el Glosario.

Capítulo 1. Las fusiones y Adquisiciones

1.1 Conceptos

En términos empresariales, una adquisición –en su forma más sencilla- es la compra de una empresa por otra entidad –sea empresa o persona-. Sin embargo vale la pena hacer una mayor precisión respecto a esta operación. Existen tres procedimientos fundamentales que una empresa puede seguir para adquirir otra: adquisición de acciones, adquisición de activos y la fusión o consolidación.

1.1.1 Adquisición de acciones⁸

La adquisición de acciones consiste simplemente en comprar las acciones con derecho a voto por medio de intercambio de efectivo, acciones u otros valores. Este proceso se inicia frecuentemente con una oferta privada de la administración de una empresa (o un particular) a la de otra. Una oferta pública de adquisición directa es una oferta pública para comprar acciones y la empresa la presenta directamente a los accionistas de la empresa objetivo. Los accionistas –al aceptar la oferta- presentan sus acciones y las intercambian por efectivo o valores (o una combinación de ambos), dependiendo de la estructuración de la oferta.

Una oferta pública de adquisición directa depende a menudo de que la empresa adquiriente obtenga cierto porcentaje del total de las acciones con derecho a voto. Si no se presentan suficientes acciones, la oferta puede retirarse o reformularse.

Los siguientes son algunos factores que intervienen en la elección entre una adquisición de acciones y una fusión:

- En una adquisición de acciones, no tienen que celebrarse asambleas de accionistas ni se requiere de una votación. Si a los accionistas de una empresa objetivo no les agrada la oferta, no tienen la obligación de aceptarla ni necesitan presentar sus acciones.
- En una adquisición de acciones, la empresa adquiriente puede tratar directamente con los accionistas de la empresa objetivo mediante una oferta de compra. Se puede pasar por alto a la administración y el Consejo de la empresa objetivo.
- Las adquisiciones son hostiles de vez en cuando, en tales casos se usa una adquisición de acciones para sortear la administración de la empresa objetivo, que por lo general se resiste activamente a la adquisición. La resistencia por parte de la administración de la empresa objetivo a menudo influye en que el costo de la adquisición de acciones resulte más elevado que el de una fusión.
- La absorción completa de una empresa por otra exige una fusión. Muchas adquisiciones de acciones van seguidas de una fusión formal que se lleva a cabo más adelante.

⁸ Ver Acción, Acciones Comunes y Acciones Preferentes en Glosario.

1.1.2 Adquisición de activos⁹

Una empresa puede adquirir a otra si compra la mayoría o todos los activos de ésta. Con esto se logra lo mismo que comprando la compañía. Sin embargo, en este caso la empresa objetivo no necesariamente deja de existir; solo habrá vendido todos sus activos. El “casarón” sigue existiendo a menos que los accionistas opten por disolverla.

Este tipo de adquisición requiere el voto formal de los accionistas de la empresa vendedora. Una de las ventajas de este método es que no hay problemas si algunos accionistas minoritarios se abstienen de vender.

1.1.3 Fusión o consolidación.

Una fusión es una combinación de dos empresas en la cual solo una subsiste y la empresa fusionada deja de existir. En una fusión la compañía adquiriente asume los activos y los pasivos de la empresa fusionada.

La fusión difiere de la consolidación ya que ésta última consiste en combinar dos o más empresas para formar una nueva. Una forma de ver la diferencia entre la fusión y la consolidación es que con la fusión $A+B=A$ y en la consolidación $A+B=C$.

Se puede decir que una de las ventajas principales de la fusión es que es sencilla en términos jurídicos y no es tan costosa como otras formas de adquisición. La razón es que las empresas sencillamente se comprometen a combinar todas sus operaciones; así por ejemplo, no hay necesidad de transferir la propiedad de todos los activos de la empresa adquirida a la empresa adquiriente.

Sin embargo una de las principales desventajas es que la fusión debe ser aprobada por medio del voto de los accionistas de cada empresa. De manera característica se requieren dos terceras partes (o incluso más) de los votos que representan las acciones para la aprobación. Obtener los votos necesarios puede llevar mucho tiempo y dificultar el proceso. Además la cooperación de la administración existente de la empresa objetivo es casi una necesidad en una fusión y es posible que esta cooperación no se obtenga de manera fácil o barata.

1.2 Tipos de Fusiones y Adquisiciones

Integración Horizontal. Este tipo de operación ocurre cuando se combinan dos (o más) competidores y busca por un lado explotar las economías de escala para reducir costos y por otro obtener más poder de mercado que puede resultar en incrementar los precios.

Integración Vertical. Este tipo de operación combina firmas a lo largo de la cadena de valor. Busca incrementar la eficiencia económica mediante la eliminación de intermediarios y reducción de activos y personal redundante, también busca la eficiencia en los procesos de negocio de inventarios y compras; y en el ámbito estratégico puede garantizar proveeduría en un mercado apretado y adelantada a la competencia sin el riesgo de quedarse sin insumos.

⁹ Ver Activo, Activos Financieros, Activos Intangibles y Activos Tangibles en Glosario.

Conglomerado. Ocurre cuando las empresas involucradas en la operación no son competidoras ni tienen una relación de cliente-proveedor.

1.3 Razones para las fusiones y adquisiciones.

Las empresas que participan en un sector industrial poseen una estrategia para competir. Dichas estrategias pueden provenir de forma implícita, simplemente a través de la suma de actividades funcionales de la empresa o pueden haber sido desarrolladas de forma explícita mediante procesos formales de planeación.

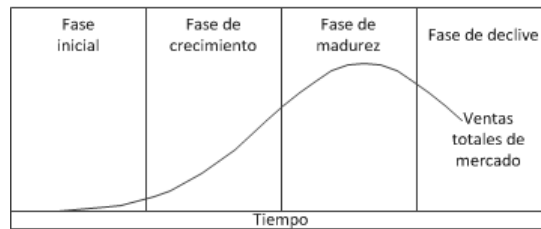
De forma esencial, el definir una estrategia competitiva consiste en el desarrollo de una extensa receta de cómo va a competir la empresa, así como la definición de cuáles son sus objetivos y que acciones serán necesarias para alcanzar esos objetivos.

La estrategia es la influencia y el motor que guía las fusiones y adquisiciones, y se puede rastrear desde la misma, la idea lógica y conceptual de las razones para las fusiones y adquisiciones, como se puede ver a continuación:

- El comportamiento estratégico implica planear movimientos viendo hacia el futuro, la estrategia de una empresa es uno de los pilares que la sostienen: misión, objetivos y estrategia.
- El establecimiento de una estrategia empieza con el análisis de los recursos de la empresa y su posición competitiva. La situación de la empresa se puede observar de forma agregada en el análisis de fuerzas, oportunidades, riesgos y debilidades.
- Basado en el análisis de su situación, la empresa puede elegir entre tres estrategias genéricas: liderazgo en costos, diferenciación y enfoque. Muchas empresas tratan de mezclarlas, intentan ser todo a la vez, pero esto puede ser peligroso, de forma general se debe escoger una.
- Dada la estrategia –o por la ejecución de la misma- la empresa puede:
 - Reestructurarse. Ya sea de forma parcial o total a través de reasignación o venta de activos, o saliendo de ciertos negocios o industrias.
 - Crecer. Ya sea por la expansión o por la diversificación de sus negocios. Este crecimiento puede darse de forma orgánica, es decir a través de sus propios recursos o de forma inorgánica a través de fusiones y adquisiciones, alianzas estratégicas, relaciones contractuales, inversiones minoritarias, entre otras.
- Los motivos genéricos que pueden dar origen al crecimiento inorgánico de la empresa son cinco, y a continuación se explica cada uno:
 - **Madurez de la línea de productos.**

Muchos negocios experimentan un ciclo de crecimiento caracterizado por etapas de inicio, crecimiento y madurez. Ver Cuadro 1.1.

Cuadro 1.1 *Ciclo de vida de los productos*

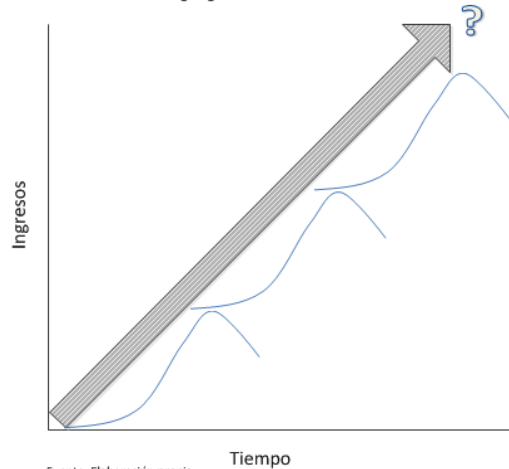


Fuente: Elaboración propia

La disminución del negocio en su fase de madurez es siempre una preocupación para el CEO, por lo que la adquisición de un nuevo negocio en sus etapas iniciales se convierte en una respuesta común a esta situación. Esta estrategia de comprar crecimiento para sostener la curva agregada de crecimiento de la empresa recibe dos críticas comunes:

- Puede dañar el valor para el accionista. Esta perspectiva del ciclo de vida puede crear un “frenes” por adquirir ingresos hasta un límite en el que se ignoren los costos, inversiones, riesgos, etc.
- La sustentabilidad de la estrategia en el largo plazo. En un extremo teórico una trayectoria de crecimiento real continuo va a encontrarse con el límite del tamaño de la economía. Es decir no se puede comprar crecimiento de forma continua sin llegar a un punto donde no haya más que comprar o lo que hay disponible solo será en detrimento del valor para el accionista. Ver cuadro1.2.

Cuadro 1.2 *Curva agregada de crecimiento*



Fuente: Elaboración propia

○ **Limitantes regulatorios o antimonopolio.**

La simple reinversión en el negocio principal de la empresa puede no ser una opción cuando se opera bajo restricciones regulatorias. Por ejemplo en diferentes épocas y niveles las operaciones de industrias como las comunicaciones y la banca se han visto limitadas debido a regulaciones. De ahí que el crecimiento inorgánico a través de la diversificación por adquisiciones puede permitir el darle continuidad a una tendencia

de crecimiento. Pero como en el punto anterior, se debe de hacer un análisis muy estricto y crítico sobre la sustentabilidad del crecimiento y el valor para el accionista.

- **Creación de valor a través de integración horizontal o vertical.**

Mejorar la eficiencia económica de la empresa puede ser posible mediante la integración de la empresa con sus pares competidores, con sus clientes o con sus proveedores. Como se verá más adelante, las dos primeras grandes oleadas de fusiones y adquisiciones fueron de integración.

- **Adquisición de recursos o capacidades.**

En algunas situaciones puede resultar imposible el crear internamente esos recursos que son indispensables para continuar con éxito la estrategia de la empresa. En campos como la biotecnología, software, electrónica, e inclusive entretenimiento, las grandes corporaciones tienen a su alcance para adquisición propiedad intelectual, patentes, talento creativo, derechos de explotación o conocimientos directivos específicos.

- **Creación de valor a través de la diversificación¹⁰.**

El motivo clásico de la diversificación es crear un portafolio de negocios cuyos flujos de efectivo sean imperfectamente correlacionados, y por lo tanto con mayor capacidad de sostener uno al otro en caso de episodios de adversidad. No está claro si este tipo de portafolio diversificado agrega valor a los accionistas, después de todo ¿no podrían los accionistas construir este portafolio por sí mismos? Si así fuera, ¿Por qué pagarle a los directores de la empresa por hacerlo? La diversificación hecha por los directores va a pagarle a los accionistas si:

- Promueve transferencia de conocimiento a través de las divisiones. Esto puede traer productividad a unidades de negocio débiles. Por ejemplo GE practica *Total Quality Management* y extiende sus prácticas de aumento de productividad a nuevos negocios que adquiere.
- Reduce costos. Cuando la diversificación se da en industrias similares o relacionadas puede reducir costos al aumentar el poder de negociación con los proveedores. También el costo de financiamiento se puede ver reducido si la correlación imperfecta de los flujos de efectivo permite bajar el riesgo de impago de la empresa con una subsecuente baja en el costo de deuda.
- Crea “masa crítica” para enfrentar a la competencia. La diversificación puede traer un efecto agregado de recursos que permita enfocarlos de forma tal que deriven en una ventaja competitiva.

¹⁰ “La diversificación como fuente de creación de valor para los accionistas es un tema de mucha controversia. Mientras que la sabiduría popular y algunos estudios sostienen que las estrategias de enfoque son mejores que las estrategias de diversificación, estudios recientes plantean la posibilidad de que la dicotomía de enfoque y diversificación no es verdadera. En vez de eso la postura correcta parece estar en enfocarse en una reestructura constante entre el enfoque y la diversificación para responder de mejor forma a los cambios que se presentan en el ambiente estratégico de la empresa.” Bruner, Robert F. *Applied Mergers & Acquisitions*. Wiley, P. 123.

- Explota la transparencia y monitoreo de la asignación de recursos. Algunas empresas grandes y muy diversificadas terminan sobre-invirtiéndose y subsidiando unidades de negocio con un desempeño pobre, por lo que una mayor transparencia en la asignación y monitoreo de los recursos ayudará a ubicar el capital en la forma que mejor lleve a la creación de valor y no a su destrucción.

Las razones para el crecimiento inorgánico se pueden resumir a través de dos sencillas ideas: crecimiento rápido y sinergia. Aquellos que propongan una operación de adquisición en una empresa van a apuntar frecuentemente a esas dos razones.

1.3.1 Crecimiento mediante adquisiciones en industrias competidas

Debido a que el crecimiento interno puede ser un proceso lento e incierto muchas empresas ven una opción para este crecimiento a través de fusiones y adquisiciones. Esta opción se hace más atractiva cuando la empresa tiene una ventana de oportunidad que solo va a permanecer abierta por un periodo limitado de tiempo. Si la empresa optara por crecer orgánicamente los competidores pueden responder más rápido y ganar posición en el mercado. La opción puede ser adquirir otra empresa que ya cuente con los recursos listos –oficinas, plantas industriales, laboratorios, patentes, personal, entre otros– para responder a la oportunidad abierta en el mercado.

Un ejemplo de este tipo de crecimiento lo muestra Johnson & Johnson –que se dedica a la fabricación y mercadeo de una amplia gama de productos relacionados con el cuidado de la salud-. Durante el periodo de 1994 a 2005 estructuró cerca de 50 adquisiciones como parte de su estrategia de crecimiento mediante adquisiciones. En lugar de intentar de forma orgánica estar en el frente de toda área mayor de investigación Johnson & Johnson ha buscado adquirir las empresas que han desarrollado productos exitosos. Haciendo esto no pierde tiempo con intentos no exitosos de desarrollo interno de los productos y solo va tras esos productos que han demostrado éxito. Esta estrategia a veces ha significado simplemente para J&J comprar a su competencia en lugar de tratar ganarle. Sin embargo la empresa ha tenido que pagar primas por esas empresas. Por ejemplo en 1996 adquirió la división médica de Cordis por 1.8 billones USD. Cuando esta operación falló en llevar a J&J al liderazgo de ese segmento volvieron a acudir a las adquisiciones, poniendo una oferta por 25.4 billones USD por Guidant –el líder del mercado en el segmento-. Esta habría sido la operación más grande llevada a cabo por J&J, sin embargo la transacción se cayó cuando se volvió público ciertos problemas de deuda que tenía Guidant y además Boston Scientific entró a la puja. Después del intento de J&J por adquirir Guidant, J&J adquirió la división de productos de consumo de Pfizer por 16 billones USD.

1.3.2 Crecimiento mediante adquisiciones en industrias de bajo crecimiento

Los directores corporativos están bajo una constante presión para demostrar un crecimiento exitoso, y esto es particularmente cierto cuando la empresa y la industria han tenido crecimiento en el pasado. Sin embargo cuando la demanda de los productos o servicios de una industria empieza a disminuir se vuelve más difícil continuar creciendo. Cuando esto sucede la Dirección empieza a mirar hacia las fusiones y adquisiciones como una forma de mostrar crecimiento.

Frecuentemente se espera que las adquisiciones no solo hagan crecer los ingresos sino que mejoren la rentabilidad a través de beneficios por sinergias. Desafortunadamente es mucho más fácil lograr el crecimiento en ventas simplemente por la suma de las ventas de la empresa adquirida que lograr la mejora de la rentabilidad de la empresa como un todo, porque aunque la adquisición trae consigo la posibilidad de lograr sinergias también es un hecho que demanda mucho más de la Dirección ya que ahora tienen que manejar una empresa mucho más grande.

La Dirección necesita asegurarse que el mayor tamaño en términos de ingresos haya traído consigo mucho mayores utilidades y retornos a los accionistas. Si no es el caso, entonces toda la estrategia de crecimiento vía adquisiciones no mejoró la posición de los accionistas y habría sido mejor resignarse a ser una empresa de bajo crecimiento.

Un ejemplo de esta búsqueda de crecimiento yace en la década de 1990 cuando el crecimiento en la industria de los saborizantes y aromatizantes disminuyó de forma significativa. Conforme la demanda por los productos finales se aletargó, la demanda de los productos intermedios –como los saborizantes y aromatizantes- también lo hizo. Los fabricantes de comida congelada dependían de sus proveedores –incluyendo a los desarrolladores de saborizantes- para sacar productos nuevos y mejorados al mercado. Con la aparición del horno de microondas los negocios de comida congelada crecieron de forma dramática. Sin embargo cuando la proliferación de esta innovación alcanzó su pico, el crecimiento de la industria de la comida congelada también se detuvo.

Las empresas proveedoras de las fábricas de comida congelada empezaron a experimentar el impacto de esa desaceleración en la demanda en la forma de menos ventas y la presión de los fabricantes de comida por precios más bajos para mejorar los márgenes. Para enfrentar esta perspectiva de bajo crecimiento International Flavors and Fragrances, Inc. (IFF) una de las empresas más grandes en el ramo adquirió a su competidora Bush Boake Allen que era cerca de un tercio del tamaño de IFF. El resultado para IFF es entonces un crecimiento –en la superficie- de un tercio, dando cuando menos la apariencia de un crecimiento significativo en esta industria de bajo crecimiento.

La Dirección y los Consejos deben de examinar de forma muy crítica si los rendimientos esperados por operaciones como la anterior valen su costo o si es mejor permanecer del tamaño dado y aceptar los actuales niveles de rendimiento para los accionistas.

1.3.3 Crecimiento internacional mediante adquisiciones

Las empresas que tienen éxito en sus mercados nacionales pueden ver en las adquisiciones internacionales una forma de lograr mayores ingresos y utilidades. En lugar de tratar de lograr incrementos marginales en su nación, las adquisiciones internacionales pueden ser un modo más ventajoso de aprovechar otro mercado. Una adquisición internacional permite a la empresa adquiriente aprovechar los conocimientos locales de la empresa objetivo incluyendo el personal local y su red de distribución.

La cuestión principal como en toda adquisición es si el retorno ajustado al riesgo de la operación es mayor al que se puede lograr con la que fuera la siguiente opción en la lista de inversiones de la empresa.

Los Hilton Hotel Corp. anunciaron en enero de 2006 una oferta de 5.7 billones USD para comprar la unidad internacional de negocio hotelero de Hilton Group PLC. Esta oferta de adquisición era un poco irónica ya que las dos empresas eran una antes de 1964. Este intento de volverse internacional fue en parte una respuesta a los esfuerzos de expansión internacional que ya estaban llevando a cabo sus principales competidores –Marriot International Inc., y Starwood Hotels and Resorts Worldwide Inc. Esta operación permitió a Hilton ofrecer una red de hoteles a lo largo del planeta.

La cadena tiene sus raíces en 1919 cuando Conrad Hilton compró su primer hotel. Y en 1964 se separó en dos como un acuerdo para no competir entre sí. Pero eso fue en 1964, las condiciones en el 2000 son diferentes y el mundo está globalizado. Las empresas hoteleras que pueden ofrecer una verdadera red global tienen la ventaja de crearse una base de clientes en un mercado pero que le puede generar ingresos en otro; por ejemplo los viajeros de Estados Unidos que están familiarizados con la marca Hilton y que buscan servicios similares en otro destino es muy probable que se hospeden en un Hilton que en otro con el que no están familiarizados.

La fusión Hilton viene también en una época en la que la industria hotelera está pasando por cambios. Las cadenas de hoteles se están dedicando a la construcción de la marca y a la administración general y están vendiendo propiedades bajo un sistema de franquicia. Por ejemplo Hilton vendió 20 hoteles en 2005 por 1 billón USD, por lo que es probable que esta adquisición de 2006 fuera seguida por una venta de las propiedades pero ahora todo bajo la red Hilton.

1.3.4 Diversificación internacional mediante adquisiciones

El hecho de que vivamos en un mundo cada vez más globalizado pone presión en las empresas para que se vuelvan verdaderamente globales, algunas empresas ven en las adquisiciones internacionales una forma de diversificarse. Esta suposición yace en que otros mercados pueden tener un patrón diferente de variación en la demanda bajando el nivel de riesgo en lo global.

La diversificación internacional puede ser tanto una estrategia de expansión como una forma de diversificar los riesgos corporativos. Cual es más relevante depende en lo particular con cada industria y empresa.

En las décadas de 1980 y 1990 varias de las mayores empresas automotrices se involucraron en una serie de adquisiciones internacionales buscando explotar mercados fuera sus fronteras. Aunque este tipo de adquisiciones ya las habían hecho muchos años antes, fue en estas décadas donde se intensificó esta estrategia.

Muchas de estas operaciones fueron grandes decepciones, probablemente la más notable fue la de Daimler en 1998 cuando adquirió Chrysler. Chrysler era redituable en el momento que la compró Daimler, pero el mercado estaba cambiando en ese tiempo y

después de la operación las ventas de muchos de sus autos y SUV declinaron por el cambio de gustos en el consumidor. El CEO de Daimler Jurgen Schremp nunca admitiría que esa adquisición fuera un fracaso a pesar de las considerables pérdidas en el 2001¹¹. Daimler se dedicó a arreglar los problemas en Chrysler, y lo hizo pero a expensas de descuidar Mercedes¹². Los problemas de calidad empezaron a emerger en varios autos como la clase E y la M y Mercedes empezó a perder terreno frente a su rival BMW. De hecho el fracaso de Daimler con Chrysler no fue el único, también lo fue su inversión en Mitsubishi.

Daimler no fue la única en perder con sus adquisiciones internacionales, General Motors también se fue por esta vía buscando expandir su presencia a través del mundo. Muchas de estas adquisiciones también fueron grandes fracasos. Quizá el caso más vergonzoso para General Motors fue su inversión en Fiat, la cual además tenía una cláusula de 2 billones USD para Fiat si GM solicitaba terminar su alianza. Conforme los problemas financieros de Fiat se fueron incrementando GM tomó la decisión de salirse y tuvo que pagar 2 billones USD a Fiat al mismo tiempo que GM enfrentaba otros problemas financieros¹³. Otras de las incursiones internacionales de GM también estuvieron plagadas de problemas como lo fueron sus inversiones en el mercado automotriz en Rusia.

Ford también tuvo su parte en los fracasos de adquisiciones internacionales. Jaguar fue una de las adquisiciones de Ford pero continuamente representó pérdidas para Ford quién la vendió en 2008 a Tata Motors de la India.

Los fabricantes japoneses no usaron las fusiones y adquisiciones como medio para diversificarse en Estados Unidos no obstante continuaron ganando participación de mercado. Toyota y Honda abrieron plantas en Estados Unidos donde gozaron de enormes ventajas en costos ya que su fuerza laboral no tenía desproporcionados beneficios sindicales y sus costos laborales eran una fracción comparadas con las de las compañías locales. Toyota, quien estudió las prácticas de manufactura de GM y Ford, escogió el crecimiento orgánico como estrategia para hacerse de la participación de sus rivales en Estados Unidos. Como las empresas de Estados Unidos tienen inmensos costos laborales no eran objetivo de compra para las empresas japonesas pero estas usaron su ventaja en costos para crecer.

1.3.5 Sinergia.

El término sinergia se asocia en las ciencias físicas a la reacción que ocurre cuando dos sustancias se combinan para producir un efecto mucho mayor del que tendría la suma de las dos operando de forma independiente. En las fusiones y adquisiciones la sinergia se

¹¹ Bill Vlasik, Bradley A. Stertz, Taken for a Ride: How Mercedes-Benz drove off with Chrysler. William Morrow, 2000.

¹² Gaughan, Patrick. Mergers: What can go wrong and how to prevent it. John Wiley & Sons, 2004. P. 306-316

¹³ "G.M. warned of a cut in debt rating" New York Times, 15 Feb. 2005.

traduce en la habilidad de una combinación corporativa de ser más rentable que las partes individuales antes de combinarse.

Con frecuencia las sinergias se expresan en términos vagos de estrategia u organización y es esta imposibilidad de expresar los beneficios de una sinergia en términos medibles la que constituye una revelación de futuras dificultades¹⁴.

El análisis de la sinergia debería ser la parte central del análisis de las fusiones y adquisiciones por varias razones:

- La creación de valor debe ser el objetivo fundamental para el diseño de las transacciones de fusiones y adquisiciones, y la Dirección –actuando como agentes de los inversionistas- deben pensar como inversionistas. Si bien no existe garantía de que la mejor diseñada transacción de adquisición o fusión va finalmente a crear valor, las probabilidades son altas de que una operación sin sinergias claras al momento del cierre de la transacción destruya valor.
- El análisis de las sinergias lleva a un importantísimo problema táctico para el diseñador de la transacción: anticipar la reacción de los inversionistas al anuncio de la transacción. Si la empresa adquiriente es percibida de estar pagando de más por la empresa objetivo, su acción caerá al anunciar la operación. Pero con la percepción de verdaderas sinergias, el precio de la acción de la empresa adquiriente puede subir dependiendo de la relación entre el precio y el valor de la empresa objetivo más el valor de las sinergias.

La acción:	si se satisface la ecuación:
Sube	$Precio < V_{Objetivo} + V_{sinergias}$
No cambia	$Precio = V_{Objetivo} + V_{sinergias}$
Baja	$Precio > V_{Objetivo} + V_{sinergias}$

Mediante la valuación de las sinergias esperadas para la operación, el analista puede anticipar la reacción de los accionistas al anuncio. Esta anticipación es importante ya que puede decidir qué tipo de táctica de administración de riesgo de la transacción puede usar¹⁵.

- La valuación de las sinergias va a permitir al analista desarrollar una estrategia para presentar dichas sinergias a los inversionistas y moldear su mejor entendimiento de ellas. Los inversionistas querrán saber las fuentes del valor de las sinergias, la probabilidad de su realización, así como su duración y su magnitud.

¹⁴ Mark Sirower, Vicepresidente de Boston Consulting Group dice a este respecto: “La forma más sencilla de perder en el juego de las adquisiciones es fallando en la definición de sinergias en términos reales y cuantitativos de las mejoras en las ventajas competitivas”. The synergy Trap. The Free Press.

¹⁵ En las operaciones en las que se intercambian acciones por acciones, los accionistas de la empresa objetivo corren un riesgo relacionado con los movimientos que tiene la acción de la empresa adquiriente hasta que reciben esas acciones. Los accionistas buscan mitigar este riesgo poniendo un *floor* a su exposición. De forma similar los accionistas de la empresa adquiriente se protegen en el movimiento contrario con un *cap*. La combinación de *floor* y *cap* se llama *collar*.

- Valuar las sinergias debe ser la base para desarrollar la estrategia para la integración post-fusión. La Dirección debe confeccionar a la medida los planes de integración para lidiar con los puntos más críticos y de mayor impacto para la realización del valor de la sinergia.

1.3.5.1 Sinergia: Mayores Ingresos

La nueva empresa vende más productos que lo que las dos empresas hubieran vendido de forma independiente. Típicamente estos incrementos en las ventas se deben a ventas cruzadas, marcas cruzadas o inclusive nueva marca entre los productos de la empresa adquiriente y la adquirida.

1.3.5.2 Sinergia: Menos costos

En este caso los costos unitarios de los productos de la nueva empresa declinan como resultado de la transacción. Las fuentes de dicha reducción incluyen economías de escala derivadas de la alta capacidad instalada, mayor poder de compra frente a los proveedores, la eliminación de intermediarios en la cadena de suministros, mejoras en la logística y distribución, el cierre de las oficinas administrativas de la empresa adquirida, transferencia de tecnología y conocimiento.

1.3.5.3 Sinergia: Reducción de activos

La combinación de las empresas puede permitir la desinversión en ciertos activos como terrenos, oficinas duplicadas, capacidad de planta ociosa, exceso de inventarios, cuentas por cobrar, entre otros. Estas reducciones de activos representan beneficios económicos reales pero se debe recordar que es un evento que no es recurrente en el tiempo.

1.3.5.4 Sinergia: Reducción de impuestos

Las adquisiciones pueden abrir dos tipos de sinergias de reducciones de impuestos que los inversionistas no habrían podido disfrutar antes. La primera es el beneficio de una depreciación incrementada derivada del incremento en la base de cálculo para la misma. La segunda es la transferencia de las pérdidas operativas netas de la empresa adquirida a la empresa adquiriente.

1.3.5.5 Sinergia: Financiera

Cuando una empresa objetivo tiene ciertas oportunidades de crecimiento que pudiera perseguir pero que se ve imposibilitada para hacerlo debido a que no tiene acceso al capital para ello, una forma de lograrlo es mediante una fusión con una empresa que tenga un mejor acceso a capital y que no tiene el acceso a esas oportunidades. Esta es a veces la base para las adquisiciones de empresas pequeñas por parte de las grandes.

La cuestión clave aquí es porque si la empresa objetivo tiene esas oportunidades de crecimiento el mercado no lo reconoce y le provee el capital para ello. Tal vez el mercado si lo reconoce, pero dado el tamaño e historial de la empresa el costo de ese capital sería

demasiado y se comería la rentabilidad. Una solución es buscar una empresa con acceso a capital a mejores tasas para fusionarse.

1.3.5.6 Sinergia: Opciones reales¹⁶

Estas sinergias de opciones reales son aquellas que crean flexibilidad para la Dirección o aportan compromisos por parte de otros. Algunas posibilidades son:

- Sinergias de opción de crecimiento. Pueden surgir de la combinación de recursos en una transacción que crea el derecho pero no la obligación para crecer. Ejemplos de esto incluye la investigación y desarrollo o capacidades creativas, licencias y recursos para entrar a nuevos mercados, reservas de tierra o minerales, acceso a bases de información o redes.
- Sinergias de opción de salida. Una fusión puede hacer que la nueva empresa sea menos dependiente de un camino en particular, dándole más alternativas para responder a las condiciones de mercado o para alterar sus estrategias.
- Opciones de diferir. La combinación de dos firmas puede traer a la nueva empresa la flexibilidad de esperar al desarrollo de una nueva tecnología, entrar a un nuevo mercado o tomar alguna otra acción de riesgo.
- Opciones para alterar la escala operativa. Permite a la nueva empresa expandirse, contraerse, salir o entrar rápidamente.
- Opciones para cambiar. Esto puede incluir la habilidad de cambiar la mezcla de entradas y salidas de la empresa, o sus procesos.

1.4 Historia de las Fusiones y Adquisiciones

Frecuentemente en el ámbito de las finanzas se pone muy poca atención a la historia de este campo, en vez de ello la atención se centra en las últimas innovaciones y desarrollos. Esto parece ser particularmente cierto en el ámbito de las fusiones y adquisiciones donde existe poco respecto a lo que no es nuevo. No es de sorprender entonces que vemos como aquellos errores y tipos de negocios fallidos que ocurrieron en los primeros años tiendan a repetirse. Es por esta razón que necesitamos estar conscientes de la historia de este campo, lo cual nos ayudará a identificar los tipos de negocios que han sido problemáticos en el pasado. Revisar la historia de las fusiones y adquisiciones equivale a revisar la historia de esta actividad en los Estados Unidos, ya que este ha sido –y por mucho- el escenario principal de la mayoría de las operaciones importantes de este tipo.

Han existido varias tendencias interesantes en la historia reciente de las fusiones y adquisiciones. Estas incluyen el hecho de que las fusiones y adquisiciones se han convertido en un fenómeno global, así como el hecho del crecimiento de los mercados emergentes como adquirientes.

Por estas razones vamos a revisar las importantes tendencias que se han presentado en la historia reciente de las fusiones y adquisiciones en los Estados Unidos.¹⁷

¹⁶ Ver Anexo 10 Opciones reales.

¹⁷ En el Anexo 2 se muestra un Resumen de la Historia de las Fusiones y Adquisiciones.

1.4.1 Oleadas de fusiones y adquisiciones

Existen cinco períodos de alta importancia en la actividad de las fusiones, frecuentemente llamadas oleadas y que han tenido lugar en la historia económica de los Estados Unidos. Estos períodos se han caracterizado por actividad cíclica, esto es, altos niveles de operaciones de fusiones seguidos de períodos de relativamente pocas operaciones. Las primeras cuatro oleadas ocurrieron en los períodos de 1897-1904, 1916-1929, 1965-1969, y 1984-1989. La actividad de estas operaciones declinó al final de la década de 1980 pero resurgió en los primeros años de la década de 1990 para comenzar con la quinta oleada.

Las numerosas oleadas provocaron cambios mayores en la estructura de negocios en los Estados Unidos, ya que fueron instrumentos en la transformación de la industria desde un conjunto de empresas pequeñas y medianas a su forma actual, donde se incluyen miles de corporaciones multinacionales.

Investigaciones han arrojado que las oleadas tienden a ser causadas por la combinación de golpes económicos, regulatorios y tecnológicos¹⁸. El golpe económico viene en la forma de expansiones económicas de los mercados que motivan a las compañías a crecer para estar a la par del rápido crecimiento de la demanda agregada en la economía. Las fusiones y adquisiciones constituyen una forma rápida de expansión comparadas sobre todo con el crecimiento orgánico interno.

Los golpes regulatorios pueden ocurrir en la forma de eliminación de barreras regulatorias que mantenían en prohibición ciertas combinaciones corporativas como pueden ser barreras interestatales o de incursión en ciertos tipos de negocios.

Los golpes tecnológicos pueden presentarse en una gran variedad de cambios en la tecnología que se traducen en transformaciones dramáticas en industrias existentes o que inclusive pueden crear nuevas industrias.

Estos golpes por si solos no son causa suficiente para provocar una oleada de fusiones y adquisiciones, sino que debe existir una liquidez de capital como condición necesaria para que se de dicha oleada¹⁹.

1.4.2 Primera Oleada, 1897-1904

La primera oleada en Estados Unidos ocurrió después de la depresión de 1883 y tuvo su auge entre 1898 y 1902 y aunque estas fusiones abarcaron a todas las mayores industrias mineras y manufactureras, ciertas industrias claramente demostraron una mayor incidencia en las actividades de fusión. De acuerdo a un estudio del profesor Ralph Nelson del Buró Nacional de Estudios Económicos²⁰, ocho industrias –metales primarios, productos alimenticios, productos del petróleo, químicos, equipos de transporte, productos

¹⁸ Mitchell, Mark y Mulherin, J. H. The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity, *Journal of Financial Economics*, 41, 1996, 193-229.

¹⁹ Harford, Jarrad. What Drives Merger Waves, *Journal of Financial Economics*, 77(3), September 2005, 529-560.

²⁰ Nelson, Ralph. *Merger Movements in American Industry: 1895-1956* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1959).

metálicos maquilados, maquinaria y carbón- experimentaron la mayoría de las fusiones. Estas industrias significaron aproximadamente dos tercios de todas las fusiones de ese periodo. Las fusiones de esta primera oleada fueron preponderantemente horizontales.

Muchas de las fusiones horizontales y consolidaciones industriales de este periodo frecuentemente resultaron en estructuras de mercado cercanas al monopolio. Es por este motivo que esta ola se caracterice por su papel en la creación de los grandes monopolios y de oligopolios colusivos²¹. Este período también es asociado con la primera megafusión de billón de dólares cuando la U.S. Steel fue fundada por J.P. Morgan, como resultado de la fusión entre Carnegie Steel -fundada por Andrew Carnegie- con Federal Steel que era controlada por él. J.P. Morgan añadió otras compañías como American Tin Plate, American Steel Hoop, American Steel Sheet, American Bridge, American Steel and Wire, International Mercantile Marine, National Steel, National Tube y Shelby Steel Tube; todas combinadas bajo la sombrilla corporativa de U.S. Steel, cuyo control abarcaba más de la mitad del mercado del acero.

Junto con U.S. Steel algunos de los grandes gigantes industriales se originaron en esta primera oleada incluyendo a DuPont Inc., Standard Oil, General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco Inc. (fusionada con Brown and Williamson en 1994 que a su vez se fusionó con RJ Reynolds en 2004), y Navistar International (antes International Harvester pero que se convirtió en Navistar en 1986 cuando vendió sus negocios agrícolas). Actualmente estas compañías son grandes corporaciones con grandes participaciones de mercado, pero muchas de ellas fueron realmente dominantes para el final de la primera oleada. Por ejemplo American Tobacco tenía el 90% del mercado del tabaco, y Standard Oil cuyo propietario era J. D. Rockefeller poseía el 85% del mercado del petróleo. En esta primera oleada hubo 300 combinaciones mayores que cubrieron muchas áreas industriales y controlaban el 40% del capital manufacturero de los Estados Unidos. Se estima que unas 3000 empresas desaparecieron en este periodo como resultado de la actividad de fusiones.

Ni siquiera la Ley Sherman Antimonopolio de 1890 pudo impedir esta intensa actividad, en gran medida por responsabilidad del Departamento de Justicia que no asignó los recursos ni el personal suficiente para perseguir de forma agresiva la constitución de los monopolios. Para el final de la primera oleada una marcada e incremental concentración era evidente en la industria de los Estados Unidos, esto no solo debido a la falta de recursos del Departamento de Justicia, sino provocado también por la incapacidad de las cortes para interpretar literalmente las previsiones antimonopolios de la Ley Sherman. Por ejemplo en 1895 la Suprema Corte de Justicia de los Estados Unidos decidió que la American Sugar Refining Company no era un monopolio y no le restringió las operaciones.²² En este punto la Suprema Corte no estaba consciente de que la American Sugar Refining Company controlaba el 98% de de la capacidad de refinación de azúcar de los Estados Unidos. Esta decisión le dio luz verde a compañías como Dupont,

²¹ Ver Monopolio, Oligopolio y Oligopolio Colusivo en Glosario.

²² Conlin, Joseph R. The American Past, Forth Worth, TX, Harcourt Press, 1997, P.500.

Eastman Kodak, General Electric, International Harvester, Standard Oil, y U.S. Steel para involucrarse en procesos de fusiones sin preocuparse por alguna interferencia legal.²³

Fueron los factores financieros más que los legales los que forzaron el fin de la primera oleada. Primero el colapso del monopolio de la construcción de barcos en los primeros años de 1900 trajo a la vista los peligros del financiamiento fraudulento. Segundo, y más importante, el colapso del mercado bursátil en 1904, seguido del pánico bancario de 1907 que cerró muchos bancos y que finalmente delineara el camino para la creación del sistema de la Reserva Federal. Todo esto llevó a que la primera oleada se detuviera.

Algunos historiadores económicos han interpretado que muchas de las fusiones horizontales que se llevaron a cabo durante la primera oleada fueron intentos por alcanzar economías de escala. A través de fusiones y adquisiciones las compañías en expansión buscaron incrementar su eficiencia mediante la disminución de los costos por unidad.

1.4.3 Segunda oleada, 1916-1929

Durante la segunda oleada muchas industrias se consolidaron y en lugar de darse la creación de monopolios, el resultado fue frecuentemente una estructura industrial oligopólica. El patrón de consolidación establecido en el primer periodo continuó en el segundo. Durante este segundo periodo la economía de los Estados Unidos creció y se desarrolló principalmente por el auge de la economía de la post-guerra (WWI) que proveyó mucha inversión de capital a ansiosos mercados de capitales. Esta disponibilidad de capital, que fue impulsada por las condiciones económicas favorables y una laxa regulación de márgenes, estableció el marco que desembocó en la caída del mercado de 1929.

El ambiente antimonopolios era más estricto en la década de 1920 que aquel que prevaleció en los años de la primera oleada, razón por la cual esta segunda oleada produjo muy pocos monopolios, más bien oligopolios y fusiones verticales; y adicionalmente varias compañías no relacionadas se fusionaron. Esta fue la primera formación a gran escala de conglomerados.

Armado con la Ley Clayton y la Ley Sherman el gobierno estuvo en mejor posición para combatir la creación de monopolios que aquella que tuvo durante la primera oleada.

Esta segunda oleada presenció la formación de muchas corporaciones prominentes que todavía operan hoy día, incluyendo: General Motors, IBM, John Deere, y Union Carbide.

Entre 1926 y 1930 un total de 4,600 fusiones se llevaron a cabo y de 1919 a 1930 desaparecieron 12,000 empresas mineras, manufactureras, y bancos. De acuerdo con Earl W. Kintner²⁴, durante el periodo de 1921 a 1933, 13 billones de dólares en activos fueron adquiridos a través de fusiones, representando el 17.5% del total de los activos manufactureros en Estados Unidos.

²³ Stigler, George. Monopoly and Oligopoly by Merger, American Economic Review, 40, May 1950, 23-24

²⁴ Kintner, Earl W. Primer on the Law of Mergers, Macmillan, 1973, p.9.

El continuo desarrollo del sistema ferroviario combinado con el crecimiento del autotransporte transformaron los mercados locales en mercados nacionales. La competencia entre firmas se incrementó con el auge del radio en las casas como forma primordial de entretenimiento, provocando un incremento en la publicidad como forma de diferenciación de los productos, llevando a los publicistas a la creación de publicidad a niveles nacionales y elevando las marcas a ese mismo nivel. La era de la mercadotecnia masiva había empezado.

Industrias como la generación, distribución y comercialización de energía sufrieron de una muy marcada concentración. Muchas de las fusiones en esta industria involucraron a compañías que estaban controladas por un relativamente pequeño número de accionistas. Estas industrias estaban organizadas en estructuras corporativas piramidales que proveían de utilidades a los accionistas pero que, de acuerdo a la Comisión Federal de Comercio, no servían al interés público. Los monopolios de esta industria eventualmente fueron regulados por la ley de Compañías Tenedoras de la Industria de Energía de 1935. Esta ley, la cual fue diseñada para evitar abusos, facultó a la SEC para que regulara y sancionara las adquisiciones de activos o acciones de otras firmas. Los abusos en esta industria por parte del poder corporativo y de responsabilidad fiduciaria fueron mucho más comunes en esa época que en la actualidad, razón por la cual esta ley fue eliminada en 2005.

Aunque las fusiones en esta época afectaron a todo tipo de industrias, las siguientes experimentaron un número desproporcionado de fusiones:

- Metales primarios
- Productos del petróleo
- Productos alimenticios
- Químicos
- Equipo de transporte.

Las fusiones fueron facilitadas no solo por la limitada capacidad de la ley antimonopolios sino también por el impulso que dio el gobierno federal para la formación de cooperativas de negocios para aumentar la capacidad productiva de los Estados Unidos como parte de los esfuerzos de guerra. Más que competir una contra otra durante tiempo de guerra, las empresas del país, particularmente aquellas en producción y minería eran animadas a trabajar juntas. Aun después de terminada la guerra el gobierno mantuvo esta política a través de la década de 1920.

La segunda oleada guarda una similitud con la cuarta oleada en el sentido del uso intensivo de deuda para financiar las operaciones de fusiones y adquisiciones que se llevaron a cabo. Las compañías tenían una gran proporción de deuda en sus estructuras financieras, lo cual se traducía en grandes retornos para sus accionistas pero traía un gran riesgo si la economía no se comportaba de forma positiva, como eventualmente sucedió. Un tipo muy común de estructura de capital era la compañía tenedora piramidal, en la que un pequeño grupo de inversionistas podía controlar grandes negocios con una inversión relativamente pequeña.

La segunda oleada llegó a su fin el día del colapso bursátil del 29 de Octubre de 1929. Después de este descalabro el número de fusiones y adquisiciones declinó dramáticamente. Sin un enfoque en la expansión, las empresas se dedicaron meramente a subsistir ante una demanda reducida.

Los bancos de inversión jugaron un rol clave en los dos primeros periodos de fusiones, ejerciendo considerable influencia en los líderes de las empresas, pero también vetando una fusión cuando consideraban que estaba en contra de sus intereses mediante la manipulación de los fondos cuando una empresa buscaba financiamiento para la operación.

El gran número de fusiones que tuvieron lugar durante los dos primeros periodos fueron apoyadas por los bancos de inversión, pero en la tercera oleada el ímpetu financiero de las fusiones encontró su fuente de financiamiento en otros lugares fuera de los bancos de inversión.²⁵

1.4.4 Tercera oleada, 1965-1969

La tercera oleada se caracterizó por un incremento histórico de la actividad de fusiones y adquisiciones, y fue ocasionada en parte por el gran crecimiento económico que experimentaban los Estados Unidos. Durante estos años, conocidos como el periodo de las fusiones de conglomerados, no era poco común que compañías relativamente pequeñas tuvieran como objetivo a empresas más grandes para adquirirlas, en contraste a las dos primeras oleadas que se caracterizaron porque las empresas adquiridas eran significativamente más pequeñas que las adquirentes.

Los conglomerados formados en esta época fueron más que una diversificación de líneas de productos. El término de compañías diversificadas es aplicado generalmente a empresas que tienen algunas subsidiarias en otras industrias pero que la mayoría de su producción se encuentra concentrada dentro de una categoría industrial; pero a diferencia de las anteriores, los conglomerados conducen un gran porcentaje de sus actividades de negocios en diferentes categorías industriales.

Aunque este periodo tuvo grandes corporaciones involucradas en actividades de fusiones y adquisiciones, muchas empresas de diferentes tamaños participaron durante este tiempo comprometidas en estrategias de diversificación y muchas de ellas de tamaño pequeño y mediano se involucraron en categorías industriales inclusive fuera de su actividad preponderante.

²⁵ Las décadas de 1940 y 1950, si bien quedan como un periodo intermedio entre la segunda y tercera oleada, vale la pena mencionar que aunque el número de fusiones fue mucho menor a su periodo antecesor, dicho número seguía siendo una preocupación para el Congreso de los Estados Unidos, el cual reaccionó pasando la Ley Celler-Kefauver en 1950. Esta ley fortalecía la sección 7 de la Ley Clayton que establece que la adquisición de acciones de una compañía competidora estaba prohibida si el efecto resultante era la disminución de competencia. Muchas compañías daban vuelta a esta ley comprando los activos de la empresa competidora en lugar de sus acciones. Esta laguna jurídica se eliminó con la ley Celler-Kefauver.

Conforme las empresas con los recursos financieros necesarios buscaron la expansión, se encontraron con regulaciones antimonopolio más duras. La incrementada atmósfera antimonopolio de la década de 1960 fue un incremento de la ley Celler-Kefauver de 1950 la cual a su vez era un fortalecimiento de la ley Clayton de 1914. La ley Clayton hacía que la adquisición de las acciones de otra empresa fuera ilegal si la fusión resultante significaba una disminución en la competencia dentro de una categoría industrial. Pero tenía un vacío ya que no preveía la adquisición de los activos de la empresa con fines anticompetitivos. La ley Celler-Kefauver cerró este vacío. Armado con leyes más duras el gobierno federal adoptó una postura más fuerte frente a las fusiones y adquisiciones tanto verticales como horizontales. Las firmas que tenían la expansión en mente encontraron que su única alternativa era formar conglomerados.

El rápido crecimiento de la ciencia de la administración aceleró el movimiento de los conglomerados. Las escuelas de negocios empezaron a tener una amplia aceptación dentro de las universidades más prestigiosas y la maestría en administración de negocios se volvió una credencial muy valorada para el ejecutivo corporativo. La ciencia de la administración desarrolló metodologías que facilitaban la administración organizacional y - en teoría- podían facilitar la administración de una gran variedad de organizaciones. Conforme estos principios administrativos ganaron mayor aceptación, los graduados de este movimiento creían que tenían una amplia base de habilidades necesarias para administrar una amplia variedad de estructuras organizacionales. Estos administradores creían tener una razonable capacidad de administrar una organización expandida a través de diferentes categorías industriales. La creencia de que un conglomerado podría llegar a ser una entidad exitosa y administrable comenzó a ser una realidad.

Debido a que en la tercera oleada la mayoría de las fusiones fueron en el ámbito de los conglomerados en vez de ser horizontales o verticales, no hubo un incremento apreciable en la concentración industrial. Por esta razón el grado de competencia y concentración no se modificó de forma notable a pesar de haberse presentado cerca de 6,000 operaciones con la desaparición de 25,000 firmas. Esto claramente contrasta con la primera oleada que resultó en una dramática concentración en muchas categorías industriales.

Henri Servaes²⁶ condujo un estudio sobre el efecto de estas operaciones sobre el patrimonio de los accionistas, para ello analizó una gran muestra de firmas que abarcaba los años 1961-1976. El encontró que durante este periodo de tiempo el número promedio de categorías industriales en las cuales las empresas operaban se incrementó de 1.74 en 1961 a 2.7 en 1976. Entonces examinó las razones Q (la razón de los precios de mercado de las acciones dividido entre el valor de reemplazo de los activos) de las empresas en su muestra y encontró que las firmas diversificadas operaban a descuento, aun en un periodo donde este tipo de operaciones eran muy populares. Sin embargo encontró también que dicho descuento disminuía a lo largo del tiempo. También observó que las empresas donde los cuerpos directivos no tenían participación en el capital buscaban los beneficios particulares mediante la expansión aun a costa del beneficio de los accionistas

²⁶ Profesor de la London Business School y autor del artículo "The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave" publicado en el Journal of Finance Septiembre de 1996.

(descuento), pero las empresas donde los cuerpos directivos tenían participación accionaria se mantenían enfocadas aunque empezaron a diversificarse cuando el descuento declinó; es decir no buscaron su beneficio particular cuando esto significaba un costo para los accionistas.

La banca de inversión no financió la mayoría de las fusiones en la década de 1960 a diferencia de las dos oleadas previas. El mercado del crédito restringido y las altas tasas de interés fueron los concomitantes de la alta demanda de crédito de una economía en expansión. Conforme la demanda de crédito se incrementó así lo fueron haciendo las tasas de interés, adicionalmente el pujante mercado accionario proveyó financiamiento vía colocación de capitales para muchas de las operaciones de conglomerados.

El mercado *bull*²⁷ de la década de 1960 llevó los precios cada vez más arriba, el índice Dow Jones Industrial subió de 618 en 1960 a 906 en 1968. Conforme los precios de las acciones se incrementaban, los compradores potenciales se dieron cuenta de que las adquisiciones financiadas con acciones pudiera ser una forma excelente –y libre de problemas- de incrementar las utilidades por acción sin incurrir en altos pasivos y/u obligaciones fiscales. Por esta razón las adquisiciones financiadas por acciones tenían una ventaja sobre las transacciones en efectivo, las cuales eran sujetas a impuestos.

Las empresas jugaban el juego de precio/utilidades para justificar sus actividades de expansión. La razón precio/utilidades es la razón del precio de mercado de la acción de una compañía entre las utilidades disponibles por acción para los accionistas, mientras más alta sea esta razón más dispuestos están los inversionistas para pagar por la acción de una compañía dadas las expectativas de la firma de futuras utilidades. Las altas razones de precio/utilidad en la mayoría de las acciones en el mercado indicaban un generalizado optimismo de los inversionistas, y ese era el caso en el mercado *bull* de la década de 1960. Estos altos precios de las acciones ayudaron a financiar la tercera oleada²⁸.

El declive de los conglomerados puede ser rastreado de inicio al anuncio por parte de las Industrias Litton en 1968 de que sus ganancias trimestrales habían disminuido por primera vez en 14 años, y aunque dichas ganancias eran números negros el mercado se tornó amargo en lo referente a los conglomerados y la presión de venta tuvo su efecto sobre los precios de las acciones.

Aunado a lo anterior en 1968 el Fiscal General de los Estados Unidos Richard McLaren anunció que iba a tomar medidas enérgicas contra los conglomerados ya que pensaba

²⁷ Ver Glosario *Bull Market*.

²⁸ Debido al *Bull Market* las compañías eran capaces de financiar sus operaciones emitiendo acciones sin modificar de forma drástica sus razones de precio/utilidad, es mas en muchos casos el resultado de la operación era un incremento en las mismas. Este proceso podía continuar con otras adquisiciones que también resultarían en incrementos en el precio de la acción, pero este proceso terminaría cuando el mercado decidiera ya no aplicar la misma razón p/u. Un mercado como el de la década de 1960 ayudó a promover altas razones p/u, pero cuando el mercado cayera –como lo hizo al final- este proceso de adquisiciones ya no sería posible.

que eran una influencia anti-competitiva en el mercado. En adición el Congreso sostuvo audiencias lideradas por el congresista Emmanuel Celler, que tuvieron un impacto negativo en los conglomerados, lo cual siguió presionando los precios a la baja de las acciones. En 1969 se pasó el Tax Reform Act, que tuvo un impacto negativo en los abusos de manipulación contable que permitían a los conglomerados mantener los precios de las acciones altos y con ello tener acceso al financiamiento mediante emisión de acciones o de obligaciones convertibles para realizar sus operaciones de fusiones y adquisiciones.

Cuando el mercado cayó en 1969 el juego de P/U ya no pudo ser jugado. De hecho muchos analistas piensan que las fusiones de conglomerados ayudaron al colapso del mercado en la medida que presionaban los valores mucho más allá del valor económico subyacente real, y ante un escenario así, el colapso era el paso siguiente.

Existe poca evidencia que ampare lo aconsejable que eran muchas de las adquisiciones de los conglomerados. Los compradores usualmente sobre-pagaban por las diferentes empresas que adquirían y muchas de ellas fueron seguidas por pobres desempeños financieros. Esto se confirma con el hecho de que el 60% de las adquisiciones de cruzamiento industrial que ocurrieron entre 1970 y 1982 fueron vendidas o des-invertidas para 1989.

1.4.5 Cuarta oleada, 1984-1989

La tendencia bajista en las fusiones y adquisiciones que caracterizó la década de 1970 hacia 1980, se revirtió rápidamente en 1981; y aunque el ritmo de las fusiones disminuyó otra vez en 1982 debido a un debilitamiento económico, una fuerte oleada de fusiones comenzó en 1984.

Una característica única de la cuarta oleada es el significativo papel que jugaron las fusiones hostiles. Las fusiones hostiles se convirtieron en una forma aceptable de expansión corporativa desde 1908 y la invasión corporativa había ganado estatus como una muy redituable actividad especulativa. Consecuentemente las corporaciones y socios especulativos jugaron el juego de la toma de control como un medio de disfrutar muy altas ganancias en un corto tiempo.

La cuarta oleada de fusiones puede ser distinguida de las otras tres también por el tamaño y prominencia de las empresas blanco: es la era de las megafusiones de billones de dólares. Algunas de las más grandes compañías de los Estados Unidos se convirtieron en blanco en la década de 1980.

En la cuarta oleada el término *corporate raider*²⁹ aparece en el lenguaje de las finanzas corporativas y su principal fuente de ingresos proviene de intentos de tomas de control. La palabra intentos es la parte curiosa de esta definición porque muchos de esos intentos estaban diseñados para vender las acciones de la empresa objetivo a un precio mucho mayor del que originalmente pagó. La habilidad de los *raiders* para recibir pagos de

²⁹ Ver en Glosario *Corporate raider*

*greenmail*³⁰ a cambio de vender de regreso las acciones a las empresas blanco, hicieron de los intentos de toma de control algo muy rentable. Y aunque la empresa objetivo se reusará a participar en dicha transacción, el *raider* podía haber tenido éxito al poner a la empresa objetivo “en juego”. Cuando una empresa objetivo estaba en “el juego” las acciones tienden a concentrarse en las manos de los especuladores quienes rápidamente venden al mejor postor. Este proceso frecuentemente –aunque no siempre- tenía como resultado la toma de control de la empresa, aunque no necesariamente por el oferente original.

Aunque el arbitraje es una práctica bien establecida, el rol de los especuladores en el proceso de toma de control no se volvió altamente refinado sino hasta la cuarta oleada, y su rol se volvió una parte muy importante de los procesos de tomas de control de la década de 1980, su involucramiento cambió la estrategia de las tomas de control y el desarrollo de esta “industria” ayudo a facilitar el creciente número de tomas de control hostil que ocurrieron en esos años.

La cuarta oleada también presenta otra serie de características únicas e interesantes que diferencian de forma tajante este período de cualquier otro en la historia de las fusiones y adquisiciones en los Estados Unidos.

El rol agresivo de los banqueros de inversión en perseguir fusiones y adquisiciones fue crucial para el crecimiento de la cuarta oleada. Las fusiones fueron una gran fuente de comisiones virtualmente sin riesgo para los banqueros de inversión y la magnitud de dichas comisiones durante este período alcanzó proporciones sin precedentes. Los especialistas en fusiones tanto de los bancos de inversión como de despachos legales desarrollaron productos y técnicas innovadoras diseñadas para facilitar o prevenir tomas de control. Ellos presionaron tanto a las empresas objetivo como a posibles adquirientes a contratarlos tanto para llevar a cabo como para prevenir dichas tomas de control. Parcialmente para ayudar a financiar las operaciones, el banco de inversión Drexel Burnham Lambert incursionó en el desarrollo del crecimiento del mercado de los *junk bonds*³¹. Estos valores se convirtieron en un importantísimo vehículo de financiamiento de las operaciones y permitió a las empresas en expansión y a los *raiders* levantar la vista hacia corporaciones cada vez más prominentes.

Otro aspecto de la cuarta oleada como se mencionó antes, fue la incrementada sofisticación en las estrategias de toma de control y en las contra medidas desarrolladas durante este período tales como *Poison Pills*³², sistemas de detección temprana, entre otros.

Muchas de las mega-operaciones realizadas en este período fueron realizadas con grandes montos de deuda, esta era la razón de porque empresas relativamente pequeñas eran capaces de hacer ofertas por empresas mucho más grandes. Durante este período

³⁰ Ver *Greenmail* en Glosario.

³¹ Ver *Junk Bonds* en Glosario.

³² Ver *Poison Pills* en Glosario.

el término Leveraged Buyouts (LBO)³³ se volvió parte del lenguaje en Wall Street. A través de los LBO's, la deuda se podía usar para convertir empresas públicas en privadas, usualmente era la alta Dirección la que usaba esta técnica.

Durante la cuarta oleada muchos conflictos se dispararon entre los gobiernos estatales y el federal, ya que las corporaciones incrementaron la búsqueda de protección de sus gobiernos locales contra planes de adquisición no deseados. Estas empresas fueron hábiles para persuadir a sus congresos locales de pasar leyes en contra de las tomas de control, lo cual llevó a un conflicto entre el gobierno federal y los estatales. Algunas entidades del gobierno federal como la SEC³⁴ creían que estas leyes estaban en contraposición al comercio interestatal, mientras que los gobiernos locales pensaban que estas leyes se basaban en sus derechos constitucionales. Como sea que fuere, los gobiernos estatales se volvieron protectores de corporaciones locales.

Aunque la mayoría de las tomas de control en los Estados Unidos durante la década de 1980 involucraron empresas locales, participantes extranjeros tuvieron un efecto significativo en el porcentaje de las operaciones. Un ejemplo de uno de las mega-operaciones realizadas, fue la adquisición de Standard Oil por parte de British Petroleum por \$7.8 billones.

La desregulación también jugó un papel importante durante la década de 1980 ya que algunas industrias fueron desreguladas durante este periodo. Mitchell y Mulherin analizaron una muestra de 1064 fusiones, adquisiciones y otras reestructuraciones de 1982 a 1989³⁵ y encontraron que la desregulación fue un factor causal de las operaciones en las industrias donde se presentó una disminución en las regulaciones, tales como: transporte aéreo, comunicaciones, entretenimiento, gas natural, transporte de carga. Además encontraron que no todas las industrias respondieron en la misma forma, por ejemplo la respuesta de la industria de las comunicaciones fue mucho más rápida que la de la transportación aérea.

La cuarta oleada terminó en 1989 derivado de que la expansión económica de la década había llegado a su fin y había entrado en 1990 en una ligera y breve recesión. Aunado a lo anterior, el colapso del mercado de los *junk bonds* que había sido la fuente de financiamiento para muchas de las operaciones, también contribuyó al fin de este período.

1.4.6 Quinta oleada

Empezando en 1992, el número de fusiones y adquisiciones empezó a incrementarse. Grandes operaciones –algunas similares en tamaño a aquellas que ocurrieron en la cuarta oleada- comenzaron a ocurrir otra vez. Los administradores se propusieron no repetir los errores que se habían cometido en la década anterior y se enfocaron más en

³³ Ver LBO en Glosario.

³⁴ SEC. Siglas para Securities and Exchange Commission. Es una agencia independiente del gobierno federal de los Estados Unidos y se encarga hacer cumplir las leyes del mercado de valores y de regular la industria del mercado de valores.

³⁵ Mitchell, Mark L., Mulherin, J. Harold. "The impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity", *Journal of Financial Economics*, 41, June 1996, 193-229.

las operaciones estratégicas que no se basaban de forma excesiva en el apalancamiento. Las jugadas de corto plazo y de óptica meramente financiera fueron también evitadas.

Durante la década de 1990 la economía de los Estados Unidos entró en su más larga expansión post-guerra y las empresas reaccionaron al incremento en la demanda agregada buscando fusiones y adquisiciones, que son la forma más rápida de crecimiento en contraste con el crecimiento interno. Al mismo tiempo el valor de mercado de las acciones tomaron vuelo y varios de los índices de mercado llegaron a nuevos máximos.

Aunque en la quinta oleada se destacaron muchas megafusiones, hubo menos operaciones hostiles y más fusiones estratégicas. Conforme la economía se fue recuperando de la recesión de 1990 a 1991, las empresas empezaron a buscar expandirse y las fusiones nuevamente fueron vistas como una forma rápida y eficiente de hacerlo. A diferencia de las operaciones que se realizaban en la década de 1980 las operaciones de esta época se enfocaban en la estrategia más que en la rápida ganancia financiera. Estas operaciones no estaban financiadas por grandes pasivos como la oleada anterior, en vez de ello se financiaron mayormente con capital, lo cual resultaba en combinaciones menos pesadas de apalancamiento. Debido a que estas operaciones no yacían sobre mucha deuda, no había mucha presión por vender rápidamente los activos para pagar deuda y reducir con ello el costo del servicio de deuda. Las operaciones que se dieron -cuando menos inicialmente- fueron motivadas por una estrategia específica que el adquirente pudiera ejecutar de forma más rápida mediante fusiones y adquisiciones en lugar de un crecimiento interno.

Algunas industrias contaron con una desproporcionada participación del volumen total de las operaciones de fusiones y adquisiciones en los Estados Unidos durante la quinta oleada. En particular, banca y finanzas y comunicaciones y transmisiones contaban con el 26% de todas las operaciones en los Estados Unidos en el período de 1993-2004 -aunque este porcentaje llegó a estar tan bajo como 7.5% en 1994 y tan alto como 41.9 en 1999-. Esto fue causado por la combinación de factores incluyendo el continuo impacto de la desregulación y la consolidación de la industria bancaria así como los dramáticos cambios que se fueron dando en los negocios de telecomunicaciones e internet.

Cada oleada trajo consigo un cierto tipo de transacción única, y la quinta oleada no fue la excepción. A mediados de la década de 1990 el mercado se volcó a las operaciones de consolidación –llamados *roll-ups*³⁶-. Aquí industrias fragmentadas se fueron consolidando a través de adquisiciones a gran escala por parte de empresas que fueron llamadas consolidadores. Algunos bancos de inversión se especializaron en *roll-ups* y conseguían financiamiento y emitían acciones de esas compañías. Los *roll-ups* se concentraron en negocios en particular como imprentas funerarias, productos de oficina y productos florales.

³⁶ *Roll-up*. Se refiere –dentro del contexto de las inversiones de capital de riesgo- a la acción de obligar a empresas pequeñas a fusionarse con el objetivo de reducir costos mediante las economías de escala.

La estrategia detrás de los *roll-ups* era combinar pequeñas empresas con negocios de cobertura nacional para disfrutar de los beneficios de las economías de escala y mercadear a nivel nacional en lugar de forma local. El resultado fue más bien mixto ya que muchas de las entidades consolidadas se fueron a la bancarrota y otras perdieron valor y terminaron siendo vendidas a otras compañías. Fueron una moda pasajera que se volvió popular en la década de 1990 mientras el mercado fue atrapado en una ola de exuberancia irracional que buscaba mejores oportunidades de inversión.

La quinta oleada fue verdaderamente una oleada internacional. El valor y número de operaciones se incrementó dramáticamente desde 1996 en los Estados Unidos, en Europa en 1998. Para 1999 el valor de las operaciones en Europa fue casi de la misma dimensión que de las operaciones en Estados Unidos. Dentro de Europa fue Inglaterra la que contó el mayor número de operaciones, seguida de Alemania y Francia. En Asia el volumen y valor de las operaciones se incrementó marcadamente incluyendo no solo a Japón sino a todas las naciones principales a lo largo del continente desde 1998. Muchas de las naciones asiáticas apenas recientemente han empezado a reestructurar sus controladas economías y estas reestructuras han dado pie a muchas fusiones y adquisiciones.

Mientras que el mercado de las fusiones y adquisiciones en América Central y Sudamérica es significativamente más pequeño que el de Asia, y éste a su vez más pequeño que el de Europa y los Estados Unidos, hubo un muy significativo número de operaciones en esta región.

Las fuerzas de crecimiento económico y la búsqueda de la globalización influenciaron a todas las economías conforme las compañías buscaron servir mercados más amplios y los esfuerzos llevados a cabo en un extremo del mundo tuvieron efectos en el otro extremo; este fue el caso en la quinta oleada.

Muchas naciones europeas han tenido dificultad para abrirse a la posibilidad de que adquirentes extranjeros adquieran las mayores compañías nacionales, muchas de ellas inclusive han establecido barreras para ello. En muchas instancias el nacionalismo ha dominado sobre la búsqueda de los libres mercados.

Respecto al desempeño, cuando la quinta oleada comenzó, los directores se propusieron no cometer los mismos errores que se habían cometido en la oleada previa, muchos mantuvieron que, no se involucrarían en operaciones financieramente orientadas al corto plazo sino estratégicamente enfocadas en el largo. Sin embargo en el período de 1998 a 2001, los accionistas de las empresas adquirentes perdieron \$240 billones USD y este monto contrasta dramáticamente con los \$4 billones USD que se perdieron en toda la década de 1980. Desde una perspectiva de la sociedad comercial uno podría preguntarse si las ganancias de los accionistas de la empresa objetivo compensaron las pérdidas de los accionistas de la empresa adquirente, pero esto no estuvo ni cerca. Las pérdidas netas de los accionistas de la empresa adquirente superaron las de los accionistas de la

objetivo en \$134 billones³⁷. Por supuesto que desde la perspectiva de los accionistas de las empresas adquirientes esta compensación es irrelevante ya que el considerar estas ganancias sería como decir: “paguemos una enorme prima por esta empresa y, claro perderemos mucho dinero, pero cuando los accionistas de la empresa objetivo tengan grandes ganancias a nuestra costa, desde una perspectiva de sociedad comercial podremos decir que hubo una ganancia neta en esta operación”.

Una pregunta relevante surge: ¿Por qué fueron las pérdidas en la quinta oleada tan grandes? Una de las razones puede ser que los directores estaban más contenidos al principio y mitad de la quinta oleada ya que no querían cometer los errores de la oleada anterior. Pero conforme la burbuja del mercado comenzó a inflar los precios de las acciones, estos se fueron a la cabeza de los directores³⁸ quienes –llenos de *hibris*– pensaban ser los responsables de los altos precios que habían alcanzado las acciones de sus empresas y dejaban de lado el hecho de que el valor de sus empresas, así como el de casi todo el mercado, estaba montado en una burbuja irracional de sobrevaluación. Cuando estos directores llegaban ante el Consejo a presentar sus propuestas de fusiones, era difícil para el Consejo decirle que su propuesta era poco sólida cuando ese mismo director se decía responsable por la valuación más alta de la historia de su compañía.

Después de una pausa a inicio del Siglo XXI, las operaciones de fusiones y adquisiciones han tomado fuerza de nuevo y de forma muy globalizada. Nuevos objetivos potenciales y adquirientes llegan al mercado como resultado de más privatizaciones –especialmente en Europa del este, Asia y América Latina. Adicionalmente grandes ofertas han llegado de empresas de mercados emergentes conforme estas empresas han logrado establecer altas y creíbles posiciones en varios mercados.

1.4.7 Las Fusiones y Adquisiciones en México

En México a lo largo del siglo XX se dio un proceso constante de concentración en ciertas industrias; se puede decir que muchos de los más importantes grupos económicos nacionales encuentran su origen, expansión y consolidación en las fusiones y adquisiciones; de ahí que en la actualidad en la economía mexicana resulta difícil encontrar rama o sector en el que no se hayan dado operaciones significativas de fusiones y adquisiciones.

En la década de 1960, los principales grupos industriales orientaron su proceso de expansión y crecimiento hacia actividades diferentes de sus originales a fin de diversificarse formando conglomerados.

³⁷ Moeller, Sarah B. Schlingemann, Frederick P., Stulz, Rene M. “Wealth Destruction on a Massive Scale: A Study of Acquiring Firm Returns in the Recent Merger Wave”, *Journal of Finance*, Vol. LX, No.2, Abril 2005. P. 758, 759.

³⁸ Esto se evidencia con las dramáticamente altas razones de precio/utilidades 17.05@1990, 32.86@1998, 40.58@1999, 43.77@2000. Fuente: Standard & Poor’s S&P500 P/E Ratio 1990-2005. Ver anexo 3 Razones P/U S&P 500

En la década de 1980 hubo varios acontecimientos que incentivaron que las empresas buscaran mejores posiciones a través de fusiones o adquisiciones. Entre 1984 y 1987 los principales grupos empresariales mexicanos se dedicaron a superar la crisis de deuda externa que enfrentaban debido a la enorme devaluación del peso -que se acentuó desde 1982. Para 1987 las empresas pudieron reemprender la inversión productiva que había estado relegada en los años previos.

En 1986 cuando México se adhirió al *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT) hubo cambios que implicaron transformaciones y reestructuraciones tanto para las empresas como para diferentes aspectos de la economía nacional. La mayor vinculación de la economía con Estados Unidos y la creciente apertura con economías de América Latina constituyó para las empresas nacionales una oportunidad -y de alguna forma hasta obligación- para incrementar sus exportaciones y mejorar su posición tanto en el mercado nacional como en el externo.

Durante la década de 1980 se da un proceso de privatización de empresas estatales, empieza en el mundo con la gestión de Margaret Thatcher en el Reino Unido y esta política se extiende por varios países. En Latinoamérica, Chile es el país que inicia este proceso y lo lleva a cabo de manera muy vigorosa. En el ámbito internacional la privatización se convierte en una de las recetas que el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial recomiendan para una sana política económica. El Secretario del Tesoro de Estados Unidos adoptó esta receta y en seguida en todos los ámbitos internacionales se le asociaba con la “modernización”, “eficiencia” y “saneamiento de las finanzas públicas”. En México, este cambio coincide con el inicio del sexenio de Miguel De la Madrid en el cual se abandona la política progresista y nacionalista -dado el desprestigio de los gobiernos anteriores- y se adopta una política de carácter neoliberal.

En el proceso de privatización en México se identifican tres etapas. De 1984 a 1988 se privatizan empresas de diversa índole y actividad, de 1988 a 1999 se llevan a cabo privatizaciones de fondo de varios sectores como la siderurgia, banca y telefonía, y de 1995 a 2000 el proceso se hace aún más profundo al realizarse cambios en la ley para poder privatizar la industria ferroviaria y las comunicaciones satelitales.

En el 2001 ocurrió una de las operaciones más grandes en el mercado de las fusiones y adquisiciones en México: la de Banamex -el segundo banco más grande del país- por 12.821 billones USD por parte de Citigroup. Sin embargo esta operación no es representativa del mercado mexicano de las fusiones y adquisiciones, el cual permanece pequeño y relativamente inactivo. Ejemplo de esto es que para el momento de la operación Banamex-Citigroup habían ocurrido menos de 15 ofertas públicas llevadas a cabo a través de la bolsa desde 1998 -excluyendo las reestructuras corporativas y *buyouts*- por un monto agregado de 10 millones USD -sin incluir obviamente la operación Banamex-Citigroup-.

Una razón importante de esta inactividad son las regulaciones vigentes que requieren el consentimiento de la empresa adquirida para que se haga la oferta pública, lo cual ha evitado que ofertas hostiles ocurran.

El 2002 fue un año típico para las fusiones y adquisiciones en México con solo 8 operaciones. Las más grandes operaciones fueron la oferta de HSBC Holdings por 1.14 billones USD para comprar Grupo Financiero Bital y la oferta que hizo Pepsi Bottling Group por 890 millones USD para adquirir Pepsi-Gemex.

El 2003 fue otro año típico para el mercado mexicano con solo 5 ofertas. Las dos más grandes ofertas fueron Bank of Nova Scotia que adquirió el 9% de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat por 75 millones USD y Movilaccess que adquirió el 100% de Grupo Iusacell por 10 millones USD. Esta última transacción merece unos comentarios adicionales ya que involucró un proceso competido de ofertas –lo cual no es común en el mercado mexicano-.

Grupo Iusacell era controlada por Verizon de Estados Unidos y Vodafone de Inglaterra quienes contaban con el 39.4% y 34.5% respectivamente. Estas empresas habían adquirido las acciones de la familia Peralta solo para enfrentar una deuda de impuestos de 320 millones USD después de la operación.

En junio de 2003 el empresario de los medios Ricardo Salinas Pliego hizo una oferta por las acciones en manos de inversionistas por 10 millones USD. La oferta fue hecha a través de una empresa de propósito especial llamada Movilaccess, una subsidiaria de la empresa de mensajería electrónica Biper. En unos días una segunda oferta fue hecha por una empresa basada en Delaware Fintech Advisory, a través de una empresa de propósito especial. Fintech Advisory tenía una considerable inversión en deuda de Grupo Iusacell. La oferta inicial de Fintech fue lanzada en julio de 2003 por 20 millones USD y con los mismos términos que la de Movilaccess. Posteriormente Fintech subió su oferta de 20 a 40 millones USD. Movilaccess presentó una guerra de cláusulas frente a la oferta de Fintech y al final su oferta fue la ganadora y terminó con el 74.7% de las acciones de los inversionistas de Grupo Iusacell.³⁹

Los procesos de apertura y globalización de los mercados que en México –como ya se mencionó antes- se iniciaron a partir de su entrada al GATT y se hicieron más profundos con los tratados de libre comercio establecidos con diferentes países a partir de la década de 1990, han coincidido con el resurgimiento de las empresas multinacionales mexicanas. Entre las multinacionales mexicanas hay casos muy ilustrativos de dicho proceso de internacionalización, como son: América Móvil, Bimbo, Gruma y Cemex.

En los últimos años las fusiones y adquisiciones en México han tenido un carácter internacional muy marcado, al prevalecer la presencia de capital extranjero. En los últimos veinte años un poco más del 50% de las empresas puestas en venta en México fueron adquiridas por empresas extranjeras, pero si se toman solo los últimos 10 años el

³⁹ Como se mencionó en la parte 1.3.5 el análisis de las sinergias lleva a anticipar la reacción de los inversionistas al anuncio de la transacción. Grupo Televisa hizo un anuncio el 7 de abril de 2011 de adquisición del 50% de Grupo IUSACELL en 1.6 billones de dólares, lo cual fue mal recibido por los inversionistas quienes decidieron tomar posiciones cortas en su acción provocando una caída de 10%. Los inversionistas no creen que una empresa que se adquirió en 2003 en 10 millones de USD al 2011 el 50% de ésta valga 1.6 billones USD sin una enorme sinergia que lo sustente.

porcentaje sube a 65%, lo cual muestra la cada vez mayor preponderancia del capital extranjero en la economía mexicana⁴⁰.

⁴⁰ De los Ríos Cortés, Víctor Livio. Las fusiones y adquisiciones en México en el período reciente 1986-2005. Pág. 81.

Capítulo 2. Proceso de las fusiones y adquisiciones

El proceso de fusiones y adquisiciones se puede observar desde dos ópticas: una externa y otra interna. La externa es la óptica de los profesionales que asesoran a la empresa – bancos de inversión, despachos legales, despachos contables, expertos en valuaciones, entre otros-. La interna es la del *CEO* y el Consejo de la empresa.

Esta distinción de ópticas se debe a la naturaleza misma de cada agente y su particular injerencia en el proceso⁴¹. Dada la naturaleza del presente documento el proceso se aborda desde la óptica del *CEO* y el Consejo.

2.1 Estrategia

Estrategia es un concepto amplio que abarca todas esas decisiones mayores que debe tomar el *CEO* y el profundo impacto de dichas decisiones en la calidad de las actividades de la empresa y en la dimensión del éxito económico de las mismas. La estrategia abarca cinco decisiones de altísimo nivel que todo *CEO* debe tomar.

2.1.1 Decisiones de objetivos de desempeño.

El punto de inicio de una buena administración estratégica es la adecuada selección de los objetivos de desempeño para cada unidad de negocio y para la empresa en lo general. El futuro entero de la empresa se verá afectado por lo bien o mal que se elijan esos objetivos; si por ejemplo la empresa escoge darle prioridad al crecimiento de las ventas, entonces las estrategias irán evolucionando de forma muy diferente a como lo habrían hecho de haber escogido el enfatizar el crecimiento del retorno de la inversión. A través del tiempo esta divergencia en las estrategias puede resultar en dos empresas totalmente distintas tanto en las unidades de negocio que las componen, su posicionamiento competitivo en el mercado, precios de sus acciones y sus posturas frente al riesgo.

Muchas empresas tratan de conciliar estas decisiones mediante la búsqueda de un “balance” entre el crecimiento y los retornos, o entre el corto plazo y el largo, o entre unidades de negocio que consumen efectivo y las que lo generan. Pero el “balancear” tiende a generar una serie de objetivos difusos que frecuentemente terminan significando la ausencia de objetivos significativos claros.⁴²

2.1.2 Decisiones de participación.

Se decide donde va a competir la empresa para alcanzar sus objetivos de desempeño. Es aquí donde se responde a las preguntas ¿qué?, ¿dónde? y ¿para quién? de la definición estratégica: ¿Qué producto o servicio va a ofrecer la empresa? ¿En qué mercado industrial y geográfico se va a hacer la oferta? ¿A qué segmento de clientes se va a dirigir la oferta?

⁴¹ Se consultó el proceso de las siguientes entidades: 5th Avenue Advisors, Mark Robson, Murphy Business of Massachusetts, University of Groningen, Private Equity Consulting Group, VTT, SCIOWA Consulting, Pennvalley Group, Value Trans, Amac Asia M&A Center, Anvil Partners, LMC Consulting Group, Opture, Finfortec, PriceWaterhouse, y todos difieren entre sí en el orden, número de fases, etc.

⁴² Ver Anexo 4 Gold Strategies.

El objetivo de la estrategia de participación es concentrar los recursos de la empresa en aquellos productos/mercados con el mayor potencial de generar valor económico a lo largo del tiempo.

Una primera consideración respecto a las decisiones de participación, es que éstas son - tanto a nivel de unidad de negocio como a nivel corporativo-, determinantes críticos de los niveles presente y futuro de generación de valor, ya que en mayor o menor medida este nivel de valor se determina con las características estructurales del mercado/producto y el resto con las decisiones internas respecto a la participación en el mismo.

Otra consideración radica en que las decisiones de participación deben ser hechas en base a un juicio de la futura rentabilidad económica. En general la rentabilidad va disminuyendo una vez que un mercado ha alcanzado su madurez, aunque algunos productos permanecen rentables por un largo período de tiempo (ej. Industria fotográfica), otros hacen implosión de forma rápida (ej. las hipotecas *subprime*), y otros se mueven de acuerdo a ciclos económicos y de demanda agregada (ej. metales y químicos básicos).

Una tercera consideración es que las decisiones de participación están prácticamente en su totalidad en el control de la Dirección. A nivel de unidad de negocio las decisiones de que producto vender, en donde venderlo y a que segmentos de clientes, deberían ser constantemente revisadas y afinadas. Si bien los cambios súbitos en la rentabilidad de un mercado no siempre pueden ser previstos, la mayoría de los cambios ocurren a través de un largo período de tiempo, permitiendo a la Dirección ajustar su estrategia y el nivel de inversión.

Como regla general –salvo situaciones excepcionales- el capital de la empresa debe invertirse en productos/mercados que cumplan el criterio de maximizar la creación de valor de largo plazo y es función del CEO asegurarse que cada unidad de negocio se mantenga en ese nivel de eficiencia del capital.

2.1.3 Decisiones de posicionamiento.

Se decide como va a competir la empresa para alcanzar sus objetivos de desempeño. El objetivo de estas decisiones es maximizar su “ración” del valor económico total del producto/mercado a lo largo del tiempo.

De forma pragmática este objetivo puede parafrasearse de dos formas dependiendo del producto/mercado en el cual la empresa compite. En un producto/mercado rentable, el objetivo de las decisiones de posicionamiento son para el crecimiento de su valor económico a tasas mayores que los de la competencia. En productos/mercados no rentables, estas decisiones son para -cuando menos- pagar el costo de capital y preferentemente lo que se pueda arriba de eso. En ambos casos la empresa debería de estar haciéndose de una mayor ración del valor económico total del mercado y creciendo el valor para su capital a tasas mayores que sus rivales.

En una compañía multi-negocios, la meta del corporativo central es ayudar a las unidades de negocio a lograr una mayor generación de valor de la que podrían lograr por sí mismas. Para lograr esto, la empresa debe entender los “beneficios de afiliación” que se

dan al ser parte de un portafolio y como acrecentar esos beneficios para tomar mejores decisiones de posicionamiento a lo largo y ancho de las unidades de negocio.

La más importante de las decisiones de posicionamiento es el modelo de negocio –la combinación de convicciones financieras y comerciales, profundas y estables- que determina como va a competir la empresa y cuanto del valor económico total del mercado va a ganar.

Las capacidades de ejecución son también una muy importante –aunque secundaria- consideración en las decisiones de posicionamiento. Las capacidades por sí mismas generalmente no son la base de las decisiones de posicionamiento porque por sí mismas no pueden superar un modelo de negocio pobre o asegurar un buen crecimiento económico. Pero el contar con las capacidades adecuadas es un complemento crítico para un buen modelo de negocio, haciéndolo más rentable, menos copiable y de mayor duración.

Los *CEO's* deben de revisar constantemente y “refrescar” los buenos modelos de negocio y asegurarse de que los modelos pobres sean puestos a punto o desechados. También deben perseguir oportunidades de extender los modelos de negocio y habilidades de ejecución, así como los activos especiales a lo largo del portafolio para crear *Gold strategies* que de otra forma no estarían al alcance de las unidades de negocio por sí mismas. Capitalizar y acrecentar estos “beneficios de afiliación” estratégicos pueden ser una patente y significativa fuente de crecimiento económico adicional.

2.1.4 Decisiones de organización.

Se decide como construir una institución que sostenga el desempeño a lo largo del tiempo.

La meta organizacional más importante del *CEO* es que la empresa sea consistentemente mejor que sus competidores en la generación y crecimiento del valor económico; sin embargo es un objetivo enormemente ambicioso y difícil de lograr. Algunas de las más exitosas empresas son reconocidas por tener una mezcla única de habilidades organizacionales y disciplinas que les permiten tomar año con año buenas decisiones y tener un mejor desempeño que las demás. Y es este relativamente pequeño número de empresas con esta ventaja institucional, la evidencia del enorme trabajo, tiempo, esfuerzo, inversión y decisiones duras que implica construir y sostener en el largo plazo tal ventaja.

Todas las empresas tienen su propia combinación única de legados culturales institucionales y de personalidades y capacidades de sus ejecutivos, que de forma inevitable influyen que metas son las que van a perseguir y que tan exitosas serán alcanzándolas.

Adicionalmente, las organizaciones se encuentran en un estado constante de conflicto interno entre el desempeño y la preservación. En el extremo del desempeño esta el ímpetu por encontrar y ejecutar *Gold strategies*, y en el extremo de la preservación se encuentra el imperativo institucional.

El imperativo institucional es una tendencia interna a querer preservar –o expandir marginalmente- las estrategias existentes, los recursos comprometidos, las estructuras de poder y los niveles salariales. Es una manifestación grupal del problema de agencia⁴³ – individuos queriendo ganar el máximo beneficio personal con el mínimo riesgo personal y haciendo su vida tan confortable como sea posible-.

El gran problema con el imperativo institucional es que es una fuerza dinámica que puede empujar a la organización a tomar decisiones pobres de forma consistente respecto a decisiones de crecimiento económico –como podrían ser decisiones de corto plazo pero de un supuesto gran beneficio para los *stakeholders*-. El imperativo institucional conduce a las empresas a adoptar objetivos pobres de desempeño, a perseguir pobres modelos de negocio, a mantener activos con pobres retornos, a construir “ventajas competitivas” carentes de beneficios económicos, a tolerar funciones corporativas infladas y a recompensar desempeños ejecutivos pobres o mediocres.

El imperativo institucional se manifiesta en tres formas:

- **Miopía estratégica.** Al formularse estrategias la empresa tiende a considerar para sus estrategias actuales solo un pequeño número de opciones, y a veces ninguna. Esta miopía hace que se busque el crecimiento en un rango tan angosto de oportunidades que termina reflejándose en el típico ritual anual que produce planes tipo “*status quo* +10%”, planes que no están fundamentados en un riguroso análisis estratégico sino en simples presupuestos negociados y adornados. En esencia a los negocios se les asigna a no desarrollar su potencial y dentro de la lógica del imperativo institucional ellos están dispuestos a obedecer.
- **Subsidios cruzados.** Uno de los más sostenidos y dañinos sistemas de creencias en las empresas es la interdependencia de requerimientos de capital de las unidades de negocio. Se fundamenta en la escasez de capital, por lo que las unidades de negocio pelean y negocian entre ellas y con el corporativo por la asignación de recursos. Este proceso lleva casi siempre a que las unidades de negocio menos prometedoras acaben subsidiadas por las unidades de negocio más prometedoras que terminan siendo sub-asignadas de recursos. Puesto de forma simple: los mejores negocios subsidian al resto del portafolio a expensas de la creación de valor.
- **Falta de transparencia.** El *CEO* no puede lograr su objetivo económico sin contar con excelente información a nivel unidad de negocio, y los responsables de unidad de negocio no pueden formular y ejecutar sus *Gold strategies* sin aun mejor información a nivel de productos, mercados, clientes y actividades. La buena información produce dos resultados: buenas preguntas acerca del negocio y una buena administración de las recompensas por desempeño. Sin embargo el imperativo institucional hace que la información fluya degradada en diferentes formas dañando el proceso de toma de decisiones y ejecución estratégica.

⁴³ Ver Problema de Agencia en Glosario.

2.1.5 Decisiones de administración de riesgo.

Se decide cómo va la empresa a proteger su desempeño de eventos adversos o catastróficos. Básicamente se toman tres tipos de decisiones: de portafolio, de balance y éticas.

2.1.5.1 Decisiones de portafolio.

El criterio de maximizar el crecimiento de la generación de valor a través del tiempo y el criterio de tomar las decisiones correctas de riesgo-rendimiento del portafolio es -o debería ser- el mismo. A nivel de toda la empresa, mientras más recursos se hayan invertido en unidades de negocio con posiciones ventajosas en mercados rentables, menores serán las posibilidades de sufrir una implosión en la generación de valor. Y de forma contraria mientras más recursos haya colocado el corporativo en unidades de negocio que compiten en mercados poco rentables y sin una ventaja competitiva compensatoria, más altas serán las probabilidades de mermar o inclusive destruir la generación de valor.

El reto para el *CEO* es definir los límites estratégicos dentro de los cuales las unidades de negocio se deben mantener para cumplir con los umbrales de riesgo-rendimiento requerido y hacer que el proceso de decisiones estratégicas involucre de forma constante ajustes al portafolio, para que las unidades de negocio que compiten en mercados rentables y con ventajas competitivas sean los que prevalezcan y reciban los recursos y por el contrario, aquellos negocios que compiten en mercados no rentables y sin ventaja competitiva sean objeto de reestructura, reasignación de activos o inclusive desinversión.

Por otro lado muchos *CEO's* creen que tener un portafolio más diversificado reducirá las probabilidades de que la empresa sufra un colapso financiero. La concepción general está en que los años en los que a unas unidades de negocio les va mal, a otras les va bien, reduciendo en lo global la volatilidad de la empresa. De este modo, en el agregado la volatilidad sobre el desempeño de la empresa (desafortunadamente muchos *CEO's* suelen referirse a los ingresos) será suavizada y las probabilidades de malos resultados se verán reducidas. Pero esto es cierto solo bajo circunstancias específicas, y suele no serlo para la mayoría de las empresas, y cuando menos para la percepción de riesgo de los accionistas, el argumento de la diversificación y su contribución a un mayor valor no es muy convincente.

La circunstancia en la cual el tener varias unidades de negocio en el portafolio ayuda a bajar las probabilidades de que la generación de valor decline o sea negativa, es si todas las unidades de negocio participan en mercados rentables con una ventaja competitiva y que sus corrientes económicas de las cuales dependen no estén correlacionadas. De esta forma la generación de valor sería resistente y la volatilidad cuando menos con respecto a sus competidores, más baja.

Un beneficio comúnmente citado de las adquisiciones es que pueden ayudar a diversificar el portafolio de negocios de la empresa y por lo tanto a reducir la volatilidad y el riesgo. Pero a menos de que la empresa adquirida compita en mercados rentables, con una ventaja competitiva y sea adquirida en su valor intrínseco -o por debajo de este- es

probable de que solo contribuya a experimentar mayores riesgos y agregue debilidad a la generación de valor. De la compra de empresas que están en industrias no rentables, que no tienen ventaja competitiva y que además se pagó un sobreprecio por ellas, la mayoría de las veces solo se obtiene destrucción del valor para los accionistas.

2.1.5.2 Decisiones de balance.

Las decisiones de balance son la segunda -y por mucho, menor- defensa que sigue a las decisiones de portafolio. Las expectativas sobre una hoja de balance fuerte suelen ser muy altas, como lo muestran varios casos de empresas aparentemente fuertes como AIG y que han estado cerca del colapso.⁴⁴ Las decisiones estratégicas pobres destruyen la fortaleza aun de la más fuerte de las hojas de balance, y en ocasiones con sorprendente rapidez.

Aun dada esta naturaleza, cuando se combina una hoja fuerte de balance con una sólida administración del portafolio de la empresa se puede aumentar la resistencia de la generación de valor en formas muy importantes.

Para las empresas en general las dos decisiones mayores que se deben tomar respecto al balance son la liquidez y el apalancamiento, sin embargo no existe una fórmula “óptima” de esta combinación.

2.1.5.2.1 Excedentes de efectivo

Los excedentes de efectivo son ese efectivo disponible y los equivalentes a efectivo (p.ej. bonos del gobierno liquidables en corto plazo) dentro del balance y que exceden los montos ordinarios de la necesidad operativa de la empresa.

Algunos tienden a ver en ese excedente efectivo una forma de tener liquidez en casos en los que el financiamiento de corto plazo se vea mermado, una especie de “auto-aseguramiento”.

Por otro lado para la mayoría de las empresas públicas con acceso normal a los mercados de capitales lo razonable es tener pocos o cero excedentes de efectivo. Las razones principales para este razonamiento es que los excedentes de efectivo tienen un retorno menor al costo de capital y por lo tanto no es una buena inversión para los accionistas, y por otro lado en las circunstancias extremas en las cuales se necesita más efectivo, -aunque no sea frecuente- las necesidades de efectivo suelen ser mucho más grandes de lo que la empresa suele o puede tener en ese excedente. Esta postura en resumen es que traer excedentes de efectivo tiene un alto costo de oportunidad para los accionistas y en realidad no provee suficiente protección en los casos en los que se necesita.

⁴⁴ AIG el coloso de los servicios financieros, con una hoja de balance del trillón USD, tuvo que ser rescatada no porque su negocio de seguros estuviera mal, sino por la acumulación de “inversiones” en Credit Default Swaps que al colapsar generaron una insolvencia de tal magnitud que tuvo que intervenir el gobierno para su rescate.

Muchos factores son los que afectan la decisión del monto de excedentes de efectivo que va a retener la empresa, los ciclos de su industria, la rentabilidad, la mezcla de costos fijos y variables, las políticas y niveles de reinversión, los mercados crediticios, el poder de negociación de los clientes y proveedores, entre otros.

Adicionalmente al costo de oportunidad para los accionistas el traer altos niveles de excedentes de efectivo puede traer otro problema: la pérdida de disciplina financiera. Por ejemplo, grandes saldos de efectivo pueden tentar a los administradores de la tesorería a convertirse en centros de utilidades y con ello buscar “mayores rendimientos” tomando mayores riesgos. La mayoría de las empresas tienen límites en los tipos de inversiones en los que pueden invertir sus tesorerías, pero como en todo a veces hay fallas. Y finalmente los accionistas no están pagando por convertir la administración de tesorería en centros de utilidades, ya que esto suele incrementar el riesgo en lugar de reducirlo y las “ganancias” no suelen ser sostenibles en el largo plazo.

Otro problema que pueden traer los excedentes de efectivo es la tentación a modificar el portafolio de negocios de la empresa, ya sea expandiéndolo o diversificándolo sin fundamentos estratégicos suficientes, dicho en forma simple: comprar otros negocios simplemente porque tengo con que. Lo cual seguramente cobrará su cuota en la generación de valor de la empresa a los accionistas.

2.1.5.2.2 Estructura de capital

Dado un conjunto de decisiones de portafolio, las cuestiones clave para el *CEO* y el *CFO* son: el impacto de las decisiones de estructura de capital en el tamaño, la tasa de crecimiento y la variabilidad de la generación de valor económico.

La respuesta a la cuestión de cómo la estructura de capital afecta el tamaño de la generación de valor económico es que al incrementar la deuda en relación al capital la generación económica del capital aumenta. Pero hay que recordar que esto está sujeto a las condiciones fiscales de los intereses pagados y los dividendos. Esta condición fiscal fue uno de los factores detonantes de la oleada de compras apalancadas de la década de 1980 y ha continuado impulsando la inversión de capital privado por décadas.

En cuanto a cómo las decisiones de estructura de capital afectan la tasa de crecimiento de la generación de valor, es más complicado y va a depender de las circunstancias particulares de cada empresa. Pero se puede decir que de forma general la tasa de crecimiento se verá afectada cuando las decisiones de estructura de capital afecten las decisiones de participación y posicionamiento.

Respecto al impacto en la variabilidad que puede tener la generación económica en relación a las decisiones de estructura de capital se puede decir que mientras menos correlación exista entre los ingresos operativos y el pago de intereses se estará incurriendo en un mayor riesgo al adquirir más deuda.

Dado lo anterior se puede ver que las decisiones de estructura de capital se deben de estar tomando y evaluando constantemente para evitar afectaciones a la generación de valor económico para los accionistas.

2.1.5.3 Decisiones éticas.

La maximización de la generación económica a lo largo del tiempo exige que las empresas se conduzcan con altos estándares éticos. Este no es un imperativo moral solamente, sino de orden económico, ya que una estrategia que recae en engañar a los clientes, en poner en peligro y no respetar a los empleados, en el abuso a los proveedores, en la inobservancia de la ley o en engañar a los accionistas, no puede ser una buena estrategia ya que eventualmente el resultado será la implosión de la generación económica y la destrucción del valor para los *stakeholders*.

Si bien el amplio espectro de los elementos éticos no está dentro del marco de este trabajo se debe de mencionar de forma breve algunos puntos que existen en cada empresa y que se relacionan directamente con la integridad administrativa de la empresa.

- La ética de la información en la empresa. La necesidad del *CEO* y de los demás directores de contar con información excelente y detallada para tomar decisiones estratégicas correctas –incluyendo las de administración de riesgos- es aparentemente muy evidente. Sin embargo en muchas empresas prevalece una de las deficiencias más alarmantes e inexcusables en las prácticas de negocios, que en una época de GPS y radar, los *CEO's* frecuentemente navegan con el equivalente de información del sextante, exponiendo a la empresa a riesgos enormes e innecesarios.

¿Y por qué sucede esto? Una primera razón es que es difícil; el capturar, reportar, dar mantenimiento y analizar buena información a un nivel granular, es una tarea enorme, y hacerlo bien es un gran reto. Aun más, el imperativo institucional frecuentemente hace que la gente se reserve información, de manera que el *CEO* tratando de tomar decisiones estratégicas no podrá ver la verdadera situación de las unidades de negocio –aun cuando la información reside en algún lugar dentro de la misma organización-. Pero aun así, el hecho de la dificultad de tener buena información es excusa insuficiente, nadie debería de aceptarla. Peor aún, ningún *CEO* debería tolerar esta falla en la generación de información.

La tolerancia de información pobre, indica en un sentido, que la Dirección no está siendo honesta consigo misma, ya que si la buena información no está disponible es porque el *CEO* no está realmente insistiendo en tenerla. Cualquiera que sea la excusa, las decisiones se están tomando sin información sólida lo cual refleja una falla en el deber de la Dirección no solo con los accionistas sino con los demás *stakeholders*. Esta falla no es poco ética en el sentido de que sea un acto deliberado, pero tal vez en el sentido de no estar haciendo lo que es en el mejor interés de la empresa. Es una falla de omisión no de comisión, y cualquier *CEO* debería hacer algo para arreglar la situación, o en su defecto el Consejo debería prescindir de él.

- La ética de los procesos. Proteger la generación de valor requiere de completa honestidad de los ejecutivos y directores, en especial cuando los grandes temas estratégicos están siendo revisados, decididos o ejecutados. De otra manera la mejor información, las mejores reflexiones, y las mejores opciones no saldrán a la superficie en los procesos. Para alcanzar este nivel de “franqueza” al menos dos prácticas deben darse.

La primera es no evadir la acción cuando hay malas noticias. Las malas noticias vienen en muchas formas, desde problemas con la seguridad de un producto, pasando por la pérdida de un cliente importante, hasta el ser sobrepasado por la competencia. La Dirección sabe que la respuesta a estos problemas debe ser rápida, además de que como usualmente estos problemas suelen hacerse públicos con el subsecuente daño a la reputación, se añade un sentido de urgencia. Pero hay malas noticias que adquieren un carácter crónico, como las de un pobre desempeño a lo largo del tiempo, el cual se vuelve un “problema familiar que se barre bajo la alfombra” por meses o inclusive años. Las implicaciones éticas que acompañan la resolución de problemas crónicos de desempeño, ni se alejan ni se vuelven menores con el paso del tiempo. Lo mejor para todos los *stakeholders* es que estos problemas se enfrenten diariamente de forma activa y profesional.

La otra práctica es no privilegiar las agendas “tribales” sobre las prioridades de la empresa. Los directores de unidad de negocio tienen una responsabilidad con el *CEO* de ayudarlo a que los recursos de la empresa sean utilizados para maximizar el crecimiento económico de la empresa. El problema es que también son líderes de sus propias “tribus”. Las tribus esperan que sus líderes los protejan del tedioso control central del corporativo y que al mismo tiempo les provean de recursos que les permitan seguir creciendo sin importar el desempeño que tengan. Conciliar con este conflicto de intereses puede presentar muchos dilemas para el director de la unidad de negocio. La transparencia en la información puede ayudar a que las presiones sobre los líderes “tribales” por parte de su “tribu” sean menores, pero indudablemente el encarar estas presiones siempre estará comprendido en la responsabilidad fiduciaria del director.

- La ética de las comunicaciones externas. La forma en que una empresa se comunica con el mundo exterior dice mucho sobre su personalidad y sobre las cualidades de liderazgo del *CEO*. Por ejemplo, una carta anual del *CEO* a los accionistas llena de obviedad, excusas, estrategias grandiosas y un pobre entendimiento de los mercados, es señal tanto para el exterior como para el interior de la empresa de que o el *CEO* es un inepto, o está en negación, o peor aun que está tratando de engañar a los accionistas respecto a los verdaderos problemas. Desde una óptica de administración de riesgos el Consejo debe considerar esta clase de comunicación como un detonante para averiguar si la empresa tiene el *CEO* adecuado.

La regla general con respecto a reportar cualquier noticia mala o potencialmente mala, desde un punto de vista ético y pragmático es reportar de forma rápida y precisa⁴⁵.

Otro aspecto de la comunicación externa es el hecho de que a lo largo del tiempo las empresas son sobrevaluadas o subvaluadas, siendo reflejo esas oscilaciones de las variaciones en las estimaciones (y en ocasiones adivinanzas) de los inversionistas basadas en cualquier información que esté en el mercado en ese momento. Una implicación de este hecho es que el *CEO* no debería intentar influenciar el precio de la acción proveyendo “guía” al mercado. El darle una “guía” al mercado puede ocasionar un alza de corto plazo en el precio de la acción, pero a través del tiempo la valuación de la acción será basada principalmente en su capacidad y desempeño, y no en las facultades de publicirrelacionista del *CEO*. Adicionalmente el darle “guías” al mercado puede ocasionar que el número ofrecido se vuelva una obsesión que haya que alcanzar no importa cómo, dando lugar a contabilidades “creativas” y otras prácticas que terminan destruyendo el valor económico de la empresa y en ocasiones a la empresa en sí.

Un último aspecto que vale la pena recalcar es el de las prácticas de reporte financiero, ya que a pesar de haber un gran número de complejas regulaciones, la empresa sigue teniendo gran flexibilidad en cuanto a metodologías y políticas contables. Desafortunadamente *CEO*'s y *CFO*'s en ocasiones optan por usar esta flexibilidad para inflar las ganancias que se reportan, sobre todo cuando sus bonos de desempeño están ligados a estas métricas.⁴⁶ Los Consejos que no están muy pendientes de que los *CEO*'s no estén recurriendo a esta “flexibilidad” para incrementar sus bonos le están haciendo un gran daño a los accionistas. Adicional a este conflicto de intereses el uso de estas metodologías encierra un efecto multiplicador, una vez que se usan no pueden dejarse por la presión de superar el año anterior –lo real mas lo inflado-, con efectos generalmente desastrosos.

Las empresas varían enormemente de una a otra en cómo y qué tan bien toman todas estas decisiones estratégicas. Muchos factores son los que influyen esta toma de decisiones incluyendo su historia, prácticas industriales, su entendimiento del cliente, su posición competitiva, su proceso de asignación de recursos, la calidad de la información disponible para sus ejecutivos, y los efectos de sus procesos de recompensas. Estos y otros factores combinados en una forma única predisponen la manera en que la Dirección de la empresa tomará estas decisiones, mientras que otras empresas tomarán decisiones enteramente diferentes.

La habilidad de tomar las decisiones estratégicas “correctas” se basa en dos principios de gobierno: el propósito de la estrategia en sí y el rol del *CEO*.

⁴⁵ Ver anexo Johnson & Johnson. Caso Tylenol 1982.

⁴⁶ Ver anexo Ejemplos de “Flexibilidad” Contable

2.1.6 Propósito de la estrategia.

El propósito de la estrategia es maximizar el valor para los accionistas a lo largo del tiempo. Si una estrategia nueva va a incrementar el valor a lo largo del tiempo es mejor estrategia que la vieja, pero si lo reduce es peor estrategia sin importar que otros beneficios pudiera traer. De forma específica no es la función de la estrategia el lograr ventajas competitivas medidas con indicadores como el tener una mayor participación del mercado o los clientes más satisfechos, o ser el productor con menores costos, ya que para algunos negocios alcanzar estas metas puede que signifique aumentar el valor pero para otros reducirlo.

Tan obvio como parezca este principio de gobierno muchas empresas y *CEO's* lo tienen fuera del corazón de la administración y planeación estratégica de la empresa. Lo anterior puede derivarse de la objeción de que la estrategia es mucho más que resultados financieros y que no se puede reducir a una simple métrica financiera. Ciertamente las grandes estrategias requieren de grandes habilidades –más allá de las financieras- pero la grandeza de la estrategia no se determina por la habilidad o astucia con la que se construye, sino de los resultados económicos concretos que produce.

2.1.7 Rol del CEO

El rol primordial del *CEO* es asegurarse que todos los recursos de la empresa estén comprometidos con las estrategias que maximizan el crecimiento del valor a través del tiempo.

Este rol es primordial porque aunque ciertamente existen otras tareas que el *CEO* lleva a cabo, ninguna es de mayor importancia para la salud estratégica y financiera de la empresa en el largo plazo.

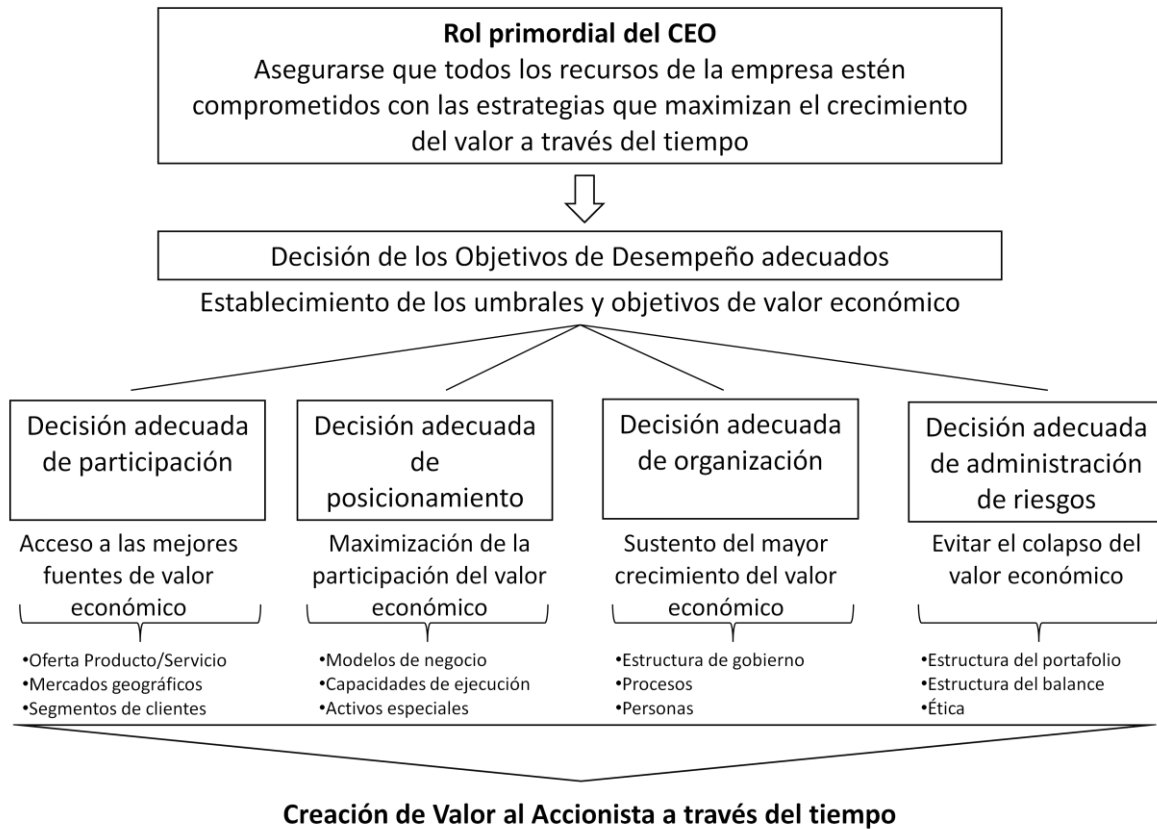
La expresión “todos los recursos” incluye los financieros, humanos y tecnológicos que la empresa puede poner a trabajar para incrementar el valor. Pero este inventario de recursos no se asume como fijo, si es necesario incrementarlos para alcanzar el objetivo se deben añadir, y por el contrario si es necesario disminuirlos así se debe hacer. El *CEO* tiene la responsabilidad de asegurarse de que ninguno de los recursos esté destinado a estrategias que disminuyan el valor.

El término estrategias se refiere tanto a las estrategias de unidad de negocio como a las corporativas, y aunque es obvio que el *CEO* de una empresa de múltiples unidades no va a formular por sí mismo las estrategias para cada unidad –ya que este trabajo lo realizan los líderes de dichas unidades- si es su responsabilidad asegurarse que cada una de ellas este alineada al criterio esencial del crecimiento del valor.

Desde luego vale la pena recalcar que este rol del *CEO* debe estar en todo momento dentro del marco de la ética y la normatividad, y que es del todo inaceptable la búsqueda de estos objetivos fuera de ese marco.

Todo lo anterior se resume de forma gráfica en el Cuadro 2.1.

Cuadro 2.1 Resumen gráfico de la estrategia como vía a la creación de valor



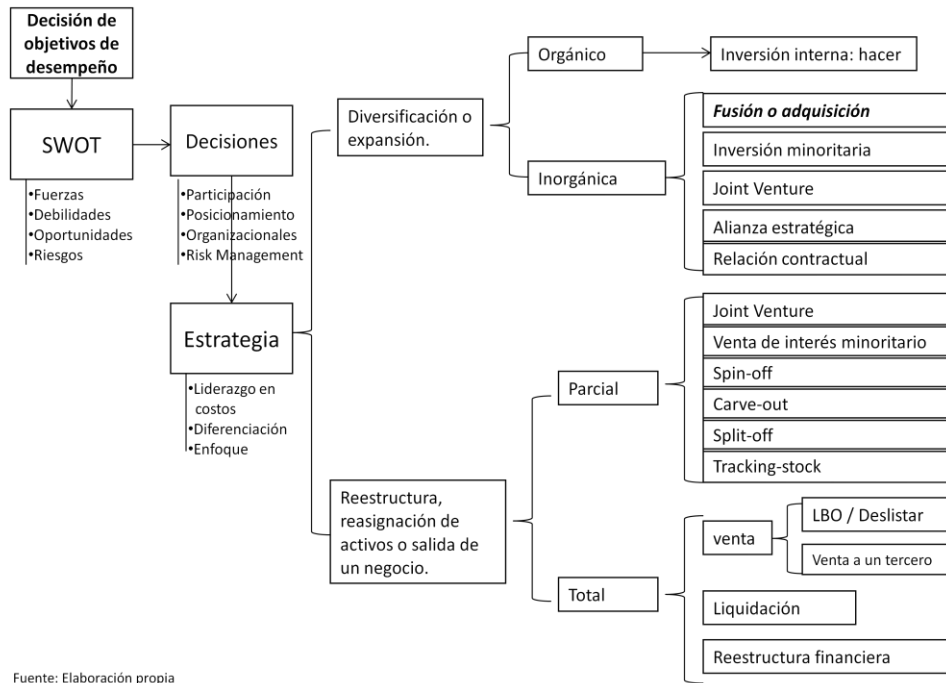
Fuente: Elaboración propia

2.2 Decisión de crecimiento inorgánico

Las transacciones de fusiones y adquisiciones deben fluir desde la estrategia de negocios de la empresa. Cuando la empresa por su estrategia toma la decisión de diversificarse o expandirse, las fusiones y adquisiciones son solo una opción de la gama de posibles transacciones que la empresa puede considerar en su búsqueda de implementación de su estrategia.

Al contemplar la expansión o diversificación del negocio, los directores deben decidir entre “hacer en casa” o “buscar afuera”, es decir la elección entre crecimiento orgánico o inorgánico. Esta decisión implica un análisis estratégico y la estimación financiera de cada alternativa. En el cuadro 2.2 se puede ver el flujo para tomar estas decisiones.

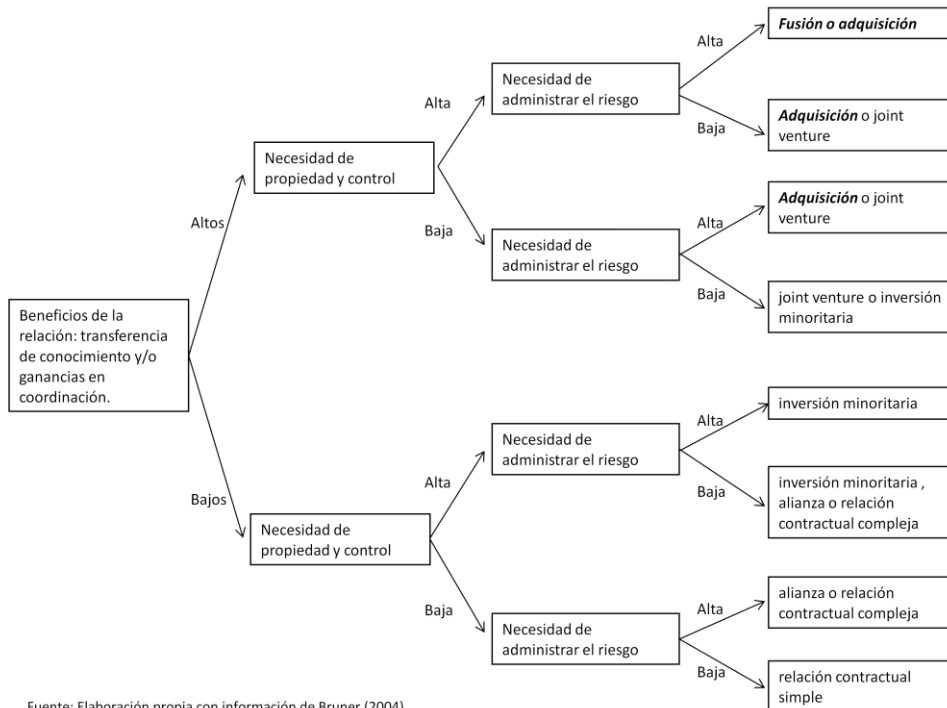
Cuadro 2.2 Flujo desde la estrategia hasta el rango de transacciones para ejecutarla



Fuente: Elaboración propia

Una vez que la decisión de crecimiento inorgánico está tomada se debe decidir de qué tipo será. A continuación en el cuadro 2.3 se presenta un árbol de decisión con consideraciones estratégicas para elegir la opción que conviene a la empresa.

Cuadro 2.3 Árbol de decisión para seleccionar una forma de crecimiento inorgánico



Fuente: Elaboración propia con información de Bruner (2004)

Una vez que se han hecho las debidas consideraciones y se ha tomado la decisión de ejecutar la estrategia con una adquisición o fusión se debe proceder a buscar empresas candidatas.

2.3 Búsqueda y originación

A diferencia de las demás fases de las fusiones y adquisiciones, la búsqueda de una empresa para adquirir es una actividad no lineal, hasta cierto punto sin reglas y sobre todo involucra filtrar mucha información hasta encontrar el material verdaderamente valioso.⁴⁷

Las transacciones de fusiones y adquisiciones pueden darse por un proceso de búsqueda o por un proceso de originación por parte de un intermediario (el banquero de inversión) quien gana por la consumación de la operación.

La búsqueda de una empresa para adquirir es una operación de recopilación de inteligencia y por lo tanto la búsqueda requiere ser estructurada y organizada de forma que amplíe la adquisición de la información correcta.

Este camino se conforma con la intersección de cuatro perspectivas cruciales:

- La economía de la información. La búsqueda debería estar enfocada en acumular información valiosa y de calidad acerca de los prospectos. Sobre todo porque la información cuesta y dicho costo se debe de enfocar a la información más reveladora y de utilidad.
- Redes. La conexión con otros ayuda al investigador o analista de la transacción a obtener información valiosa y de calidad. Además la naturaleza misma de las redes hace que se pueda estar más cerca del objetivo aun sin saberlo.
- Opciones. Invertir en la construcción de una red es como invertir en opciones, la mera incertidumbre de la búsqueda hace la red valiosa.
- Esparcir. La difusión de la búsqueda de oportunidades a través del mercado puede tener efectos multiplicadores, puede también mandar un mensaje del conocimiento de otros compradores, la existencia de vendedores y del poder de negociación de la empresa, pero depende mucho de cómo se mande el mensaje.

Para el analista en búsqueda de una empresa objetivo el proceso puede parecer caótico, y no es posible ni deseable el eliminar el factor suerte. Sin embargo si se consideran algunos principios se pueden aumentar las oportunidades de éxito.

- La divisa de las adquisiciones es la información. Uno debe de construir un proceso de genere un flujo de información creíble, de alta calidad, y utilizable. El enfoque debe ponerse en la información y no en la transacción, esto implica una perspectiva de enfoque en el proceso más que en los resultados. Cuando se

⁴⁷ Algunas empresas se han tomado muy en serio esta búsqueda: AlliedSignal analizó 550 empresas potenciales para adquirir, seleccionó 52, negoció con 28, realizó Due Diligence en 17 y consumó la adquisición de 10. Y el record de búsqueda de empresas lo tiene Ciba-Geigy al haber revisado 18,000 empresas, seleccionado 100 y haber adquirido 1, Airwick Industries. Bruner, Robert F. Applied Mergers & Acquisitions. Wiley, P. 183.

enfoca en la transacción el analista sesga su proceso para buscar razones para adquirir o rechazar en concreto una empresa o pequeño conjunto de empresas, cuando se enfoca en la información las oportunidades se amplían ya que surgen del flujo de la información.

- Claridad, privacidad y costo. No toda la información es igual, hay dos dimensiones clave que explican de gran manera el impacto de la información en el precio de los activos: ambigüedad y claridad. La información de calidad es clara y costosa, aunque la claridad no es el único impulsor de la calidad, otro impulsor es que tan difundida esta la información. La información que ha sido publicada por la –razonable- eficiencia de los mercados es rápidamente absorbida en los precios de los activos. La información privada provee al comprador de ventajas en precio y mejores oportunidades para la adaptación de la transacción en mejores términos. En el cuadro 2.4 podemos ver el impacto de la privacidad en la transacción.

Cuadro 2.4 *Tres escenarios de Información y su impacto en la competencia, precio y diseño de la transacción*

	Información acerca de la oportunidad		
	Privada	Semipública	Pública
Grado de competencia entre los compradores potenciales	Bajo	Medio	Alto
Probabilidad de que la oportunidad este apreciada	Baja	Media	Alta
Probabilidad de que el comprador pueda tener influencia en los términos de precio y ventajas en el diseño de la transacción	Alta	Media	Baja

Fuente: Elaboración propia con información de Bruner (2004)

- La información llega en secuencia y debe ser filtrada. Los datos e información que van llegando desde la red (*network*) de información se van acumulando y empiezan a formarse oportunidades de transacción. Sin embargo se debe organizar para que la información sea útil y comparable. Las formas más populares de organizar la información son:
 - Industria y posicionamiento
 - Recursos y capacidad estratégica
 - Tamaño del negocio: ventas y activos
 - Tipos de activos: tangibles e intangibles
 - Rentabilidad
 - Exposición al riesgo
 - Calidad de la Dirección
 - Posibilidad de control
 - Compatibilidad organizacional
- Invertir en *Networking*. Las relaciones entre el analista y otros jugadores en el ambiente de la red puede reducir el costo de la búsqueda produciendo economías de escala y amplitud en la búsqueda.

2.4 Due Diligence y valuación

Conocer lo que se está comprando, es la frase que resume estas esenciales fases del proceso de fusiones y adquisiciones. Este conocimiento permite por un lado determinar con el mayor grado de certeza posible si la adquisición se alinea con la estrategia y si es así, evaluar si la adquisición va a generar valor a los accionistas o a destruirlo.

2.4.1 Due Diligence

En el contexto de las fusiones y adquisiciones, el *Due Diligence* se refiere principalmente a la revisión que hace el adquirente de la empresa candidato para asegurarse que su compra no arroje riesgos innecesarios para los accionistas adquirentes. El término también se puede referir a la revisión que hace la empresa candidato de la empresa adquirente para asegurarse que su renuncia al control no va a traer problemas a los *stakeholders*.

La función principal entonces en el *Due Diligence* en las fusiones y adquisiciones es analizar los beneficios y posibles problemas de una adquisición propuesta, averiguando en todos los aspectos del pasado, presente y futuro (previsible) de la empresa a ser adquirida, y el foco principal debe estar en el riesgo-rendimiento: el *Due Diligence* es una red de seguridad para el valor de los accionistas.

El *Due Diligence* involucra mucho más que analizar estados financieros y contratos, debe de confirmar que la estrategia de la empresa y la transacción son coherentes y encajan, debe dar certidumbre sobre lo que está representado en el papel y lo que es la realidad en cuanto a las operaciones, los activos, los pasivos, los pasivos contingentes (provisionados y no provisionados), determinar si el plan de negocio es verosímil y viable, y evaluar las oportunidades de mejorar la ejecución de la estrategia.

La fase de *Due Diligence* en el proceso de cualquier adquisición –el estudio de los riesgos que la transacción encierra- puede ser la diferencia entre el éxito y el fracaso. Y aun así -a pesar de su importancia- con frecuencia se delega esta función a contadores o banqueros de inversión, cuando la Dirección *senior* de la empresa (incluyendo principalmente al CEO) debería de ser copartícipe activo de este proceso. Investigaciones sugieren que el desconocimiento de los problemas potenciales en una adquisición es una de las causas más comunes de fracaso, adicionalmente la falta de información conduce a suposiciones equivocadas sobre las sinergias, lo cual lleva a los compradores a sobre-pagar dichas sinergias y en un mundo racional ese es un indicador de que “no se hizo bien la tarea”.

La excelencia en el *Due Diligence* empieza con una mentalidad correcta que debe de incluir estos puntos:

- Pensar como inversionista y no como CCO.⁴⁸ El *Due Diligence* fácilmente se puede degradar a verificar cosas sin necesariamente pensar acerca del aporte a responder las grandes preguntas: ¿Es esta empresa una adquisición conveniente? ¿Qué es lo que se va a requerir para que esta adquisición realmente sea exitosa?

⁴⁸ Chief Compliance Officer. Director u Oficial de Cumplimiento. Ver Glosario.

Aunque el enfoque en el riesgo es muy importante, es solo la mitad del enfoque riesgo-rendimiento del accionista.

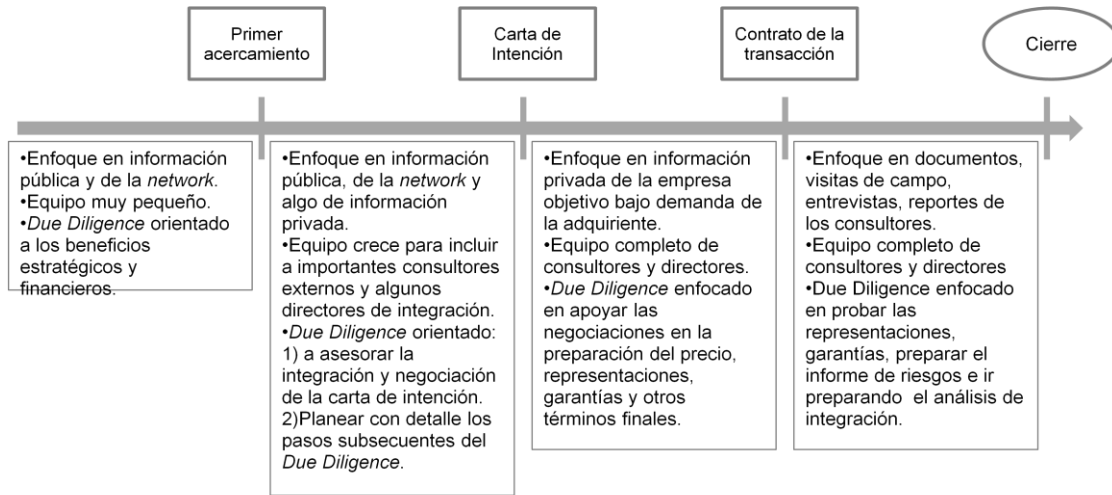
- El *Due Diligence* es parte de las herramientas de administración de riesgos de la empresa adquiriente ya que contribuye a dimensionar y tratar de mitigar la incertidumbre en los rendimientos. Además, el *Due Diligence* nos da la oportunidad de enterarnos de cosas que no están del todo reveladas al público y eso constituye una oportunidad en la administración del riesgo.
- Enfoque amplio. Las condiciones de tiempo, costo y otros factores presionan a que el *Due Diligence* se haga de forma breve, demasiado enfocada en lo básico y no “invasivamente”. Pero esto es renunciar a la oportunidad como se dijo antes, de conocer a profundidad a la empresa objetivo.
- Hay que trabajar con hechos, pero estar orientado a conocer. El *Due Diligence* es un trabajo de “arremangarse”: conseguir datos, establecer hechos, analizar tendencias y patrones, y producir conocimiento utilizable. Es fácil de describir pero difícil de implementar ya que existen oportunidades –o tentaciones- de tomar atajos y verificar hechos en lugar de analizar las implicaciones. El solo verificar es consistente con la mentalidad de *compliance*, y lo que se debe buscar es el desarrollar conocimiento verdadero y con el enfoque de inversionista.
- Entregables: Reportes en lenguaje sencillo para la Dirección, pero tener todos los detalles en los anexos. Aun cuando se genere un buen conocimiento, comunicarlo a todos en forma coherente y valiosa puede ser todo un reto. Los hallazgos deben ser empaquetados de forma tal que sea útil para la Dirección y los negociadores. No solo importa la conclusión, sino como se llegó a ella, hay que recordar que en casos de litigios post-fusión todo el soporte del *Due Diligence* es crucial.
- Liderazgo. El *Due Diligence* es un proceso que requiere de sólidas habilidades de liderazgo y administración de procesos.

2.4.1.1 Influencias de los tiempos en el proceso de *Due Diligence*

El mejor esfuerzo de *Due Diligence* comienza antes de que la empresa adquiriente se acerque a la empresa objetivo. La cantidad de información que existe disponible en el dominio público permite obtener valiosas perspectivas de la empresa objetivo. Toda la información generada durante el proceso de búsqueda sienta las bases de una investigación más directa en el proceso de *Due Diligence*.

Una vez que se hace contacto con la empresa objetivo la empresa adquiriente puede entonces asegurar su acceso a una información mucho más rica. En el cuadro 2.5 se puede ver cómo se va modificando el *Due Diligence* a lo largo del tiempo.

Cuadro 2.5 *Due Diligence a lo largo del ciclo de la transacción*



Fuente: Elaboración propia con información de Bruner (2004)

Vale la pena comentar que la Carta de Intención (LOI⁴⁹) si bien sigue presente en gran número de las operaciones, algunos consultores en fusiones y adquisiciones no aconsejan la firma de este documento debido a:

- Debilidad del documento. Se argumenta que la LOI solo tiene una autoridad moral en la transacción, pero su validez no es contractual. Las cortes de Estados Unidos tienden a la opinión de que estos “acuerdos para acordar” no son contratos ejecutables.
- Revelación. La firma de LOI puede disparar obligaciones de revelación y dar una temprana alerta a posibles competidores poniendo la empresa en “el juego”⁵⁰.

Sin embargo existen casos excepcionales en los que la Carta de Intención ha recibido un tratamiento ejecutable en las cortes en los Estados Unidos. En 1983 Pennzoil hizo una oferta por Getty Oil, y firmaron una LOI al hacerse el acercamiento y afinarse la propuesta, sin embargo Texaco hizo posteriormente otra oferta por Getty Oil la cual fue aceptada por el Consejo. Pennzoil llevó el caso a la corte y Texaco tuvo que pagar a Pennzoil los daños por interferir en el cumplimiento de la LOI entre Getty Oil y Pennzoil. A Texaco no se le castigó por participar en una guerra de ofertas por una empresa, sino por interferir dolosamente en la ejecución de un acuerdo entre dos partes; en Texas un apretón de manos conlleva la fuerza de un contrato.⁵¹

⁴⁹ Ver *Letter Of Intent (LOI)* en Glosario.

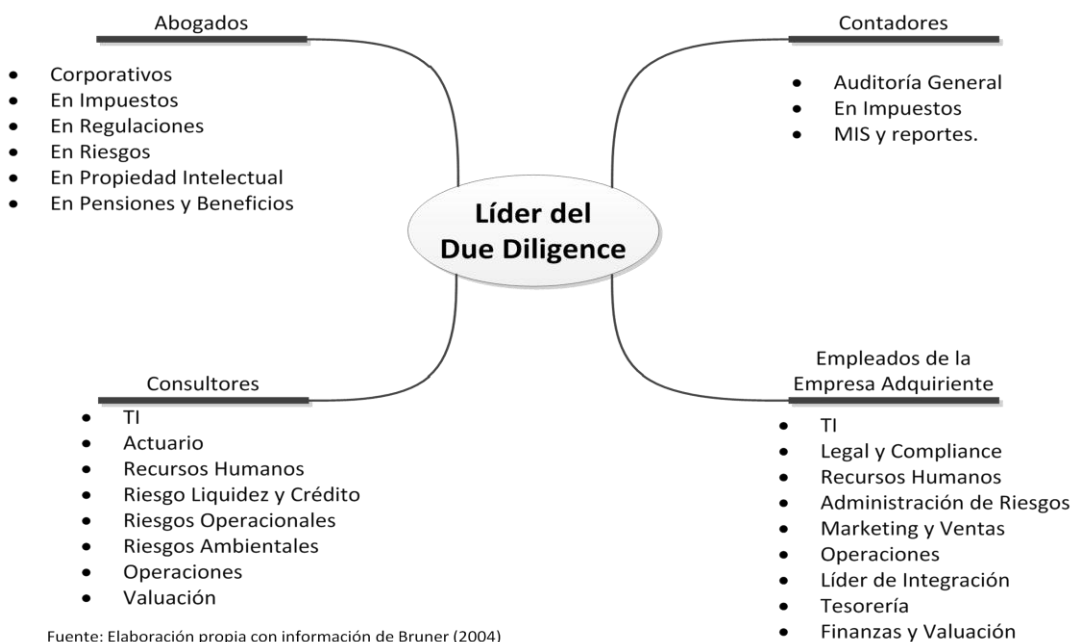
⁵⁰ Poner una empresa en “el juego” es una situación que se explica en el capítulo 1 en la Cuarta Oleada de fusiones y adquisiciones.

⁵¹ Bruner Robert F, Lecture the First Round Documents P.6 y Reed Lajoux Alexandra, Elson Charles M, The Art of M&A Due Diligence P.438

2.4.1.2 Equipo para el Due Diligence

El cuadro 2.6 muestra de forma hipotética un equipo genérico de revisión *Due Diligence*. El tamaño del equipo va a variar a lo largo del ciclo de vida de la transacción y de acuerdo al tamaño de la empresa objetivo.

Cuadro 2.6 Participantes en un equipo genérico de revisión *Due Diligence*



En transacciones grandes, el equipo puede alcanzar los cientos de personas y en el caso de transacciones internacionales el equipo se puede multiplicar para prestar servicio en los países que abarque la transacción.

Este número de profesionales (y su equipo de apoyo) requiere de una administración y un liderazgo que logre formalizar acuerdos sobre fechas de entrega, asignaciones de responsabilidad, objetivos a tareas específicas, comunicación, entre otras. Además el líder debe monitorear el proceso y ayudar a resolver problemas que puedan provocar retrasos. Esta responsabilidad no es para nada trivial ni es algo de tiempo parcial, por lo que su asignación resulta de una importancia enorme para la creación de valor para los accionistas como resultado final.

2.4.1.3 Productos finales del Due Diligence

Los esfuerzos del *Due Diligence* apoyan a los negociadores y crean un registro que puede proteger a la empresa adquiriente en caso de necesidad de ajustes post-fusión o en caso de litigios. De ahí que sea vital que este esfuerzo deje un rastro bien documentado a lo largo de la investigación. Este registro toma forma a través de cinco tipos de documentos:

- Papeles de trabajo primarios y otros recursos. Estos son la materia prima del esfuerzo de *Due Diligence*, y puede consistir en listas de registros verificados, papeles de trabajo y notas de ese proceso de verificación, transcripciones y

grabaciones de audio o video de las entrevistas y visitas de campo e inspecciones, fotografías, muestras de suelos, entre otras. Deben de mantenerse almacenados de manera tal que permitan su recuperación.

- Resúmenes de especialistas. En cada una de las áreas de enfoque un especialista debe de entregar un resumen de los hallazgos haciendo referencia a los papeles de trabajo primarios y otros recursos.
- Síntesis del *Due Diligence*. Es una visión general de todo el esfuerzo de revisión usualmente escrito para el beneficio de los negociadores y para combinar los hallazgos de los especialistas para futuras referencias. Esta debe ser la referencia cruzada y el índice maestro de todos los materiales del *Due Diligence*.
- Recomendaciones para la integración. El *Due Diligence* es la base para la integración post-fusión. Los responsables de planear la integración empiezan a trabajar desde antes de la firma del contrato definitivo haciendo uso de los hallazgos de las revisiones. El equipo debe poner mucho énfasis en las recomendaciones para la integración.
- Resúmenes ejecutivos. Los líderes del *Due Diligence* y la integración deben preparar resúmenes para los directores senior con tanta frecuencia como sea necesaria.

Como se comentó al principio, todos estos documentos se deben conservar previniendo algún litigio o problema futuro por lo que se deben resguardar siguiendo estrictas políticas de *Record Management*⁵².

2.4.1.4 Excelencia en el Due Diligence

Como se ha visto, el *Due Diligence* requiere de administración y liderazgo a muchos niveles del equipo. En el núcleo de un desempeño excelente está un estado mental que incluye las siguientes cualidades:

- Basarse en hechos. Las opiniones son relativamente fáciles de obtener y usualmente reconfortantes cuando vienen de personas con credenciales. Pero las opiniones sin base son peligrosas, por eso hay que ser un empirista y enfocarse en obtener hechos.
- Ser inquisitivo. Para llevar a cabo una investigación realmente útil se requiere una actitud inquisitiva para moverse de la obtención a la comprensión y entonces a la evaluación.
- Enfocarse en el conocimiento. Hay inmensas diferencias entre datos, información y conocimiento. Los mejores esfuerzos se enfocan en adquirir conocimiento en lugar de acumular información y datos.⁵³

⁵² Ver en glosario *Record Management*.

⁵³ P.ej. Los estados financieros de la empresa objetivo son datos, las notas del auditor revelando una agresiva política de reconocimiento de ingresos cuando el producto deja el almacén pero antes de cobrarle al cliente es información, y conocimiento sería saber que si se hace una re-expresión de los estados financieros a políticas contables típicas, esta revelaría pérdidas en lugar de las utilidades reportadas con la metodología actual.

- Adoptar un enfoque de sistema. Es decir tomar muy en cuenta las relaciones con la valuación, la negociación y el cierre.
- Tener iniciativa. El tiempo de la investigación es crucial y debe empezar tan pronto como la posibilidad de la transacción se plantea.
- Tomar el tiempo necesario. Muchas fusiones y adquisiciones son apresuradas, pero desafortunadamente el desarrollar conocimiento es difícil de acelerar.
- Promover la diversidad. Permite contrapesar los puntos de vista de las diferentes disciplinas, de los empleados, de los consultores y llegar a una óptica global más objetiva. Además de que mientras más grande sea el equipo se puede compensar las limitaciones de tiempo.
- Evitar sorpresas. Reducir o administrar los riesgos, proveyendo de una sólida base a la valuación, negociación, integración post-fusión y planeación del negocio.
- Registrar todo. Como ya se comentó anteriormente todo debe ser debidamente registrado, clasificado y resguardado para su posible uso posterior.

El *Due Diligence* que es –inherentemente– un proceso caótico, combinado con el estrés por el tiempo limitado, un equipo grande y las demandas de información de la empresa adquiriente, pueden estirar las relaciones entre las dos empresas en los momentos más delicados del proceso, de ahí la enorme necesidad de un liderazgo enorme para llevar a buen término todo este esfuerzo.

2.4.2 Valuación

La valuación es una de las habilidades clave en los negocios, no solo por ser una de las preocupaciones principales en las fusiones y adquisiciones, sino porque su entendimiento puede guiar la acción directiva en una gran variedad de dilemas en los negocios. Desafortunadamente la valuación no es un asunto sencillo, de ahí que industrias enteras han crecido y prosperado ofreciendo servicios de valuación a directores e inversionistas. Aunque hoy día muchas empresas están interiorizando estas habilidades de valuación en reconocimiento de la importancia de la valuación en el proceso administrativo diario.

2.4.2.1 Pensar como inversionista

Implementar la forma de pensar como inversionista significa meramente preguntarse si como resultado de la transacción se va a ganar o a perder dinero. Los inversionistas racionales participan en una transacción cuando creen que se va a generar valor de ella. Si el análisis de valuación se lleva a cabo de forma exhaustiva y cuidadosa, puede arrojar luz sobre el curso de acción razonable para los participantes de una transacción de fusión o adquisición. Pero los inversionistas van más allá: piensan en el valor intrínseco de forma muy cuidadosa y lo examinan en base a diferentes criterios:

- Mirar al futuro no al pasado

Los inversionistas toman decisiones basadas en expectativas de desempeño futuro. Obviamente el pasado puede ser un indicador del futuro pero simplemente no se puede extrapolar, por lo que el analista debe basar sus estimados en pronósticos del futuro.

- Enfoque en realidades económicas

Los inversionistas experimentados ponen atención a los flujos de caja más que a las ganancias contables. Esto es porque la contabilidad y los principios que la rigen tienden más al lado del registro y la presentación que del lado de las finanzas.

- Recibir rendimiento adecuado por los riesgos que se corren

Mientras más riesgo se acepta mas rendimiento se debe exigir de una inversión, y cada día se demuestra en el mercado de capitales esta simple pero profunda idea. Por ejemplo si nos fijamos en el mercado de bonos, conforme se avanza hacia abajo en la escala de calificaciones, digamos desde AAA (de S&P) hasta CCC podemos ver como las tasas de rendimiento de los bonos van infaliblemente subiendo, confirmándonos que los inversionistas racionales en el mercado requieren más rendimiento mientras más riesgos aceptan.

- Creación de valor: el tiempo es dinero

Pensar como inversionista es reconocer el valor del dinero en el tiempo, lo cual implica que se deben tomar decisiones con valores presentes de los flujos que se esperan.

- Costo de oportunidad

Una de las lecciones más importantes en el campo económico es que la mejor decisión debe tomar en cuenta cursos alternativos de acción. Esto es, que se debe evitar tomar decisiones de si/no y tomar decisiones de este/aquel.

El concepto de costo de oportunidad tiene cuando menos dos importantes implicaciones para los análisis de fusiones y adquisiciones. En primer lugar, el costo de oportunidad es útil para definir los tipos de transacción que la empresa hará o no hará. Y segundo, el concepto de costo de oportunidad ayuda en el análisis de otras vías –en el contexto de las fusiones y adquisiciones esas vías pueden ser de crecimiento orgánico o inorgánico-.

- Diversificación.

Cuando se observa la diversificación desde el punto de vista de un inversionista se debe entender los dos elementos involucrados: riesgo y rendimiento. Una implicación muy importante en el ámbito de las fusiones y adquisiciones es que las inversiones deben ser evaluadas en términos del riesgo que añaden al portafolio existente.

2.4.2.2 El valor intrínseco es inobservable: solo puede estimarse

El objetivo de todo análisis de valuación es calcular el valor verdadero o intrínseco de un activo, desafortunadamente este valor es inobservable. Todos los “valores” son solamente puntos de observación desde los cuales medir el valor intrínseco. Virtualmente todo número que se usa en la valuación es medido con error tanto por defectos en la metodología para describir el pasado como por la incertidumbre del futuro. Este simple hecho tiene varias implicaciones importantes para el análisis de valuación:

- Los resultados del análisis de valuación son estimados. El etiquetar los resultados de esta manera debe ser una forma sutil de recordar al usuario de estos resultados que el valor intrínseco es inobservable, y que debe actuar con prudencia.
- El proceso de análisis de valuación debe ser estructurado como una triangulación desde diferentes puntos de observación, y mientras más sean dichos puntos más se enriquecerá este proceso. El límite para este proceso estará dictado por el tiempo y el presupuesto.
- No trabajar con estimados puntuales de valor, trabajar con rangos. Si el valor intrínseco es inobservable, el trabajar con estimados puntuales solo crea una falsa sensación de precisión. El profesionalismo en este análisis yace en identificar el rango razonable dentro del cual el valor intrínseco reside.

2.4.2.3 Una oportunidad de crear valor

En el contexto de las fusiones y adquisiciones las reglas para crear valor se pueden resumir:

Punto de vista del comprador: Valor intrínseco de la empresa objetivo > Precio.

Punto de vista del vendedor: Precio > Valor intrínseco de la empresa objetivo.

Estas reglas encarnan la simple lógica de que las personas racionales no quieren estar peor de lo que estaban antes de la transacción. En términos simples, los inversionistas quieren crear valor, o en el peor de los casos conservarlo, esta es la cuestión fundamental de pensar como inversionista.

2.4.2.4 Estimadores

De forma conservadora, existen nueve métodos para valorar una empresa.

2.4.2.4.1 Valor en libros

El valor en libros se estima basado en principios contables cuyo enfoque conservador refleja solo lo que ha sucedido e ignora la mayoría de los valores y activos que no son tangibles. Este es uno de los enfoques más sencillos para el analista, además de que los estados financieros auditados vienen con un aura de certidumbre e influyen en las personas que no están familiarizados con las ideas financieras.

Los defectos de este enfoque es que radica en prácticas contables, el valor en libros ignora activos intangibles como el valor de marca, patentes, capacidades y conocimientos, etc. Pero más importante el método ve hacia el pasado, y de acuerdo con la mentalidad de inversionista las decisiones se deben tomar en base a la capacidad futura de creación de valor.

En términos generales el valor en libros tiene poco significado como estimador del valor intrínseco de empresas saludables y en crecimiento, tal vez para empresas en mercados estables sin activos intangibles y con operaciones ligadas a precios muy definidos.

2.4.2.4.2 Valor de liquidación

Este es tal vez el más conservador de los enfoques ya que simplemente suma los valores que se obtendrían si se liquidara la empresa el día de hoy. La pregunta fundamental en la que se basa es: ¿Cuánto se obtendría de este activo en una subasta? Típicamente los analistas experimentados en este método valúan el activo como un porcentaje del valor en libros.

Este método tiene varias debilidades, una de ellas es la de tener como fundamento la decisión de si la empresa se liquida toda en conjunto o en partes, otra debilidad es que el estado físico de los activos puede afectar los valores de forma significativa ya que el valor en libros no refleja de forma real el uso, abuso u obsolescencia de los activos, además este método ignora por completo los derechos escondidos, oportunidades de crecimiento, marcas y patentes que pueda tener la empresa.

Este método no es de utilidad en los casos de fusiones y adquisiciones, es más utilizado en empresas que se encuentran en dificultades.

2.4.2.4.3 Costo de reemplazo

El costo de reemplazo se determina estimando el costo de reemplazar los activos de la empresa al día de hoy. En la década de 1970 hasta principios de 1980 la SEC pedía de forma anual a las empresas públicas el reporte de costo de reemplazo dado que en esa época había una inflación alta en Estados Unidos. Este método es menos útil en esta época, pero en entornos de alta inflación sigue dando buenos elementos de valuación, además de que tiene la virtud de que refleja las condiciones actuales en lugar de mirar al pasado.

El método de costos de reemplazo encierra debilidades, una de ellas es la falta de claridad de lo que se va a reemplazar, ya que al cambiar la tecnología los reemplazos no son exactos y pueden constituir una capacidad sobrada que no va acorde con la operación de la empresa. Por eso los analistas deben decidir que se va a reemplazar: la planta vieja o una nueva. Todas estas decisiones le dan un carácter poco formal al análisis por haber demasiadas decisiones de “dedo” involucradas. Además este enfoque ignora el uso futuro o perspectivas de negocio que los activos tendrían. Y nuevamente la mayoría de los activos intangibles quedan fuera de consideración en la valuación.

2.4.2.4.4 Valor de mercado

El valor de mercado de una empresa no es más que la suma de los valores de mercado de su capital y su deuda. El valor del capital es simplemente el valor de cada acción multiplicado por el número de acciones. El valor de la deuda puede ser estimado con el valor presente de los flujos de caja de la deuda, aunque ordinariamente el valor en libros estará muy cerca del valor de mercado de la deuda, a menos que haya habido un cambio en la calificación crediticia de la empresa o haya habido un cambio generalizado en las tasas desde que la deuda fue emitida.

En la estimación del valor de mercado de la deuda dos tipos de pasivos son ignorados. Primero, los impuestos diferidos que son capturados en el valor de mercado del capital; y segundo los pasivos circulantes que son vistos como una contraparte de los activos circulantes: el capital de trabajo positivo o negativo se refleja en el valor de mercado del capital.

El precio de mercado de las acciones de la empresa es un muy importante punto de referencia para la valuación de una empresa pública, ya que se puede razonablemente asumir que el precio de mercado refleja lo que se conoce de una empresa. El valor de mercado puede ayudar al analista a enfocarse en posibles asimetrías de información, en información no revelada y que solo esté disponible para gente dentro de la empresa o para posibles adquirientes que pudieran ver una oportunidad económica en la empresa objetivo.

Estos precios serán relativamente más útiles si las acciones de la empresa son bursátiles, cubiertas por analistas fundamentales, y si el mercado tiene toda la información pública de la empresa y su industria, y por el contrario este enfoque es menos útil con empresas no muy conocidas con acciones de baja bursatilidad o que no cotizan en bolsa.⁵⁴

2.4.2.4.5 Múltiplos operativos

Este enfoque de valuación aplica la valuación de múltiplos de empresas similares a la empresa objetivo asumiendo que estos múltiplos reflejan la situación general de una industria o de un grupo de empresas.

La valuación por múltiplos es ampliamente usada en la comunidad financiera. El arte en este método radica en seleccionar la muestra de empresas que servirán de base para la valuación. Idealmente se deberían seleccionar solo las empresas que coinciden con la empresa objetivo en su línea de negocio, perspectivas de futuro, políticas financieras y tamaño.

Aunque tan ampliamente usado y de relativa facilidad, el enfoque de valuación por múltiplos tiene varios problemas potenciales. Primero, es muy raro encontrar empresas que coincidan en características con la empresa objetivo para generar la base para la valuación, así que se deben tomar decisiones sobre que tan lejos del perfil se van a admitir empresas en dicha base.

Una segunda posible debilidad es la dependencia de este método en las prácticas contables, por lo que se deben analizar dichas prácticas tanto en la empresa objetivo como en las empresas a comparar para ver si pueden ser comparables.

⁵⁴ El valor de mercado es una referencia útil en las negociaciones de fusiones y adquisiciones aunque es muy raro que las transacciones se den a precios inferiores. P.ej. en la fusión de GTE y Bell Atlantic anunciada en julio de 1998 los términos incluían un intercambio de acciones que valuaba a GTE 6% menos de su precio de mercado. Bruner, Robert F. Applied Mergers & Acquisitions. Wiley, P. 258.

Una tercera debilidad yace en el cálculo de los múltiplos, ya que la volatilidad o ciclicidad en el mercado, las diferentes tasas de crecimiento de cada empresa, las diferentes fechas fiscales, entre otros factores, pueden disparar o contraer las variaciones en los múltiplos.

Finalmente, son abstracciones de las cuales es muy difícil poder conducir un análisis significativo sobre la sensibilidad o el impacto de diferentes expectativas futuras o escenarios sobre el valor de la empresa.

2.4.2.4.6 Múltiplos de transacción

En el contexto de las fusiones y adquisiciones se toman transacciones comparables como punto de referencia para comparar a la empresa objetivo. Este enfoque utiliza muchos de los múltiplos mencionados anteriormente adaptados a precios pagados realmente por las empresas. Las debilidades de este enfoque son básicamente las mismas que se mencionaron en la sección anterior. La gran diferencia entre los múltiplos de transacción y los múltiplos de operación es que los primeros van a reflejar un premio por control⁵⁵ que no está presente en los múltiplos de operación de las acciones.

2.4.2.4.7 Flujos de caja descontados

Este enfoque calcula el valor presente de los flujos de usando un costo estimado del capital, el resultado es el valor presente de la empresa. La fórmula para calcular el valor presente de un flujo de caja para un periodo infinito es:

$$FCD = \frac{FC_1}{(1+k)} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FC_\infty}{(1+k)^\infty}$$

Mientras la mayoría de las empresas tienen una vida indefinida, valuar un flujo de caja de esa naturaleza sería imposible. De ahí que los analistas asignan un horizonte razonable de 5 a 10 años y suman un valor terminal al flujo final, reflejando el valor de la empresa. Esto simplifica la fórmula de manera considerable. Por ejemplo para un horizonte de 5 años la fórmula sería:

$$FCD = \frac{FC_1}{(1+k)} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \frac{FC_3}{(1+k)^3} + \frac{FC_4}{(1+k)^4} + \frac{FC_5 + VT}{(1+k)^5}$$

Existe un principio básico que consiste en usar una tasa de descuento consistente con el riesgo del flujo que se está valuando. Es decir no se puede valuar a la empresa completa con la tasa de la deuda o con la tasa del capital, se debe valuar tomando en cuenta a todos los proveedores de recursos de la empresa, es decir el costo promedio ponderado de capital o *WACC*.⁵⁶ La gran implicación en todo esto es que se debe ser muy cuidadoso al definir los flujos de caja, el costo de capital y el valor terminal. Ver Cuadro 2.7.

⁵⁵ Ver Anexo 9. Premio por control.

⁵⁶ Ver *WACC* en glosario.

Cuadro 2.7 Flujos de caja y tasas de descuento adecuadas

Valor de:	Flujo de Caja	Valor Terminal	Tasa de descuento
Empresa o los activos	Flujo Libre de Caja (FLC) $FLC = [IAII * (1 - t)] + Dep - IC - \Delta CT + \Delta ID$	$VT_E = \frac{FLC * (1 + C_{FLC})}{CPPC - C_{FLC}}$	CPPC
Capital	Dividendo o Flujo de Caja Residual (FCR) $FCR = Ingresos netos + Dep - IC - \Delta CT + \Delta ID + \Delta Deuda$	$VT_C = \frac{FCR * (1 + C_{FCR})}{K_C - C_{FCR}}$	Costo de Capital
Deuda	Interés, Principal	Saldo insoluto al día fecha valor	Costo de la Deuda

IAII = Ingresos antes de Intereses e Impuestos
t = tasa impuestos
Dep = Depreciación
IC = Inversiones de capital
ΔCT = Cambios en el capital de trabajo neto
ΔID = Cambios en los impuestos diferidos

VT_E = Valor terminal de la empresa
VT_C = Valor terminal del capital
C_{FLC} = Crecimiento del flujo libre de caja
C_{FCR} = Crecimiento del flujo de caja residual
CPPC = Costo Promedio Ponderado de Capital
K_C = Costo de capital

Fuente: Elaboración Propia con información de Bruner (2004)

El valor terminal es típicamente un gran componente del valor presente de una empresa y su abrumadora influencia radica en que capitaliza los prospectos de crecimiento de largo plazo de la empresa; de ahí que se deriven las siguientes advertencias:

- Poner especial atención al valor terminal.
- Tener mucho cuidado al estimar g (Crecimiento).
- La tasa de crecimiento infinito tiende a ser un número muy pequeño, por lo que hay que evitar las “exuberancias irracionales” al estimar esta tasa.

2.4.2.4.8 Capital de riesgo/Capital privado

Los analistas del mundo de las inversiones de capital de riesgo evitan el análisis detallado del flujo descontado a favor de una aproximación que se enfoca en la practicidad de las inversiones de capital de riesgo.

Primero el analista proyecta el desempeño de la empresa en el futuro y asume que el inversionista se va a salir de esa posición en tres o cinco años –típicamente-. En segundo lugar, el valor de salida en ese horizonte se calcula estimando un múltiplo de salida. En tercer lugar se descuenta dicho valor de salida usando una tasa de interés que suele fluctuar entre 30% y 75%. Alternativamente el analista puede calcular la tasa interna de retorno con fines comparativos.

La virtud de esta aproximación es su simplicidad y enfoque. El analista asume que los flujos de caja serán nulos, lo cual no es irracional para este tipo de inversiones (capital de riesgo), además de que utiliza una tasa de descuento arbitrariamente alta en lugar de estimar una usando los modelos de mercado de capitales –el analista va a defender esta práctica en base que las expectativas de mercado de capitales son simplemente inobservables para esta clase de inversiones privadas: la típica inversión de capital de riesgo está en el borde de su industria, sin pares, sin un mercado público para sus títulos y trabajando bajo significativas asimetrías de información. Este enfoque afianza la

atención del analista en el valor de salida y en el tiempo, los dos impulsores cruciales de los retornos en las inversiones de capital de riesgo.

Una de las grandes reservas para el analista sofisticado es que esta técnica parece asumir gran cantidad de elementos.

2.4.2.4.9 Opciones reales

En esencia, el enfoque de valuación como opción mira el capital de una empresa apalancada como el equivalente a una opción *call*⁵⁷ sobre el valor de los activos de dicha empresa⁵⁸.

Si el capital de la empresa es como una opción *call*, entonces las técnicas de valuación de opciones *call* pueden ser aplicadas a la valuación, para lo cual se necesita conocer cuando menos cinco parámetros:

- El valor del activo subyacente. En este caso, el valor de la empresa.
- El precio de ejercicio de la opción *call*. En este caso, es el valor a la par de la deuda insoluta de la empresa.
- El tiempo de la opción. La duración (o vida promedio esperada) de la deuda insoluta de la empresa.
- La tasa libre de riesgo. En el caso de las empresas es el rendimiento al vencimiento de los bonos gubernamentales con un horizonte igual o equivalente a la deuda insoluta de la empresa.
- La volatilidad de los retornos del activo subyacente. La volatilidad se mide como la desviación estándar de los cambios en los precios del activo subyacente, en este caso se puede aproximar con el promedio ponderado de las volatilidades de la deuda de la empresa y el capital.

Este enfoque de valuación tiene ventajas y desventajas. Primero, el enfoque es especialmente útil cuando la empresa está altamente apalancada y el valor del capital es dudoso, dicho brevemente este enfoque ayuda a valorar empresas que están *out of the money*.⁵⁹ Sin embargo este enfoque es ampliamente utilizable para valorar cualquier empresa con deuda. Segundo, la principal desventaja que tiene este enfoque es que uno debe tener una idea de cuánto vale la empresa –y para empezar eso es lo que se quiere averiguar-.

La teoría de opciones es importante más allá de su utilidad en la valuación ya que es dudoso que los flujos de caja descontados reflejen los derechos escondidos de la empresa, por lo que no sería raro esperar que esta técnica en un tiempo se convierta en el estándar en la industria de las fusiones y adquisiciones.

⁵⁷ Ver Opción en Glosario donde se explica la diferencia entre opciones *call* y *put*.

⁵⁸ Esto reconoce la lógica por ejemplo de la mayoría de los dueños de una casa hipotecada quienes dicen que la casa no les pertenece a ellos sino al banco. Pero el dueño de la casa (accionista) retiene el derecho (opción) de reclamar la propiedad de la casa (activo) mediante el pago de la hipoteca (deuda).

⁵⁹ Ver Out of the money en Glosario.

2.4.2.5 Estimadores de rangos

Un analista novato de fusiones y adquisiciones puede asumir que los estimadores puntuales de valor son suficientes para llevar a cabo una toma de decisiones, pero los estimadores puntuales no consideran la incertidumbre. Siendo consistentes, los analistas deben de definir un rango razonable de valor e identificar los impulsores de valor o supuestos de los cuales los estimados son más sensibles.

Para esto existen cuatro enfoques tradicionales:

- Análisis de sensibilidad univariado o bivariado. El análisis de sensibilidad está basado en variar el valor de uno o dos de los supuestos clave que determinan el valor estimado de la empresa, y analizar las variaciones que presenta dados dichos cambios.
- Análisis de escenario. Este enfoque reconoce que los supuestos tienden a variar de forma conjunta creando escenarios, por lo que se establecen un cierto número de supuestos, a niveles consistentes con posibles estados futuros de la economía y los mercados, y se analizan las variaciones resultantes en el rango de valor de la empresa.
- Análisis de punto de equilibrio. Busca los niveles de ciertos supuestos, en los cuales el valor estimado cae por debajo de un nivel objetivo –como podría ser el valor actual de las acciones en el mercado-.
- Simulación Montecarlo. Es el más avanzado y analíticamente complejo, y modela de forma explícita mediante muestreos aleatorios, la incertidumbre que rodea a los supuestos clave que determinan el valor estimado de la empresa, y puede usarse para estimar la distribución de probabilidad del valor estimado.

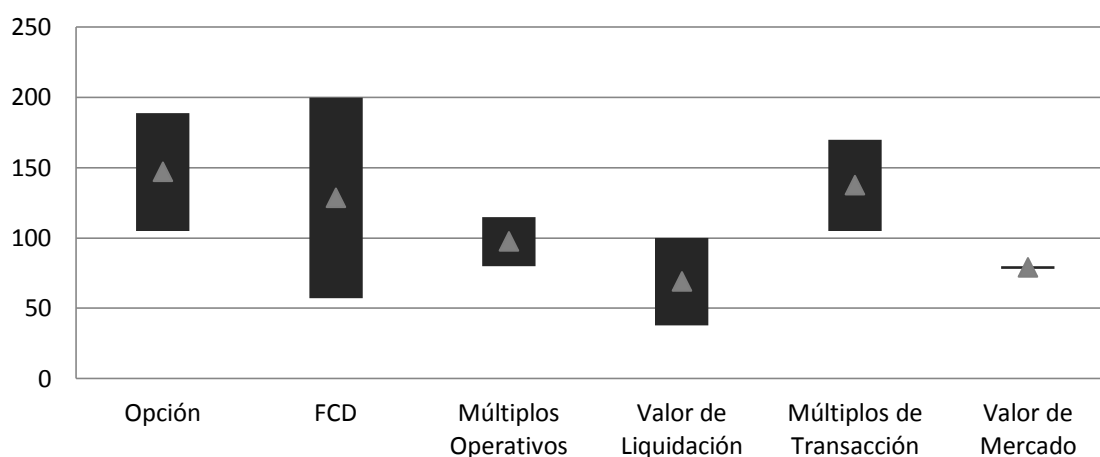
2.4.2.6 Pensar críticamente y triangular cuidadosamente

Hecho de forma correcta, el análisis de valuación puede generar un torrente de estimados de valores, los cuales necesitan ser procesados en un rango de valores que puedan servir de base para las estrategias de negociación. Este resumen puede ser logrado a través de un proceso de triangulación que implica ciertos pasos:

- Examinar los estimadores.
 - Tomar conciencia de los diferentes enfoques que hay.
 - Ningún enfoque es infalible.
 - Darle diferentes pesos en las decisiones a los enfoques.
 - Ser flexible y no doctrinario.
- Examinar los datos. Recordar que virtualmente todos los enfoques dependen de la información de la empresa objetivo y/o de sus pares. Un buen proceso de *Due Diligence* debería ayudar a evaluar y confirmar lo razonable de los datos financieros.
- Examinar el modelo en la hoja de cálculo. En la práctica, los modelos pasan por profesionales y son diseñados para cubrir necesidades de situaciones particulares, sin embargo hay errores que pueden pasar sin detectarse hasta que ya es muy tarde.

- Examinar los supuestos de sensibilidad. El análisis de sensibilidad depende crucialmente de escoger los rangos sensatos sobre los cuales van a variar los supuestos de la valuación. Hay que cuidar que los rangos de esas variaciones se basen lo mayor posible en realidades y no en adivinanzas arbitrarias que puedan desvirtuar el resultado.
- Eliminar los estimados en los que no se tenga mucha confianza. Se trata de eliminar aquellos estimados que solo añaden “ruido” y tratar de encontrar la “señal” del valor intrínseco.
- Comparar los estimadores “finalistas” de valor. Esta comparación puede ser presentada en muchas maneras. Un ejemplo se ve en el cuadro 2.8.

Cuadro 2.8 *Ejemplo gráfico de comparación de rangos de valores por enfoque de valuación para el proceso de triangulación*



- Escoger. Siendo realistas esta es la parte más difícil, ya que no existen fórmulas ni juicios establecidos para tomar tal decisión, tal vez la única pauta a seguir sea que se debe escoger un valor para empezar la oferta y un valor para retirarse, ya que a partir de ese valor se estaría yendo más allá del valor de las sinergias y de los supuestos más optimistas del modelo. Es el valor que indica que ganar se convierte en perder.

2.4.2.7 Enfocarse en el proceso no en el producto

Una de las conclusiones clave que podemos sacar es que la valuación de empresas está plagada de juicios, y la excelencia aquí depende más de sabiduría que de poder computacional. El pedirle simplemente al personal de *staff* que corra unos números que arrojen el valor de la empresa objetivo puede ser el inicio fácil a un camino fallido de fusiones y adquisiciones. En vez de eso no hay sustituto para:

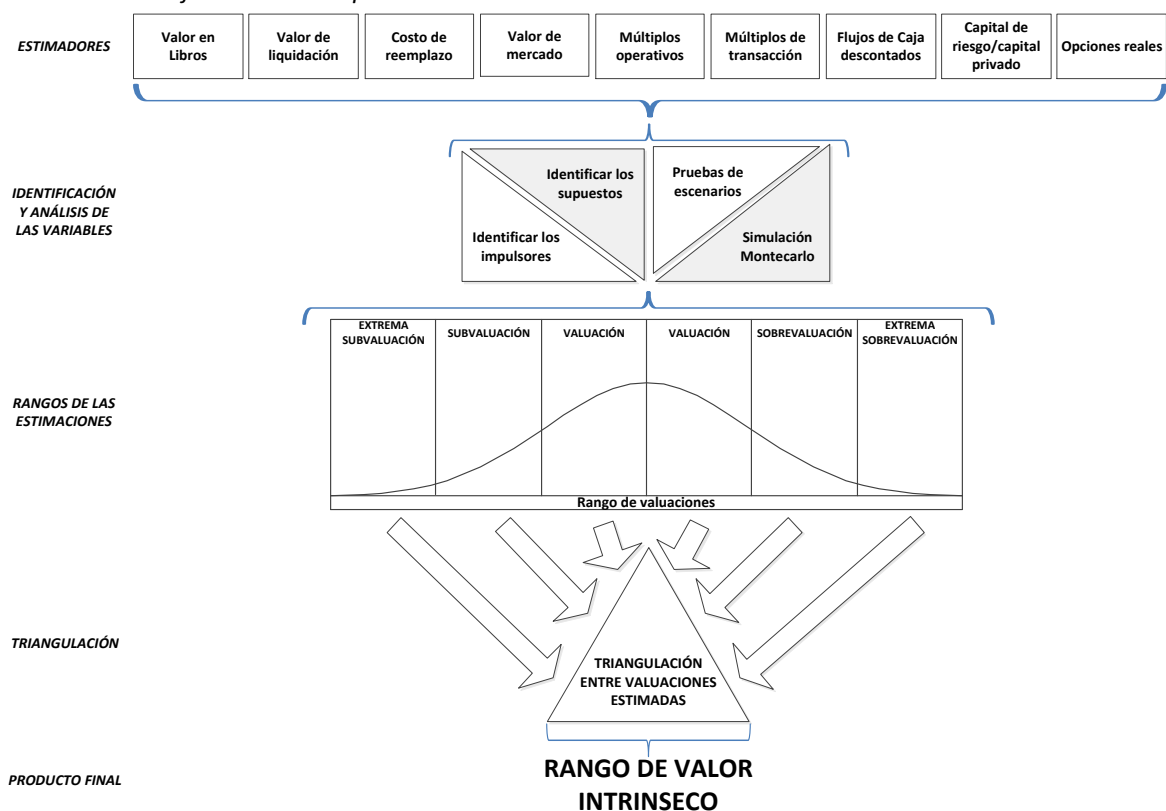
- Escrutinio de los supuestos y pensamiento crítico.
- Obstinada persistencia en probar los modelos y analizar su sensibilidad.
- Triangulación concienzuda de los estimadores.
- Aceptación de los estimados como tales, no aceptar certidumbre en ellos.
- Dinámica positiva del equipo.

- Mentalidad de aprendizaje y búsqueda de la verdad, no de confirmar ideas preconcebidas sobre la empresa objetivo.
- Compromiso de los recursos asignados al proyecto de *Due Diligence* y valuación.
- Cultura de excelencia a lo largo de todo el proceso.

En última instancia estas cualidades emergen por sí mismas de una buena organización, con buena cultura y buen liderazgo.

En el cuadro 2.9 se puede apreciar de forma gráfica el proceso de valuación descrito en todo este apartado.

Cuadro 2.9 Flujo resumen del proceso de valuación



Fuente: Elaboración propia.

El proceso de valuación debe ser administrado en formas que aumenten la calidad de juicio a lo largo del proceso, y la visión de inversionista es extremadamente útil en sortear enredadas cuestiones metodológicas y en generar la clase de escrutinio, pensamiento crítico e investigación para un proceso de valuación

2.4.3 Valuación de las sinergias

Como se mencionó anteriormente, con frecuencia las sinergias en los negocios no son expresadas en términos medibles lo cual es el presagio de dificultades futuras. Mark Sirower, vicepresidente de Boston Consulting Group dice: "La forma más fácil de perder

en el juego de las adquisiciones es fallando en definir las sinergias en términos reales y medibles en la mejora a la ventaja competitiva.”⁶⁰

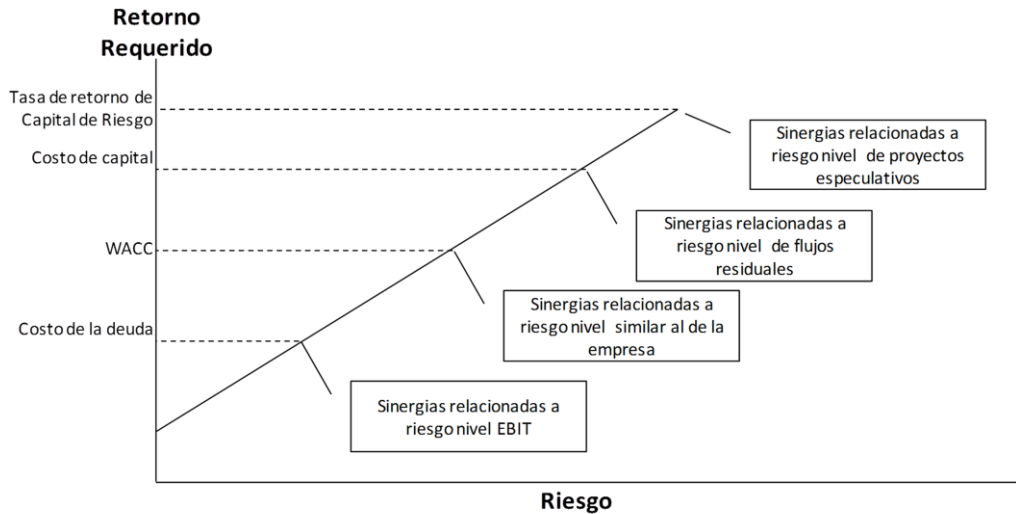
Algunos beneficios de las adquisiciones simplemente replican lo que los accionistas podrían hacer por ellos mismos, y no se puede esperar entonces que esto aumente el precio de la acción o la generación de valor en sí. La generación de valor es la mejor y más dura de las mediciones de sinergias. La idea clave entonces está en que la verdadera sinergia crea valor para los accionistas cuando los beneficios por la adquisición y/o fusión superan a los beneficios que habrían podido ganar dichos accionistas por sí mismos. De lo contrario habría sido mejor para los accionistas comprar acciones directamente en el mercado para sus propios portafolios sin tener que pagarles a los directores de su empresa por hacerlo.

Dicho lo anterior, cabe mencionar que algunos analistas olvidan con frecuencia algunos puntos importantes en la valuación de las sinergias:

- Establecer la credibilidad de la fuente de la sinergia. Todo depende de la fundamentación económica de la sinergia, por lo que esto requiere de un cuidadoso *Due Diligence*. Es frecuente que las sinergias promocionadas en el anuncio de la transacción se basan en suposiciones o clichés empresariales. O peor aún pueden ser dictadas, habiendo sido identificadas como necesarias para que la operación tenga éxito sin realmente determinar cómo van a ser alcanzadas.
- Impuestos. La mayoría de los ingresos y costos reportados por los gerentes de línea son antes de impuestos, al igual que las sinergias reportadas en los formatos a la SEC. Estos necesitan ser ajustados para reflejar el cambio marginal en los impuestos de la empresa post-fusión. Por ejemplo la sinergia de reducción de activos puede traer una pérdida o ganancia con la venta de los activos que va a afectar de forma marginal la carga impositiva de la empresa. Las sinergias relacionadas con el *WACC* también deben reflejar este efecto.
- Tasa de descuento consistente con el riesgo de la sinergia. Las sinergias comentadas en el punto 1.3.5 difieren en riesgo. Típicamente las sinergias de costos tienen más certidumbre mientras que las de ingresos tienen menos, y las de impuestos y de reducción de activos tienen todavía más certidumbre. Ver la adaptación de tasas en el cuadro 2.10.

⁶⁰ Sirower, Mark. 1997, *The Synergy Trap: How companies lose the acquisition game*. New York Free Press P.5

Cuadro 2.10 Adaptar la tasa de descuento de las sinergias de acuerdo al riesgo



Fuente: Elaboración propia con información de Bruner (2004)

La conclusión práctica de todo esto es que el analista de fusiones y adquisiciones debe empezar con el WACC y preparar los ajustes a la tasa hacia arriba o abajo dependiendo de los riesgos de las sinergias.

- Reflejar la inflación, el crecimiento real y la vida razonable. Los estimados de sinergias son en el mejor de los casos pronósticos de un año, cuando en la realidad las sinergias de costos, impuestos, WACC e ingresos pueden llegar a continuar por un período mucho más largo. El modelo de valuación de flujos descontados puede ayudar en esto junto con el modelo de crecimiento constante:

$$g_{Nominal}^{\infty} = [(1 + g_{unidades}^{\infty}) * (1 + g_{inflación}^{\infty})] - 1.$$

Se debe ponderar la posibilidad de ambas fuentes de crecimiento, por ejemplo las sinergias en ingresos son prácticamente sujetas a ambos tipos de crecimiento, las sinergias de costos pueden o no, las sinergias de WACC e impuestos posiblemente no tienen afectación y las sinergias de reducción de activos por ser de única ocasión o de corto plazo tampoco tienen afectación.

- Usar un valor terminal para reflejar la vida extendida de la sinergia. Con frecuencia el valor terminal es pasado por alto o se asume que será nulo simplemente por un arbitrario sentido de conservadurismo. Desde luego que se puede cuestionar si los ahorros en costos se pueden sostener de forma indefinida, pero si se pudiese, entonces el incluir un valor terminal es esencial. El valor terminal puede estimarse con los modelos mostrados en el cuadro 2.7.
- Ser flexible. Adaptar el análisis de las sinergias al problema que se tiene a mano. Algunos analistas prefieren introducir los efectos de las sinergias al valor de la empresa en su totalidad produciendo así diferentes resultados. Otros analistas prefieren estimar de forma separada el efecto aislado de la sinergia. Al final estos dos enfoques deberían de dar el mismo estimado del valor de la empresa con las

sinergias, bajo la premisa algebraica $x(a + b) = ax + bx$. Llevando esta expresión al contexto de la valuación sería:

$$VP(FC_{\text{empresa}} + FC_{\text{sinergias}}) = VP(FC_{\text{empresa}}) + VP(FC_{\text{sinergias}})$$

Siendo VP el operador de descuento y FC los flujos respectivos.

La equivalencia de estos dos enfoques permite al analista adaptar el enfoque a los requerimientos de la situación en particular. El enfoque agregado va a ser útil cuando se quieran mostrar los impactos de las sinergias en el resultado financiero total de la nueva empresa, y el no agregado cuando sea necesario presentar para mayor claridad los efectos de las sinergias por separado.

Una de las razones más importantes para tener extremo cuidado y disciplina en las fusiones y adquisiciones, es que prácticamente no existen puntos de referencia respetables contra los cuales comparar o probar la razonabilidad de los supuestos de las sinergias. El problema se alza por la unicidad de las empresas, y las diferentes fuerzas que interactúan en los diferentes mercados y países.

2.4.4 Opciones reales y su impacto en las fusiones y adquisiciones

En una amplia perspectiva de fusiones y adquisiciones, finanzas y administración de empresas, las opciones financieras son un pequeño subconjunto de las alternativas que un tomador de decisiones se encuentra. Las opciones financieras se distinguen por estar estandarizadas, tienen un activo subyacente financiero con precio conocido, se negocian en bolsas de valores, y por lo tanto son fáciles de valorar. Las opciones reales frecuentemente son únicas, se derivan de activos no financieros (reales) cuyos precios son inciertos y con una liquidez mucho más restringida como tierras, plantas y maquinaria, patentes, entre otros; y por lo tanto las opciones reales tienden a ser complejas.⁶¹

Los analistas y ejecutivos de hoy deben de esforzarse por dominar el enfoque de opciones reales por al menos cuatro razones:

- Las opciones reales permean. Donde quiera que se escuchen los términos “derechos”, “flexibilidad”, o “compromisos”, se está describiendo una opción real.
- Las opciones reales van a tener una gran influencia en el valor de la empresa cuando está creciendo, cuando tiene una habilidad de hacer cosas que las otras no, y/o cuando tiene activos que resultan únicos. Dada la “permeabilidad” de las opciones reales en algunas industrias como de alta tecnología, farmacéuticas, defensa y aeroespacial la razón del valor de la opción respecto al valor total de la empresa podría fácilmente exceder el 50%.
- Los ejecutivos y diseñadores de fusiones y adquisiciones pueden fácilmente crear o destruir el valor de la opción real, con el potencial efecto de largo plazo.
- El enfoque de opciones captura lo que los flujos descontados no. Un problema con los flujos descontados es que fallan en capturar cualidades del activo y las

⁶¹ Las opciones reales siguen siendo un tema “joven” desde que Stewart Myers introdujo el término en 1977. Desde entonces el enfoque de opciones reales ha ido emergiendo como una poderosa influencia en el análisis de fusiones y adquisiciones. Allen Franklin, The contributions of Stewart Myers to the Theory and Practice of Corporate Finance. Journal of Applied Corporate Finance Autumn 2008, Vol. 20 Issue 4, P8-19.

opciones reales no solo consideran estas cualidades sino que consideran hasta el riesgo.

Las malas noticias es que las opciones reales son difíciles de valorar de forma rigurosa debido a que la clase de derechos contingentes que la gente de negocios enfrenta puede tener estas características:

- El precio de ejercicio puede ser contingente en lugar de fijo, y puede ser impulsado por una fórmula complicada, puede variar a lo largo del tiempo, y/o puede estar sujeto a negociaciones futuras.
- La fecha de vencimiento puede ser contingente en lugar de fija. Muchas opciones reales expiran en etapas.
- El valor del activo subyacente puede no ser claro. El mercado del activo subyacente puede ser limitado o no existente, evitando la posibilidad de observar el valor del activo. Esto implica el tener que depender de estimadores imperfectos del valor y de la volatilidad.
- Los costos de la transacción pueden ser muy altos y/o contingentes.
- La opción puede consistir en un grupo de opciones, opciones en serie de tiempo u opciones de opciones.

No existen enfoques simples para el modelado en estos casos. A menos que el problema pueda ser fragmentado y analizado en piezas más simples para usar un modelo familiar de valuación de opciones, se deberá optar por una hechura a medida del modelo en cada nueva valuación.

Las opciones reales pueden agruparse en cuatro categorías comunes:

- De entrada o crecimiento. El valor de la empresa puede ser descompuesto en dos partes: el valor de los activos y el valor de las opciones de crecimiento –derechos de hacer nuevas inversiones. Las opciones de crecimiento o de entrada a nuevos negocios son opciones *call* sobre las actividades de negocio subyacentes.
- De salida o abandono. El estar atascado en un negocio no atractivo sin una vía factible de salida es una de las peores cosas para una empresa, por eso el derecho de vender un activo o abandonar un negocio es valioso.
- De acelerar o atrasar. La decisión de diferir o acelerar una transacción es impulsada por el análisis del valor del activo subyacente a través de la vida de la opción.
- De cambio. La flexibilidad de cambiar de una forma operacional a otra puede ser valioso también, por ejemplo una industria que solo funciona con un tipo de combustible y que con una inversión puede tener la funcionalidad de operar con diferentes combustibles le da una flexibilidad que debe ser valuada para poderla comparar con el costo de las mejoras tecnológicas que permitirán la flexibilidad.

Las opciones reales son importantes en el campo de las fusiones y adquisiciones en:

- Estrategia. Tal vez el área más fértil para la aplicación de las opciones reales es el diseño de la estrategia. En general, la valuación de opciones reales puede añadir rigor al pensamiento estratégico por su virtud de considerar las consecuencias económicas de la creación –o destrucción- de la flexibilidad o haciendo –o relajando- los compromisos. En la parte de estrategia las preocupaciones giran alrededor de:
 - Flexibilidad contra irreversibilidad de las acciones. Las adquisiciones pueden crear o destruir la flexibilidad. Las inversiones irreversibles vienen con compromisos que exponen a la empresa a riesgos. En contraste, las inversiones flexibles pueden alterarse conforme las condiciones cambian, por lo que la flexibilidad es una opción sobre una alternativa estratégica.
 - Seguros. Algunas acciones estratégicas pueden cubrir a la empresa en algunas exposiciones a riesgos. El concepto de seguro es análogo a una opción *put*⁶².
 - Aprendizaje y competencias. El entrenamiento y aprendizaje crea una fuerza de trabajo más flexible y esta flexibilidad constituye una valiosa opción real.
 - Planeación. En las fusiones y adquisiciones la teoría de opciones reales puede constituir un camino para identificar posibles empresas objetivo basándose en su subvaluación. El capital de una empresa apalancada puede modelarse como una opción *call* sobre los activos de la empresa.
- Diseño de la transacción. Las estructuras de las transacciones están repletas de derechos y obligaciones y el contrato está estructurado como un derecho contingente: si los términos y condiciones se satisfacen entonces el comprador puede proceder a la adquisición de la empresa. Las opciones reales en el diseño del *deal*⁶³ pueden aparecer de varias formas:
 - Oferta de intercambio. Un comprador típicamente se acerca a los accionistas de la empresa objetivo con una oferta de compra de sus acciones a un precio determinado en una fecha determinada –el comprador dicho de otra forma le está dando a los accionistas de la empresa objetivo una opción *put*.
 - Términos de ruptura del *deal*. Cuotas y castigos por no completar el *deal*, son derechos de pagos en el evento de incumplimiento por una de las partes, estos son pagos contingentes y por lo tanto opciones.
 - Características de liquidez y control. La capacidad de vender un activo bajo demanda es como tener una opción *put* y tener el control es como tener una opción *call* sobre la estrategia futura de la empresa.
 - Esquemas de pago contingente. Generalmente los pagos contingentes son opciones *call* sobre desempeños futuros inciertos.
 - Administración de Riesgo de la transacción. *Caps*, *collars*, *floors*⁶⁴, y derechos de valor contingente son protecciones que se dan a los

⁶² Ver Opción en Glosario en donde se explica la diferencia entre opciones *call* y *put*.

⁶³ Ver *Deal* en Glosario.

⁶⁴ Ver *Cap*, *Collar* y *Floor* en Glosario.

- accionistas compradores y/o vendedores para limitar la incertidumbre que pueden enfrentar en los que se concluye la transacción.
- Tácticas de tomas de control. *Poison pills*, *lock ups*⁶⁵, y derechos de control son opciones.
 - Integración post-fusión. Muchas de las opciones involucradas en la estructura de la transacción expiran al consumarse la misma, pero son remplazadas por otras que se generan al cierre. Las opciones que aparecen en la post-fusión:
 - Diseño organizacional y arquitectura operacional. La integración puede traer una nueva arquitectura a la empresa y esta puede crear o destruir la flexibilidad y los compromisos, dos de las dimensiones dominantes de la opcionalidad.
 - Estructuración de los contratos de recursos humanos. Los incentivos y la compensación pueden tener explícitamente opciones, o menos directo pueden tener pagos contingentes dado un contrato.
 - Selección entre capacidades que compiten. Las capacidades pueden crear flexibilidad y por lo tanto una opción. Especialmente en las fusiones, los encargados de la planeación de la integración encaran difíciles decisiones entre los planes de negocio, prácticas, instalaciones y otros aspectos dentro de las empresas que se están fusionando. El análisis de opciones reales puede ser relevante para arrojar luz sobre las consecuencias de las alternativas.

La mayor lección del uso de las opciones reales es que su aplicación no debe solamente estar confinada a los analistas, la primera regla debe ser buscar por opciones reales en cualquier parte del negocio. Buscar esta opcionalidad significa identificar la presencia de derechos y su posición (*call/put*, *largo/corto*).

La segunda regla para los tomadores de decisiones debería ser desarrollar un sentido para el valor de las opciones reales, esto es el poder darse cuenta que no todos los derechos son interesantes o no se pueden valorar fácilmente, el desarrollar este sentido implica entender el impacto de los impulsores claves de valor.

Una tercera regla es crear o conservar flexibilidad ya que ésta aparece en diferentes formas y tamaños en el diseño de los *deals* y en la administración de los procesos de fusiones y adquisiciones. La teoría de opciones reales enseña que la flexibilidad es valiosa.

2.4.5 Estrategias de adquisición por *Momentum*

A continuación se consideran las implicaciones de una estrategia de adquisición que es impulsada por el deseo de mantener el *momentum* del desempeño financiero de la empresa. Esta estrategia ha ido y venido a lo largo del tiempo y se le pudo observar en la tercera y quinta oleadas. Esta seductora estrategia debe ser evitada.

⁶⁵ Ver *Poison Pill* y *Lock up* en Glosario.

La generación de un crecimiento inesperado es la base del ciclo de *momentum*. Las estrategias de *momentum* se pueden enfocar en una variedad de objetivos *momentum* de crecimiento, los dos que más se buscan son: *momentum* de utilidades por acción (*EPS*⁶⁶) y *momentum* de ingresos.

- *Momentum* de *EPS*. El crecimiento de las utilidades por acción es el objetivo de los adquirientes por *momentum*, quienes creen que los precios de las acciones son impulsados por los cambios en las utilidades por acción y que por lo tanto un agresivo crecimiento en *EPS* va a resultar en mayores precios (y mayores múltiplos de Precio/Utilidad). La implicación central de este enfoque es que la Dirección de la empresa necesita establecer, y continuamente justificar los altos múltiplos de Precio/Utilidad. En vez de dar información fundamental a los accionistas para justificar el valor de la acción de la empresa, el adquiriente por *momentum* envía señales del valor de la empresa por la vía del crecimiento *EPS*.
- *Momentum* de ingresos. En algunas industrias, el enfoque del *momentum* se centra en los ingresos en vez de *EPS*. En industrias como la biotecnología, cómputo y software, las empresas pueden ser difíciles de valorar usando los enfoques tradicionales ya que sus ganancias se ven disminuidas por las enormes inversiones en investigación y desarrollo, introducciones de nuevos productos y otros costos asociados con empresas jóvenes o empresas con portafolios llenos de productos nuevos. En estas circunstancias algunos analistas usan múltiplos como base de su valuación de la empresa. Sabiendo esto, la Dirección de estas empresas se pueden enfocar en estrategias de adquisición que incrementen los ingresos y generen *momentum*. Ellos ven en la construcción de *momentum* de ingresos mediante la ayuda del programa de adquisición como un suplemento lógico a los esfuerzos internos de crecimiento.

La estrategia por *momentum* es un camino peligroso tanto para la Dirección como para los accionistas, ya que se basa en la creencia de que la apariencia de crecimiento es más importante que la realidad económica. Como se ha mencionado antes la creación de valor para los accionistas es el mejor criterio para evaluar las estrategias en general y más aún las estrategias de adquisición en lo particular. En el cuadro 2.11 se contrastan las diferencias entre las estrategias de *momentum* y la creación de valor.

⁶⁶ *EPS*. *Earnings Per Share* = UPA Utilidades Por Acción

Cuadro 2.11 *Comparativo entre las estrategias de momentum y creación de valor.*

	Adquisiciones por <i>momentum</i>	Adquisiciones por creación de valor
La mira esta en:	Contribución al momentum de las utilidades o ingresos Tamaño Reportes financieros al mercado	Precio de adquisición de la empresa contra el valor intrínseco. Valor presente neto de la adquisición.
Supuestos implícitos	Resultados reportados es lo que importa. Los inversionistas están impulsados por la realidad contable. EPS es el rey.	Valor creado es lo que importa. Los inversionistas están impulsados por la realidad económica. El efectivo es el rey.
Enfoque	Estimación de la contribución de la empresa objetivo al momentum de las utilidades o ingresos. Evitar la dilusión.	Estimar el valor intrínseco de la empresa objetivo, para negociar un precio. Precio < Valor intrínseco
Resultado	Burbujas reventándose.	Creación de valor.

Fuente: Elaboración propia.

2.5 Diseño de la operación

Diseñar la operación es más que establecer un precio, el punto de inicio está en considerar como se alza la estructura de la operación. Una posibilidad está en que se alza derivado de fuerzas aleatorias, o por el capricho de los que toman las decisiones; este es el enfoque de “las cosas pasan” del diseño de la operación. El enfoque alternativo acerca de la estructuración es que puede ser visto como soluciones a problemas económicos existentes entre dos o más jugadores. La importante implicación de este último enfoque es que si uno puede percibir el problema, entonces puede entender la solución y diseñar los términos de la operación.

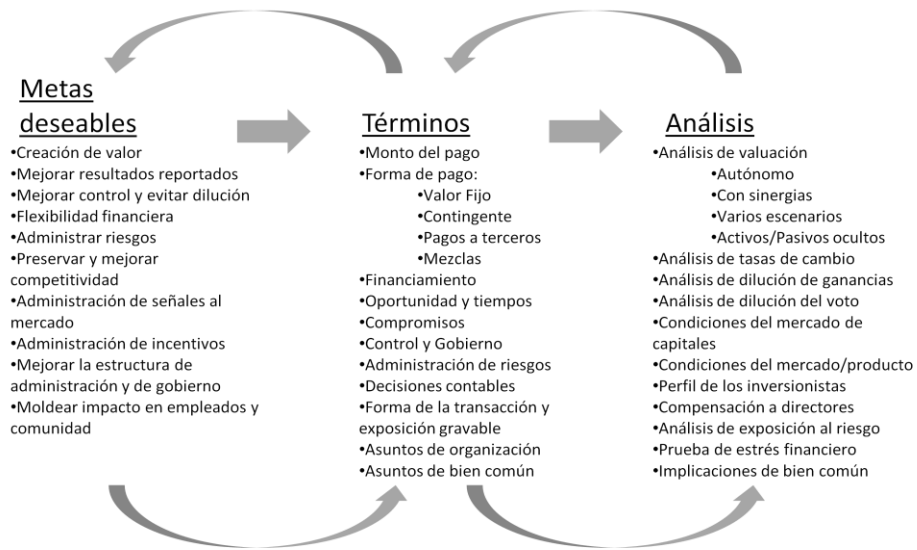
Estructurar la operación es como hacer una respuesta de ingeniería financiera a un problema: uno trata de optimizar uno o más objetivos clave que están sujetos a restricciones; y el diseño de los términos es el medio de lograr eso.

Ver los términos de la operación como soluciones a problemas económicos pone las bases para estudiar cuales son los impulsores de la operación.

2.5.1 La perspectiva de la operación como un todo

Los términos de la operación se relacionan unos con otros, en otras palabras es un sistema. El cuadro 2.12 muestra una lista de posibles metas deseables del *deal*, un menú de posibles términos y algunos modelos de análisis de esos términos.

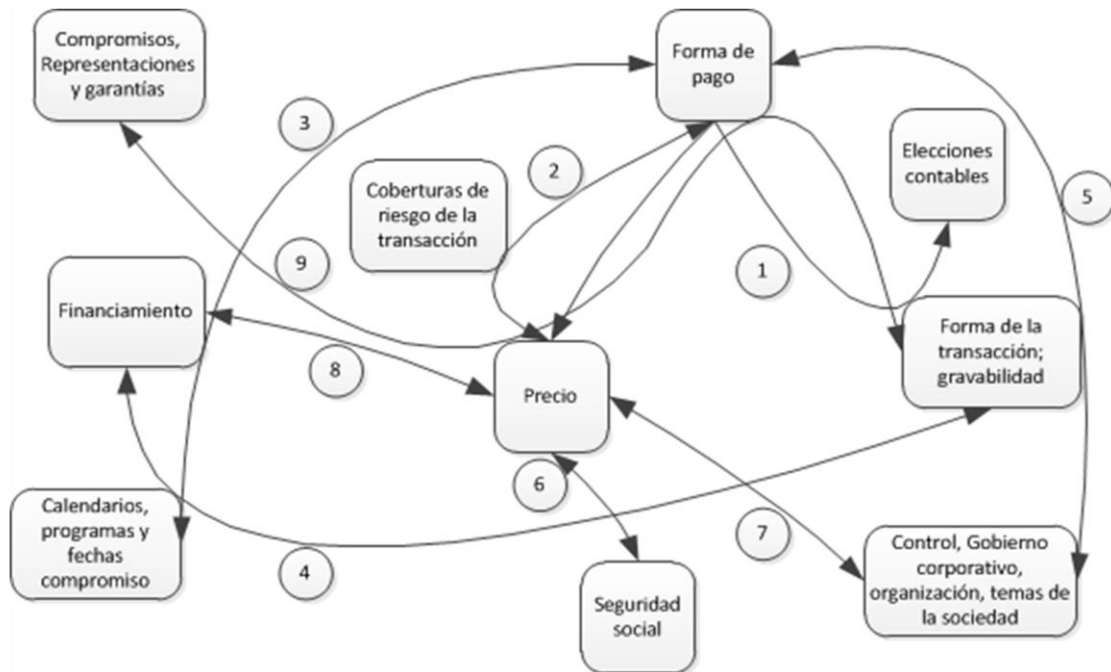
Cuadro 2.12 Marco general del diseño del deal



Fuente: Elaboración propia.

Como se mencionó antes, los términos del *deal* están ligados unos con otros a manera de sistema, y la naturaleza de este sistema es compleja como se muestra en el cuadro 2.13, y es como debe de abordarse: como un todo.

Cuadro 2.13 Algunos enlaces que hacen del deal de M&A un sistema



Fuente: Elaboración propia con información de Bruner (2004)

El cuadro 2.13 nos sugiere que cuando menos hay nueve maneras en las cuales los términos del *deal* interactúan:

- Precio, forma de pago, elecciones contables, forma de la transacción. Los pagos en efectivo dictan que el *deal* va a ser gravable, lo cual típicamente resulta en una mayor compensación para el vendedor por el pago inmediato de impuestos. El precio afecta el monto de los intangibles que deberán ser reconocidos en la hoja de balance del comprador.
- Precio, coberturas de riesgo de la transacción, forma de pago. El pago en efectivo no representa riesgo para el vendedor, el pago en acciones expone al vendedor a riesgo de transacción que puede ser cubierto por el uso de un *collar*⁶⁷.
- Forma de pago, financiamiento, oportunidad. Los pagos en efectivo suelen ser más rápidos de financiar y de hacer, esto es porque el efectivo puede obtenerse a través de créditos de banqueros. El pago en acciones requiere que las acciones se registren, y probablemente el voto de los accionistas para autorizar esas acciones, y dichos votos pueden tomar meses.
- Financiamiento, oportunidad y forma de la transacción. Las operaciones gravables en efectivo requieren de buscar financiamiento pero toman menos tiempo para cerrarse, mientras que las operaciones no gravables en acciones toman más tiempo.
- Forma de pago, control. El pago en efectivo o en acciones afecta el resultado final en el voto en la nueva empresa en varias formas, además de que afecta a los accionistas vendedores en su capacidad de diferir impuestos.
- Precio, seguro social. Los compromisos con la seguridad social son costosos y deberían ser incluidos en la valuación que hace el comprador de la empresa objetivo.
- Precio, temas sociales. Los temas de la sociedad pueden ser costosos de establecer o llevar a cabo y también pueden influenciar el precio. Como ya se ha visto anteriormente el control es valioso y también va a influenciar el precio que el comprador va a estar dispuesto a pagar, ordinariamente esto se refleja en un premio, mientras que una participación débil puede ser adquirida a descuento.
- Financiamiento, precio. El financiamiento influencia el precio a través del costo de capital.
- Compromisos, precio, forma de pago, forma de transacción. El compromiso de asumir los pasivos y/o representaciones o garantías es costoso para la empresa adquiriente y va a influenciar el precio y el monto y condiciones del financiamiento. Las formas de pago y transacción dictan la exposición a los pasivos conocidos y escondidos que tenga la empresa objetivo.

Esta lista se puede extender mucho mas, pero la reflexión principal que se debe sacar es que los términos de una transacción de fusión o adquisición no deben de establecerse como si fueran independientes uno de otro, ya que como se vio están ligados y deben ser moldeados para optimizar el conjunto de términos.

⁶⁷ Ver *Collar* en el Glosario.

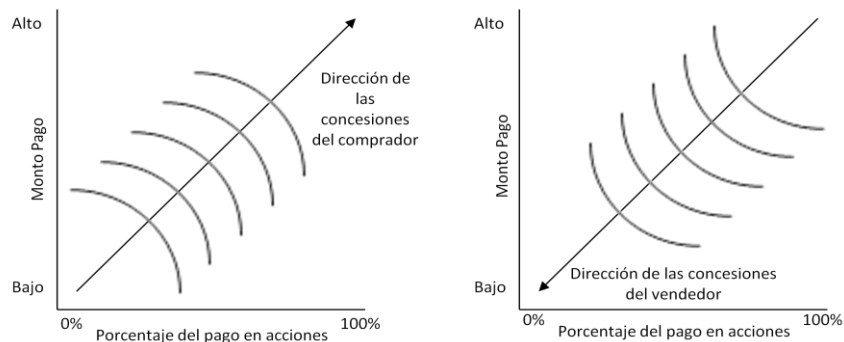
El mantener la perspectiva de la operación como un todo permite ver y entender los enlaces y como los cambios en una dimensión pueden viajar a través del sistema y afectar otras dimensiones.

2.5.2 Algunas implicaciones para el diseñador de la operación

Conceptualizar el *deal* como un problema de optimización de un sistema ofrece un número de importantes aspectos de comprensión al diseñador. Por ejemplo, consideremos un simple problema de diseño de *deal* donde el comprador y vendedor deben arreglarse en dos dimensiones: precio y forma de pago. En el tema de precio el vendedor quiere más y el comprador quiere menos y la forma de pago es una mezcla de efectivo y acciones (donde el porcentaje de acciones puede ir de 0% a 100%). En el tema de la forma de pago el vendedor quiere liquidez, pero quiere más diferir impuestos por lo que prefiere más acciones. El comprador por su parte prefiere no diluir el control y pagar en efectivo.

Ninguna de las dos partes está casada con una sola solución y ambos están dispuestos a hacer concesiones, es decir cada una tiene su propio espectro de *deals* atractivos como se muestra en el cuadro 2.14.

Cuadro 2.14 Espectro de *deals* atractivos

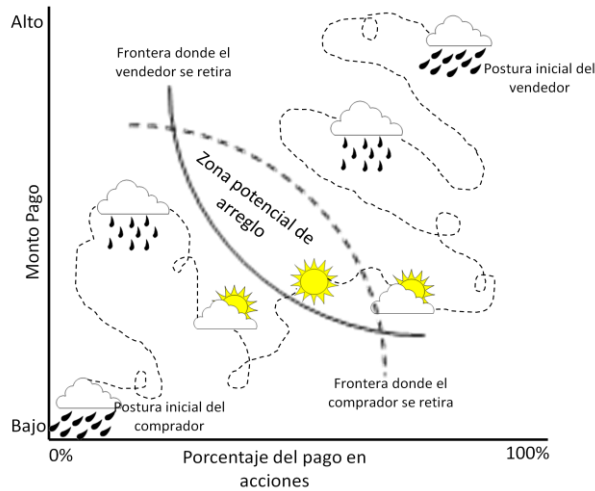


Fuente: Elaboración propia con información de Bruner (2004)

El comprador se siente mejor estableciendo posiciones con un monto bajo y menos acciones, y el vendedor por otro lado se siente mejor en donde reciba un monto alto y más acciones. La tarea es encontrar esa área común donde existan condiciones atractivas para los dos para un potencial arreglo.

En lo privado, tanto el comprador como el vendedor conocen su conjunto límite de términos más allá del cual se retirarían de la mesa de negociación. En el cuadro 2.15 se puede observar la zona potencial de arreglo, y es dentro de esa zona en la que las dos partes ganan, diseñando un *deal* mutuamente benéfico.

Cuadro 2.15 *El serpenteante camino hacia un arreglo*



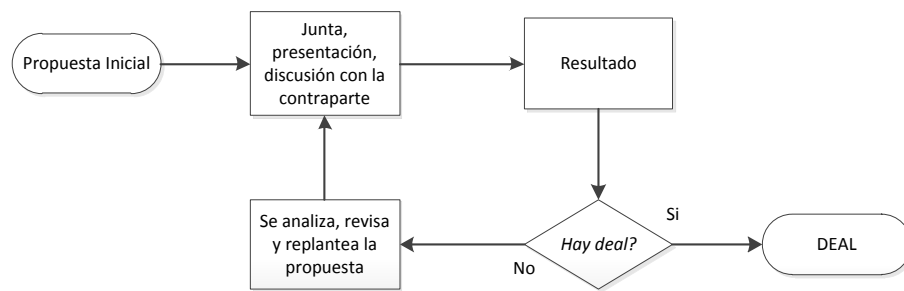
Fuente: Elaboración propia con información de Bruner (2004)

Visto desde la perspectiva del cuadro 2.15, el diseñador del *deal* enfrenta una serie de importantes implicaciones:

- No existe un diseño de *deal* único y óptimo. La zona potencial de arreglo abarca un conjunto de posibles buenos *deals*, lo cual son buenas noticias al dar al diseñador y a los negociadores más libertad.
- Las cesiones son impulsadas por las restricciones y por el predominio. El proceso de “optimización” es simplemente un asunto de comparar la deseabilidad de un conjunto de términos contra otro. La deseabilidad se mide en términos del valor asociado con cada atributo, y en términos económicos este valor está indicado por el precio sombra⁶⁸. La búsqueda de mejores *deals* está llena de restricciones, siendo éstas -cuando menos- las fronteras donde las partes se retiran de la negociación, de ahí que el *deal* más viable sea aquel cuyos términos se encuentran en un punto medio. Podemos entonces ver que el conocer los precios sombra, las restricciones y la dominancia -propias y de la otra parte- es un esfuerzo que debe ser realizado para el diseño del *deal*.
- El diseño del *deal* es un proceso de aprendizaje. El aprendizaje es incorporado al proceso de diseño del *deal* a través de la retroalimentación que se obtiene en el ciclo de retroalimentación (Cuadro 2.16), el cual es natural al diseño del *deal*. Aunque para que se dé este aprendizaje y a una tasa acelerada es esencial estar abierto a nuevas ideas.

⁶⁸ Ver Precio Sombra en Glosario.

Cuadro 2.16 *Ciclo de retroalimentación del diseño del deal*



Fuente: Elaboración propia.

El diseño del *deal* es una mezcla de psicología, juicio de negocio y destreza técnica, y mientras los principios contables, los impuestos y las leyes proveen el marco estructural de la transacción, la optimización del *deal* es fruto directo de la negociación.

2.6 Actividades de cierre

El *deal* diseñado contiene los detalles relevantes y necesarios para su consumación, y compromete a los directores de ambas compañías a entrar en acción para hacer que se dé el cierre.

El arreglo definitivo requiere el voto afirmativo por parte del Consejo de la empresa objetivo y puede requerir el voto del Consejo de la empresa adquiriente también. Si el voto de los accionistas es necesario, el Consejo puede únicamente recomendar la aprobación del *deal*. Usualmente a estas alturas las negociaciones se han anunciado al público y a los organismos reguladores. Cuándo hacer el anuncio y qué decir, son cuestiones que requieren de buen juicio y por lo tanto el anuncio es uno de los asuntos más delicados que enfrenta la administración en la realización del *deal*.

Lleva de 30 a 90 días preparar un prospecto de fusión con la ayuda de asesores legales y financieros y otro par de meses en la distribución del prospecto entre los accionistas para solicitar posteriormente su voto por lo que todo esto puede suceder hasta 6 meses después del anuncio público.

Parte del proceso de anunciar la información sobre el *deal* trae consigo el dar información a las autoridades antimonopolio como parte de obtener permiso para consumir la transacción. Las regulaciones antimonopolio varían de un lugar a otro pero en términos generales exigen que se revele y evalúe el grado de concentración industrial que resultará del *deal* y su impacto en la competitividad del sector.

Una vez que las aprobaciones se han dado tanto por parte de los Consejos, accionistas y reguladores, las dos partes documentan que se han cubierto todas las representaciones, garantías y convenios pactados en el acuerdo del *deal*, se realiza el pago y la propiedad es asumida por el adquiriente.

2.7 Integración post fusión

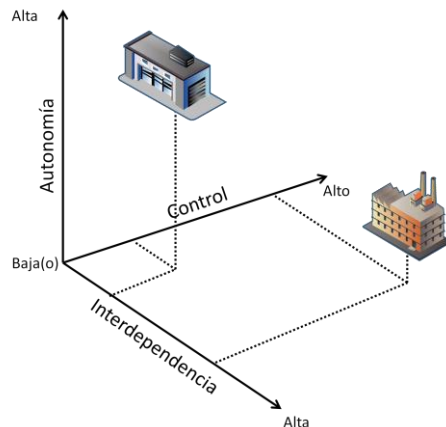
El diseño y los términos de la transacción han puesto el escenario para esta crucial parte del *deal*, que es donde las expectativas se cumplen o se rompen. Las fallas al considerar

los asuntos de integración desde la mesa de negociación y en la fase de análisis, harán que existan enormes problemas en esta última fase, mas importante aún es saber qué es lo que se tiene que hacer después de que se firma el contrato y se hace la transacción.

Existen ciertos puntos clave para el proceso de integración post fusión:

- La estrategia de integración debe fluir desde las razones de negocio que originaron el *deal*. Esta estrategia establece el gran plan para la integración basándose en el análisis de la necesidad de autonomía, interdependencia y control (ver cuadro 2.17) para el logro del objetivo del *deal*. Las decisiones que deben tomarse en esas áreas deben de ser tomadas de forma incluyente y no independiente, y la visión unificadora que corre a través de todas las decisiones estratégicas debe ser la visión de los beneficios que motivaron el *deal* para empezar (sinergias, ventajas competitivas, etc.).

Cuadro 2.17 Comparación de estrategias de integración en las dimensiones de autonomía, interdependencia y control



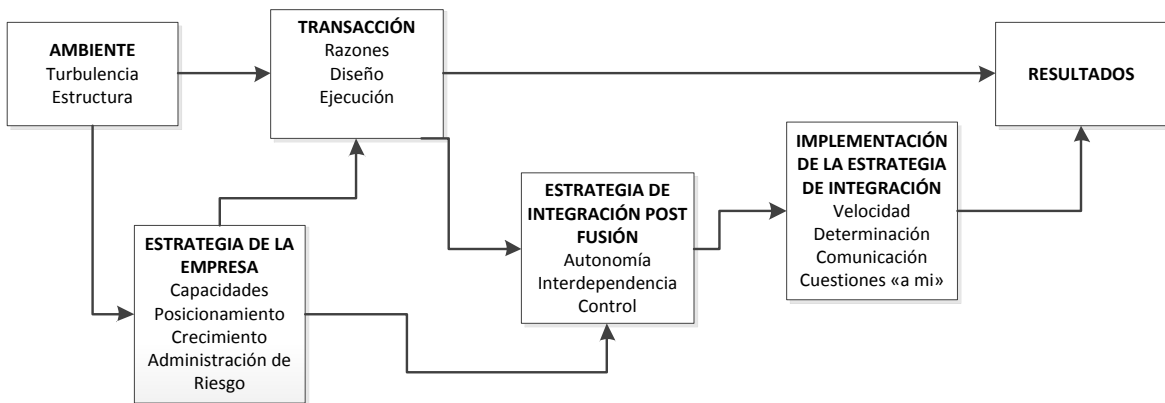
Fuente: Elaboración propia.

- En la integración, la determinación y la velocidad son los mejores aliados. Prácticamente todo aspecto en el ambiente de la integración post fusión suplica por una postergación, una planeación en extremo cuidadosa y detallada, pero tal postergación se convierte en una trampa. Postergar hace que la incertidumbre crezca entre los directores, empleados, clientes, proveedores e inversionistas. Esta incertidumbre paraliza el curso ordinario del negocio y la eventual implementación del plan de integración. El costo puede ser medido en términos de empleados y clientes que se van con la competencia, proveedores que incrementan sus precios, e inversionistas cuya paciencia se termina. En resumen hay que actuar rápido, la fusión se gana o se pierde en los primeros 90 días.
- No olvidar las cuestiones referentes "a mí" de los empleados. Las cuestiones capturadas en preguntas como: ¿tendré trabajo? ¿cambiarán mi paga y beneficios? ¿Me tendré que mudar? ¿Cómo va a ser trabajar para "ellos"? ¿Cómo va a cambiar mi puesto y nivel? Todas estas cuestiones son altamente distractoras y afectan la productividad, provocan deserción y los empleados más talentosos son los que usualmente se van primero. Postergar, provocando un retraso en la respuesta a esas preguntas será costoso en términos organizacionales.

- La integración es una transformación. La integración post fusión no es simple, y debe ser abordada como cualquier otra transformación corporativa mayor, basada en el entendimiento de la turbulencia de la nueva empresa, administrando la empresa como un sistema completo y con liderazgo a todos niveles de la organización. La planeación (anticipación) de la integración por lo tanto debe ser parte de todos los aspectos del desarrollo de la transacción.

En el cuadro 2.18 se puede apreciar de forma gráfica el rol de la integración post fusión, y el lugar que ocupa a lo largo del proceso de la transacción.

Cuadro 2.18 *Rol de la Integración Post Fusión en el logro de los objetivos de la M&A*



Fuente: Elaboración propia

Capítulo 3. Enterprise Risk Management

La necesidad de tomar buenas decisiones frente a la incertidumbre y las probabilidades de riesgo data desde el inicio de la existencia humana. La evolución ha favorecido a aquellos que han podido usar sus mentes y experiencias para reducir la incertidumbre en la obtención de agua, alimentos, calor y refugio. Actualmente los seres humanos cuentan con mayor capacidad de procesar experiencias y conocimientos en favor de un mejor manejo de la incertidumbre. De igual forma la administración de riesgos empresarial evoluciona de sus formas primitivas hacia estados de mayor eficiencia y efectividad. El *Enterprise Risk Management* es parte de esa evolución y encuentra ampliada su área de impacto e influencia a todos los confines de la empresa, a través del máximo vehículo de coordinación y liderazgo dentro de las organizaciones: el Gobierno Corporativo.

3.1 Gobierno Corporativo

Adam Smith en la riqueza de las naciones dice:

*“De los administradores, siéndolo del dinero de otros y no del suyo, no se puede esperar que lo cuiden con la misma ansiosa vigilancia que pondrían en el suyo. Negligencia y derroche siempre prevalecerán en mayor o menor medida en la administración de los asuntos de la compañía.”*⁶⁹

El problema (o teoría) de agencia⁷⁰ ha estado presente desde el advenimiento de las corporaciones, donde la separación entre la propiedad y la Dirección ha dado espacio a que intereses diferentes a los de los dueños y la corporación sean perseguidos – aun en detrimento de estos-.

Estas divergencias de intereses han provocado la generación, crecimiento y evolución de una amplia gama de regulaciones, políticas, entidades, sistemas y procesos que buscan regular la relación que existe entre los *stockholders* y la Dirección en lo particular, y la compañía y los *stakeholders* en lo general, es decir: el Gobierno Corporativo.

Es importante precisar que los elementos que conforman el Gobierno Corporativo no se presentan alineados alrededor de las empresas como una forma de geometría definida, fija y atemporal, sino más bien como una nube que para cada empresa tiene un tamaño, densidad y forma diferente, y sobre todo cambiante a lo largo del tiempo. Lo anterior se debe a que el Gobierno Corporativo se ve influenciado por una gran variedad de factores externos e internos que al final hacen que cada sistema sea único y en muchas formas irrepetible.

Por último, y antes de entrar de lleno en el tema, cabe aclarar que todo el tema de Gobierno Corporativo es tan amplio y profundo en disciplinas y enfoques que es prácticamente imposible abarcarlo –y mucho menos agotarlo- en este trabajo, por lo que el alcance se limita a contextualizarlo y delimitarlo en el marco de las fusiones y adquisiciones.

⁶⁹ Smith, Adam. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations P.196

⁷⁰ Ver Problema de agencia en Glosario.

3.1.1 Contexto del Gobierno Corporativo

Para entender el Gobierno Corporativo se debe entender su origen y las fuerzas que lo modelan. El origen del Gobierno Corporativo como ya se mencionó yace en la incertidumbre que existe en los dueños sobre el desempeño de los administradores en la vigilancia y el crecimiento del valor, por lo que existe una necesidad –natural y razonable– de monitorear y controlar la alineación de su comportamiento con los intereses de los dueños.

La forma más simple de ver la materialización del Gobierno Corporativo es a través de la figura del Consejo, que preside sobre la Dirección para precisamente buscar la alineación de ésta con los intereses de los dueños. La complicación que existe con esta entidad que en sí misma representa el Gobierno Corporativo, es que está influenciada por diferentes fuerzas.

Como se vio anteriormente durante la primera y segunda oleadas de fusiones y adquisiciones, muchos bancos ejercían presión para hacer estas operaciones y vetaban aquellas que no les favorecían, evidenciando la enorme influencia que tenían los bancos en la Dirección de las empresas. En contraste en la cuarta oleada los bancos de inversión perseguían las fusiones y adquisiciones no por su participación financiera en las empresas, sino por las comisiones que ganaban en las estructuraciones de las operaciones, ya que en su mayoría eran financiadas con *junk bonds*. Esto deja ver que el origen del financiamiento es en sí una influencia en la forma en que las empresas toman sus decisiones y por lo tanto en la forma de ejercer su Gobierno Corporativo.

Esto es simple de ver ya que en los mercados donde el financiamiento fluye de forma preponderante de los bancos y no de los mercados de valores (capital y deuda), los bancos suelen tener gran influencia en la Dirección y en los Consejos (ya sea de manera formal por medio de poderes o de manera informal simplemente presionando con cerrar las puertas del financiamiento). Y por el contrario, en los mercados donde el financiamiento fluye principalmente desde los mercados de valores esa influencia se diluye entre todos los participantes del mercado, es decir los accionistas y en menor medida los tenedores de títulos de deuda.

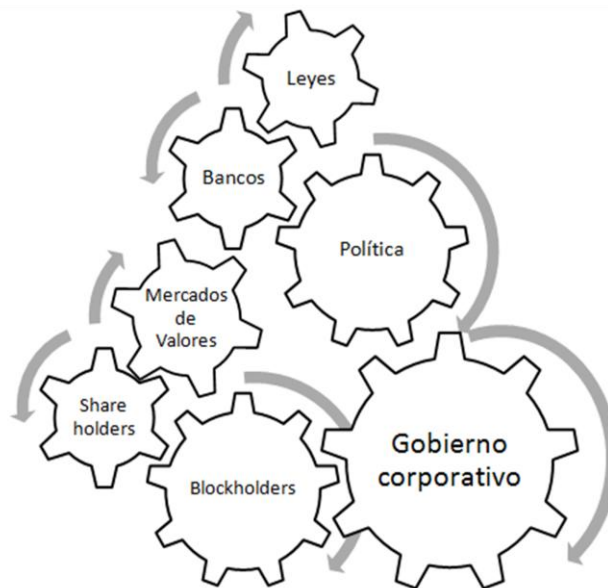
Ahora bien, en los países donde los sistemas legales tienden a proteger mejor a los accionistas, estos tienden a estar más dispuestos a invertir y por lo tanto las empresas encuentran mejores oportunidades de financiarse de los mercados de valores, y al no depender preponderantemente de los bancos para financiarse, sus Consejos encuentran menos presiones por parte de éstos. Otro efecto que se puede observar, es que en los países con sistemas legales cuyas defensas son débiles para los accionistas, suelen presentarse concentraciones altas de acciones en manos de unos cuantos, esto como medida compensatoria de la debilidad legal, ya que con ello estos *blockholders*⁷¹ adquieren mayor poder ante los Consejos y la Dirección de la empresa sin depender forzosamente del apoyo de la ley.

⁷¹ Ver *blockholders* en Glosario.

Los *blockholders* difieren de los *stockholders* en el sentido de que los primeros no solo tienen el incentivo de monitorear a la Dirección, sino que también tiene el poder para hacerlo. En este caso surge otra fuerza que modela el Gobierno Corporativo, dado que la propiedad corporativa esta tan concentrada, los *blockholders* suelen tener más poder e información que los *stockholders*, por lo que el Gobierno Corporativo se sesga en favor de los intereses de los *blockholders*.

Otro elemento que tiene influencia en el Gobierno Corporativo es la política, ya que los partidos políticos siempre buscan el apoyo de grandes grupos homogéneos de la población, y uno de los grupos más buscados son los empleados. Para países cuya política ponga mayor énfasis en la protección de los empleados, la protección del accionista será menor, por lo que los accionistas tenderán a buscar vía el Gobierno Corporativo la forma de compensar esa debilidad en la protección que reciben.

Cuadro 3.1 Complejidad de las fuerzas que influncian el GC



Fuente: Elaboración propia.

Los anteriores son solo algunos ejemplos de las fuerzas que pueden influnciar el Gobierno Corporativo (ver Cuadro 3.1), y debido a la naturaleza de estas fuerzas y de las circunstancias particulares de cada empresa, es que el Gobierno Corporativo es tan diferente de una entidad a otra y con respecto a sí mismo a lo largo del tiempo.

3.1.2 Modelos genéricos de Gobierno Corporativo

En las economías de mayores ingresos per cápita ha surgido el consenso –más bien implícito- de que la Dirección debe de actuar preponderantemente en favor de los intereses de los accionistas. Con la implicación de que la Dirección debe satisfacer los intereses de clientes, acreedores, empleados, proveedores e inclusive la comunidad en la medida en que aumente a largo plazo el valor y el patrimonio de la empresa.

Este modelo centrado en el accionista se basa en los siguientes puntos:

- La Dirección tiene la obligación de administrar la empresa de manera que maximice el valor para los accionistas.
- Los acreedores, empleados, clientes y proveedores tienen sus intereses protegidos por medios contractuales, en lugar de tener injerencia directa en el Gobierno Corporativo de la empresa.
- Los *stockholders* deben ser protegidos de las decisiones que los *blockholders* puedan tomar para obtener beneficios privados.

La primacía del modelo centrado en la maximización del valor para los accionistas ha prevalecido, en parte por los fracasos de los modelos alternativos, por la competencia cada vez mayor dada la globalización, y por el surgimiento de los accionistas como “clase social”.

Los modelos alternativos al centrado en los accionistas son el gerencial (que evolucionó en Estados Unidos en las décadas de los cincuenta y sesenta), el basado en la cogestión y centrado en los trabajadores (que alcanzó su apogeo en Alemania) y el que gira en torno al Estado (que imperó en Francia y regiones de Asia).

- El modelo gerencial. El modelo de orientación gerencial, que aboga por la concesión de amplios poderes a la Dirección, encuentra sus raíces intelectuales en Merrick Dodd Jr.⁷² en 1932. De acuerdo con este modelo, los directores actúan como tecnócratas desinteresados que guían la empresa hacia el bien común. Este modelo se fue desprestigiando con el colapso de los conglomerados en Estados Unidos en las décadas de los setenta y ochenta⁷³. Hoy se acepta —en diferentes grados— que, cuando a los directores se les confieren amplios poderes discrecionales sobre los activos empresariales, terminan beneficiándose en detrimento de los dueños.
- El modelo de cogestión. Este modelo de orientación laboral promueve la participación de los trabajadores en las juntas directivas de las empresas. El modelo de cogestión —extendido sobre todo en las grandes empresas de Alemania— ha perdido gradualmente relevancia y apoyo. Las razones de este decaimiento radican en que la participación de los trabajadores suele conducir a decisiones deficientes, parálisis y Consejos directivos débiles. La raíz del problema parece estar en el gobierno de la empresa. La fuerza laboral suele tener intereses demasiado heterogéneos para formar un gobierno eficiente y los problemas se magnifican cuando los empleados deben compartir decisiones de gobierno con los inversionistas. Hoy ni siquiera en Alemania se argumenta a favor de la cogestión.
- El modelo del estado corporativista. De acuerdo con este modelo, la intervención del gobierno debe darse para asegurar que las empresas privadas sirvan al interés público. Los tecnócratas gubernamentales —con su intervención en las decisiones empresariales— remediarían las fallas del mercado. Este modelo, aunque tuvo una amplia aceptación en Francia, Japón y algunas economías asiáticas, ha perdido vigencia como consecuencia del desprestigio del socialismo, el éxito del *thatcherismo*⁷⁴ en Inglaterra, las privatizaciones de Mitterrand en Francia, el

⁷² Edwin Merrick Dodd Jr. fue profesor de leyes de la *Washington and Lee University* en Virginia.

⁷³ Ver en capítulo 1 Tercera y Cuarta oleadas.

⁷⁴ Alusivo a *Margaret Thatcher*, ver en capítulo 1 punto 1.4.7 Las fusiones y adquisiciones en México.

colapso del comunismo, el deficiente desempeño de Japón desde finales de los ochenta y la crisis asiática. Hoy pocos argumentan a favor de conferir poder al Estado en las decisiones de las empresas. Recientemente, algunos promueven el modelo de *stakeholders*. Sin embargo –de forma argumentable desde luego-, en el fondo este modelo puede ser una mezcla del modelo laborista y el corporativista.

Un factor que ha contribuido a la primacía del modelo centrado en la maximización del valor para los accionistas es el surgimiento de los accionistas como una “clase social”. El tradicional conflicto entre trabajo y capital se está superando poco a poco como consecuencia de la democratización del capital de las grandes corporaciones multinacionales. La canalización de los ahorros de los trabajadores hacia la compra de acciones mediante los fondos de pensiones y la pujante industria de los fondos de inversión, ha generado un impulso a favor de los intereses de los accionistas. Adicionalmente, se aprecia una creciente influencia de los accionistas en virtud de que los fondos de pensiones y los fondos de inversión sirven de “representantes” de los accionistas minoritarios y que están dispersos.

3.1.3 Elementos básicos del Gobierno Corporativo

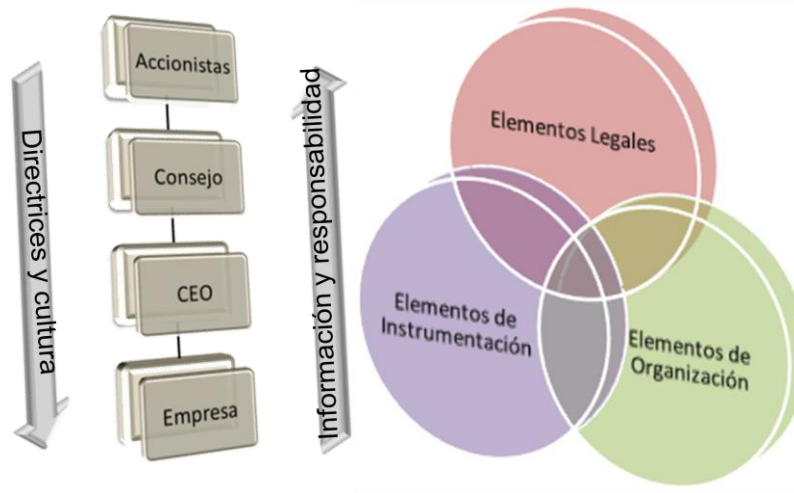
El Gobierno Corporativo es un sistema enormemente complejo con elementos internos y externos que abarcan horizontes y disciplinas muy variadas, que incluye un conjunto de procesos y procedimientos internos, estructuras, leyes y guías informales que gobiernan la forma como la Dirección de la corporación toma sus decisiones y que brindan –o deberían de brindar en mayor o menor medida- una manera de fincar responsabilidades por dichas decisiones. El principal reto entonces del Gobierno Corporativo es crear un sistema que mantenga a los tomadores de decisiones en una posición de rendición de cuentas al mismo tiempo que respeta su autoridad en la corporación.

Como ya se mencionó previamente, en el presente documento el Gobierno Corporativo se referirá solo dentro del marco de las fusiones y adquisiciones, para tal fin se enmarcan en tres categorías –de índole pedagógico- los elementos que componen a dicho gobierno:

- Elementos Legales. Leyes internacionales, federales y locales aplicables, poderes, actas constitutivas, contratos, entre otros.
- Elementos de Organización. Materializados básicamente por el Consejo y los comités.
- Elementos de Instrumentación. La cultura, las políticas, procedimientos, auditorías (internas y externas) y criterios de evaluación, metodologías de diversa índole, sistemas de información, prácticas de remuneración de la Dirección, códigos de ética y conducta, por mencionar algunos.

En el cuadro 3.2 podemos ver la estructura básica de gobierno y sus elementos.

Cuadro 3.2 Estructura y elementos básicos del gobierno corporativo



Fuente: Elaboración propia.

Como se puede ver, en su forma más simple el Gobierno Corporativo es una cadena de mando, y esa cadena de accionistas, Consejo, directores sugiere otro importante atributo del Gobierno Corporativo: es inherentemente político y se refleja en la acumulación y ejercicio del poder de tomar decisiones. Por lo anterior es que el gobierno debe relacionarse de forma consistente con sus elementos de instrumentación y sobre todo tener principios.

Existen muchas entidades que a lo largo de los años han publicado principios y guías para los Consejos y CEO's. Algunas de ellas son: *American Law Institute*, *Business Roundtable*⁷⁵, el *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO)*⁷⁶, el Reino Unido en su Código Combinado de Gobierno Corporativo, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)⁷⁷, entre otros.

Básicamente todos coinciden en:

- Promover la transparencia y eficiencia de los mercados.
- Proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas, la proveeduría de información a los mismos, su participación en la elección de los miembros del Consejo y la oportunidad de cuestionarlo.
- Asegurar un tratamiento equitativo a todos los accionistas, incluyendo a los minoritarios y extranjeros.
- Respetar los derechos de los *stakeholders*.

⁷⁵ *Business Roundtable* es una asociación en Estados Unidos de CEO's que promueve la cooperación entre los mismos para la solución y tratamientos de temáticas que afectan a la economía en lo general, y presentar al gobierno y al público en general sus ideas y propuestas.

⁷⁶ COSO es una iniciativa conjunta de cinco organizaciones de sector privado y se dedica a proveer ideas de liderazgo dentro del marco de la administración de riesgos, control interno y medidas para evitar fraudes.

⁷⁷ OCDE es una organización de cooperación internacional cuyo objetivo es coordinar políticas económicas y sociales.

- Revelar la información relevante en forma oportuna y precisa.
- Asegurar que el Consejo cumple con sus funciones clave, incluyendo la guía de la estrategia corporativa, el monitoreo de los resultados y prácticas de la empresa, seleccionar y establecer los sistemas de compensación de los ejecutivos clave, revisiones independientes de sistemas y procesos contables y de control, guía y monitoreo de los marcos de tolerancia de riesgo, supervisar declaraciones y comunicación.

Dado lo ocurrido en Adelphia, Enron, WorldCom, entre otras empresas; el simplemente contar con principios parece no ser suficiente para proteger a las corporaciones de sí mismas, es útil –necesario y hasta imperativo- contar con elementos de instrumentación adicionales como los comentados anteriormente.

El Gobierno Corporativo es el instrumento de control de riesgos más importante que se puede tener, pero si este no está trabajando, el riesgo se va al máximo nivel y eso siempre significará problemas para la empresa y sus *stakeholders*. De ahí la necesidad de incorporar el Enterprise Risk Management al Gobierno Corporativo.

3.2 Enterprise Risk Management (ERM)

El Enterprise Risk Management es un tema que ha pasado debajo del radar de la mayoría de los *CEO's* por muchos años. En las instituciones financieras donde los reguladores exigen procesos de administración de riesgos, la mayoría de los *CEO's* lo han visto como un proceso de *compliance*, auditoría y de controles internos. No han visto la administración de riesgos ni como un proceso estratégico ni como algo que demande mucho de su tiempo y atención. Como consecuencia la mayoría de los negocios tienen una habilidad muy limitada para evaluar su riesgo en este entorno tan complejo, global y cambiante. El ámbito de las fusiones y adquisiciones no escapa a esta carencia y a ello se debe en gran medida un alto porcentaje de fracasos en la creación de valor derivado de estas transacciones.

3.2.1 Definición de Enterprise Risk Management

El Enterprise Risk Management puede ser visto como una evolución natural del proceso de administración de riesgos. El *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO) define el *ERM* como:

“Un proceso, llevado a cabo por el Consejo, la Dirección y demás personal de una entidad, aplicado en el establecimiento de la estrategia y a lo largo de la empresa, diseñado para identificar eventos potenciales que pueden afectar a la entidad y administrar el riesgo para mantenerlo dentro del apetito de riesgo de la compañía para tener una razonable certeza del logro de los objetivos.”

Esta definición es intencionalmente amplia y trata de todos los riesgos y oportunidades que pueden afectar la creación de valor o la preservación de la entidad. En el pasado, muchas organizaciones ponían sus riesgos en “silos” representados por ejemplo por el gerente de seguros, el área de crédito, el área de compras, tesorería, entre otros, pero cada una con un enfoque muy estrecho y como actividades fragmentadas. Bajo el *ERM*

todas las áreas de riesgo deben interactuar como partes de un sistema integrado, estratégico y que abarque toda la empresa en todos sus niveles.

La principal diferencia entre los enfoques de administración de riesgos y *ERM* es que mientras la administración de riesgos es ejecutada y coordinada entre algunos empleados con un supervisor senior, en el *ERM* los empleados de todos los niveles de la organización junto con el Consejo, son involucrados y estimulados a ver la administración de riesgos como una parte integral y constante de sus trabajos.

3.2.2 *ERM* y su rol en la estrategia

Uno de los mayores retos para asegurar que la administración de riesgos está añadiendo valor es incorporar el *ERM* en el negocio y la planeación estratégica de la empresa. Los “silos” que separan las funciones de administración de riesgos en las organizaciones también crean barreras que separan el *ERM* de la planeación estratégica. En muchos casos, las actividades de administración de riesgos no están ligadas ni integradas con la planeación estratégica, por lo que muchos riesgos pueden ser pasados por alto creando puntos ciegos en la ejecución de la estrategia y en la misma administración de riesgos que pueden ser catastróficos.

Tal es la importancia de esto, que agencias calificadoras como Standard & Poor's, Moody's y Fitch, ahora examinan las prácticas de *ERM* de las instituciones que califican, como parte de su proceso de análisis de calificación crediticia⁷⁸. Tienen un enfoque particular en entender cuál es la cultura y el conjunto de procesos de administración de riesgo estratégico implantados.

El logro a alcanzar con el *ERM* es incrementar la probabilidad de que la organización alcance sus objetivos mediante la administración de los riesgos; manteniéndolos dentro del apetito de riesgo de los accionistas, lo cual hecho de forma correcta no solo ofrece protección sino creación de valor para el accionista. Una utilización exitosa del *ERM* en la planeación estratégica busca la maximización del valor al establecer las metas y objetivos mediante el balance en la decisión de los objetivos de desempeño y los riesgos relacionados.

Conforme la Dirección evalúa diferentes estrategias (entre ellas las fusiones y adquisiciones) diseñadas para alcanzar objetivos de desempeño, incluye los riesgos relacionados con el beneficio directo de cada alternativa pero también la afectación cruzada que traen esos nuevos riesgos con otros objetivos de desempeño que ya están siendo alcanzados o perseguidos, en resumen: la afectación total al portafolio de negocio de la empresa. Es decir el *ERM* crea la habilidad de revelar qué área de la empresa está siendo demasiado arriesgada o no está respondiendo de forma consistente respecto a los riesgos que la empresa está dispuesta a tomar.

Para que el *ERM* pueda funcionar es necesario crear una mentalidad y cultura estratégicas del riesgo. Esto es, enfocarse en examinar que tan bien la estrategia de un

⁷⁸ Un ejemplo se puede ver en el documento de mayo de 2008 Enterprise Risk Management: Standard & Poor's to apply Enterprise Risk Analysis to corporate ratings. Disponible en el sitio de S&P.

negocio se va a desempeñar bajo diferentes escenarios y eventos, el fomentar y apoyar el pensamiento de escenarios donde la estrategia puede tener tan mal desempeño que pudiera resultar en pérdidas significativas, destrucción del valor para el accionista o una reputación corporativa dañada.⁷⁹

3.2.2.1 Marco conceptual de ERM

El primer paso para una administración de riesgos estratégica es encontrar una forma para evaluar sistemáticamente el riesgo estratégico de negocio de la empresa. Y eso tiene que empezar con el Consejo y la Dirección asegurándose de entender las estrategias clave de la empresa que contribuyen a la preservación y creación del valor para el accionista. Un amplio entendimiento de los impulsores del valor para los accionistas es necesario por parte del Consejo y la Dirección para poder entender y considerar los riesgos que rodeen esos impulsores.

Antes de que la Dirección pueda de forma efectiva administrar riesgos que pudieran ser identificados mediante análisis de escenarios, necesitan definir la meta fundamental de administrar el riesgo. Los apetitos por el riesgo varían entre industrias y empresas y sin el entendimiento de los apetitos de los *stakeholders*, ni la Dirección ni el Consejo van saber que riesgos estratégicos deben ser administrados y cuales simplemente aceptar.

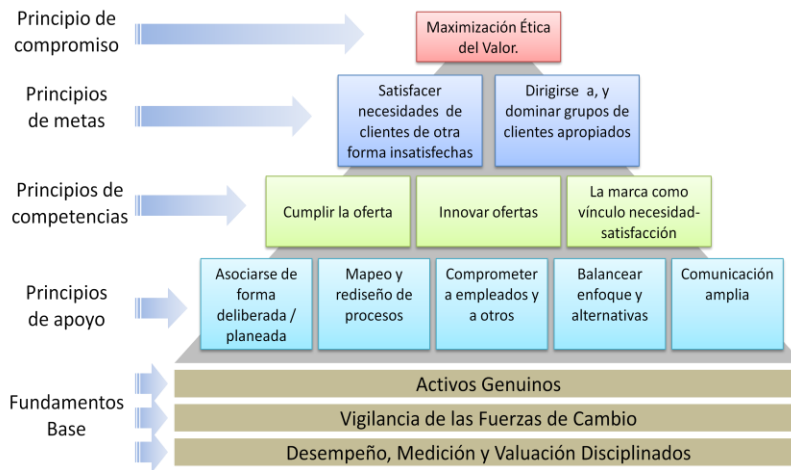
Un ejemplo de marco conceptual para el ERM es el *Return Driven Strategy Framework*⁸⁰ que describe la jerarquía de las actividades estratégicas de las empresas con mejor desempeño en términos de impacto financiero y valor para el accionista.

El *Return Driven Strategy Framework* se compone de 11 principios centrales y 3 fundamentos base que juntos fundan una jerarquía de actividades interrelacionadas, tal como se puede ver en el cuadro 3.3.

⁷⁹ La compañía H.J Heinz ha centrado su función de ERM en apoyar un objetivo fundamental de proteger la reputación de Heinz. De hecho, su programa se conoce como ER²M (Enterprise Reputation and Risk Management) y ayuda a lograr dos objetivos elementales relacionados con la reputación: 1) hacer las cosas comunes de una manera singularmente bien y 2) ayudar a Heinz a convertirse en la empresa de comida empaquetada más confiable. Para ayudar a la dirección a ver la importancia del pensamiento en términos de riesgo y reputación, Heinz define riesgo como “cualquier cosa que pueda evitar que la empresa cumpla sus objetivos”. Ellos reconocen que cualquier evento que impacta en su reputación impactará de manera directa en su capacidad de cumplir sus objetivos.

⁸⁰ Desarrollado por Mark Frigo, Director del Centro para la Estrategia, Ejecución y Valuación en la Escuela de Negocios de Kellstadt en la Universidad DePaul. Basado en el estudio de 20,000 empresas en más de una década de observaciones.

Cuadro 3.3 *Return Driven Strategy Framework*



Fuente: Frigo y Litman (2007)

3.2.2.1.1 Principio de Compromiso

Este primer principio del *Return Driven Strategy Framework* que está en la cúspide de la pirámide, consiste en la maximización ética del valor, y aunque el enfoque de este principio puede parecer acotado al aspecto financiero, en realidad es muy amplio e incluyente.

Se puede decir que las economías libres son democracias económicas, ya que los constituyentes de las mismas votan por sus empresas favoritas todos los días a través de los flujos de recursos, es decir hay una elección libre y por lo tanto un voto económico.

Los clientes expresan su agrado por una empresa de forma económica, al comprar un producto o servicio están votando por la permanencia de la compañía, y están llevando los ingresos de la misma hacia arriba porque ven sus necesidades satisfechas. Y es más, están dispuestos a pagar precios relativamente altos cuando se les provee de ofertas que nadie más puede igualar; por eso las empresas que son capaces de satisfacer necesidades de los clientes de formas tan únicas reciben altos flujos de efectivo.

Los empleados votan a través de su tiempo, recompensan con su esfuerzo a las empresas que les ofrecen lo que ellos necesitan, más allá de su sueldo y su compensación anual, como oportunidades, aprendizaje, dignidad, respeto y crecimiento.

Los inversionistas votan con sus inversiones en aquellas empresas cuyos directores procesan las entradas de dinero, esfuerzos y demás recursos, y los transforman en ofertas de alta satisfacción para los clientes. Los inversionistas son los jueces de este proceso y recompensan con su voto económico cuando ven altos niveles de éxito con los clientes.

Los directores que logran la creación de valor, lo hacen mediante la satisfacción de los clientes, los empleados y los inversionistas, es decir de todos los constituyentes de esa democracia económica, no solo de uno.

Las empresas que realizan conductas no éticas terminan perdiendo dinero porque los miembros de esa democracia económica eventualmente se rehúsan a hacer negocios o inclusive demandan a la compañía. No importa que grandiosos sean los activos, las tecnologías, el desempeño histórico o los recursos, las pérdidas serán proporcionales si la empresa hace las cosas ignorando o violando los valores de las comunidades en las que operan. Empresas como Adelphia, Tyco, Parmalat, WorldCom, Enron, entre otras, han defraudado a uno o varios de sus constituyentes y han encontrado que al final el castigo es de severas y amplias implicaciones económicas.

Un punto muy importante por aclarar es que la ética no la define la empresa, el hecho de que los equipos de Dirección de una industria digan que su actividad es correcta no significa que así sea, sin importar cuantas empresas estén de acuerdo con esa concepción. En el largo plazo, los clientes, inversionistas, proveedores y empleados encontrarán la forma de responder contra ese comportamiento que para ellos –como comunidad social- no es ético.

El valor es creado al poner a la empresa en una posición en la que facilita la satisfacción de los inversionistas, clientes, empleados, proveedores y demás asociados, al tiempo que se da el intercambio de tiempo, dinero y esfuerzo. El éxito o fracaso de la compañía está sujeto a que el equipo de Dirección permita que se dé un flujo exitoso entre todos los agentes.

En el largo plazo, solo se puede maximizar el valor para los accionistas si la sociedad lo está maximizando también, es decir creando un esquema de ganar-ganar para todos los involucrados, y si al final la empresa está creando valor a su máximo potencial, es mero reflejo de su impacto positivo en el mundo.

3.2.2.1.2 Principios de metas

Los principios de metas en el *Return Driven Strategy Framework* son: satisfacer necesidades de clientes de otra forma insatisfechas y dirigirse a, y dominar grupos de clientes apropiados.

El camino a la creación de valor es a través del cliente y la cobertura de sus necesidades insatisfechas, esa es la receta para lograr altos retornos sobre la inversión, y los negocios de alto desempeño financiero tienen una oferta que los clientes creen única y no disponible en otro lugar.

La satisfacción del cliente o las calificaciones de calidad no necesariamente se traducen en un desempeño financiero superior. Desafortunadamente el mundo está lleno de empresas con mediocres desempeños a pesar de proveer los “mejores” productos. El verdadero poder de precio, el que lleva a mayores rendimientos, yace no en el producto con la mayor calidad sino en ofertas altamente necesitadas y sin sustitutos.

El término calidad significa diferentes cosas para diferentes personas, una persona escoge un producto o servicio sobre otro debido a un conjunto de atributos que residen en la mente del cliente, y que pueden ser totalmente diferentes a los que se puede creer en

primer lugar. Las compañías de alto desempeño financiero entienden las razones psicológicas que yacen detrás de las compras de los clientes.

Las empresas dirigidas al rendimiento y la creación de valor, se enfocan en grupos de clientes que apoyarán las metas conforme se han definido. Si los inversionistas definen que desean un flujo estable de ingresos-rendimientos, entonces la compañía debe enfocarse en grupos de clientes con necesidades consistentes, mientras que oportunidades de alto desempeño pueden requerir dirigirse a grupos de clientes de alto crecimiento pero donde los retornos pueden ser más volátiles e inciertos.

Dicho en breve, el logro de altas tasas de retorno depende de ser el proveedor dominante de ofertas “únicas” a los grupos apropiados de clientes.

3.2.2.1.3 Principios de competencias

Tres competencias conforman la fuerza que yace detrás de la creación de las ofertas correctas para los clientes correctos. Cada una en lo individual no es suficiente, deben ser combinadas y balanceadas conforme los grupos de clientes y las necesidades lo van requiriendo. Un negocio no debería de escoger una competencia en particular para especializarse en ella, sino ir las ajustando de forma conjunta en conformidad a los requerimientos de los principios superiores.

Las empresas de alto desempeño cumplen su oferta conforme a lo planeado, lo prometido y lo esperado. Esto no significa una ejecución perfecta todo el tiempo, más bien el entendimiento de las expectativas que los clientes tienen acerca de la satisfacción de sus necesidades, y poder cumplir con esos requerimientos.

En algunas industrias como el comercio al detalle, los clientes pueden estar satisfechos con productos que tengan el precio mal asignado una de cada cien veces, siempre y cuando reciban en general los precios más bajos, pero en otras industrias, como la de los frenos para automóviles, motores para avión o marcapasos, una falla cada cien es simplemente inaceptable.

Las necesidades de los clientes cambian a lo largo del tiempo así como los métodos para satisfacerlas, y cuando estas necesidades cambian de forma rápida, las ofertas de los negocios pueden quedar obsoletas muy pronto. Por esta razón la innovación rápida es necesaria para seguirle el paso a la evolución de las necesidades, proteger los mercados actuales y expandirse a nuevos.

Las empresas exitosas hacen que su marca sea un puente entre el conocimiento que los clientes tienen de la oferta y su conocimiento consciente de las propias necesidades insatisfechas. Cuando esta administración de marca se hace en una forma emocionalmente persuasiva, las transacciones con los clientes se pueden llevar a cabo a niveles de precios mucho más rentables.

Estas tres competencias son necesarias para proveer de altos retornos a cualquier empresa en cualquier industria y su balance correcto debe depender de los principios superiores.

3.2.2.1.4 Principios de apoyo

Las empresas de alto desempeño muestran cinco tipos de actividades que incrementan su capacidad de cumplir con los principios más altos, y aunque las mismas actividades pueden encontrarse en las empresas con desempeños pobres, la diferencia radica en su grado de alineación con los principios superiores.

El asociarse de forma deliberada, identifica la importancia de la planeación disciplinada de las relaciones de negocios, con el objeto de que lleven a la organización a una mayor y más efectiva innovación y cumplimiento de la oferta, y poder hacer de la marca un vínculo entre la necesidad y la satisfacción.

La elección deliberada de la mejor forma de asociarse se basa en primer lugar, en la habilidad de fortalecer las actividades diseñadas para cumplir con los principios superiores, y en segundo lugar la necesidad de exclusividad en la relación, dada la importancia de la potencial singularidad de la oferta, en otras palabras los activos genuinos del socio.

Cuando las empresas fallan en construir las relaciones y asociaciones correctas, se dificultan a sí mismas el cumplimiento de los principios de competencias. Algunas compañías luchan por hacer todo ellas mismas e integran demasiadas partes al negocio, mientras que otras se asocian por razones equivocadas o en áreas innecesarias.

Al final, la motivación principal detrás de cada asociación debe ser la promesa de más innovación, mayor eficiencia en el cumplimiento de la oferta y mejor construcción de la marca. El beneficio de esta asociación debe significar mayores retornos a todos los constituyentes (clientes, inversionistas y empleados) y un mayor beneficio social al no desperdiciarse recursos en actividades no necesarias.

El siguiente principio es el mapeo y rediseño de los procesos, y la clave para ello es entender su propósito y su impacto en el logro de los principios superiores. El ejercicio en sí, tiene muchos beneficios y el mayor de ellos es comprender el porqué de los procesos, ya que muchas veces la tradición y la inercia son los criterios usados en su diseño e implantación, sin embargo deben ser vistos en relación con los principios superiores que deben ayudar a cumplir.

En cuanto a comprometer a empleados y a otros, las empresas de alto desempeño tratan a sus empleados como clientes, los segmentan y buscan los tipos adecuados, entendiendo exactamente qué servicios desean recibir de ellos y diseñando sistemas de incentivos que satisfagan sus necesidades a lo largo de su ciclo de vida, para recibir precisamente dichos servicios. La palabra “otros” se refiere a aquellos individuos que no son empleados, pero que resultan críticos para el éxito, como pueden ser proveedores, contratistas independientes, distribuidores y demás participantes de los procesos.

En relación al principio de balance, las empresas que a través del tiempo logran balancear su enfoque y las alternativas de negocio que se les presentan, obtienen la flexibilidad necesaria para planear y ejecutar estrategias conforme el entorno y los mercados evolucionan. El colapso de las sociedades totalitarias del feudalismo hasta las naciones

supuestamente comunistas del siglo XX, se dio en parte por su incapacidad de ser flexibles respecto a la evolución económica y su asignación de recursos, mientras que los sistemas de libre mercado evolucionan de forma más orgánica, utilizando la flexibilidad de su estructura para generar riqueza y seguir creciendo. De igual forma, las empresas deben lograr un balance entre su enfoque y las alternativas que las fuerzas de mercado crean o eliminan.

El último de los principios de apoyo se refiere a entender la importancia y el rol integral de una comunicación amplia a lo largo de la empresa, ya que es fundamental para diseñar comunicaciones con propósitos específicos para el cumplimiento de los principios superiores, siempre tomando en cuenta que cada comunicación tiene un impacto potencial en cada uno de los constituyentes, aun mas allá del impacto pretendido originalmente. Un aspecto importante de este principio es considerar los silencios y las experiencias parte de las comunicaciones; las respuestas no dadas, las acciones y actitudes, las experiencias en las oficinas, las tiendas o los sitios de internet, siempre dicen algo.

Cuando las comunicaciones son vistas de forma estratégica, los directores no se limitan a pensar en mensajes de salida, sino a entender toda la interacción de los constituyentes en el contexto del *Return Driven Strategy Framework*.

3.2.2.1.5 Fundamentos base

Los fundamentos son la base de la pirámide y su consideración rigurosa es esencial para el cumplimiento de cada uno de los principios.

Los activos genuinos son los bloques de construcción de una ventaja competitiva sostenible. Las actividades pueden ser copiadas, y las actividades de altos retornos serán sin duda copiadas por los competidores, lo que lleva a las rivalidades por precio y a la erosión de los flujos. Dicha ventaja puede ser defendida solo contando con activos que crean ofertas únicas que no se pueden copiar. Por ejemplo, patentes, marcas, economías de escala, grupos de talento, etc. Ningún activo es valioso si no tiene la capacidad potencial de generar flujos futuros relevantes.

La vigilancia de las fuerzas de cambio da a la empresa la habilidad y agilidad para capitalizar el dinamismo del ambiente de negocios, lo cual es fundamental. La Dirección debe tomar ventaja de las oportunidades y evitar las amenazas que se deriven de cambios en la economía, el gobierno, leyes y regulaciones, cambios culturales y demográficos, avances científicos y tecnológicos. Negocios otrora exitosos, han sido diezmados por las mismas fuerzas de cambio que otros negocios han capitalizado, por lo que la vigilancia del cambio es imperativa, y por supuesto ajustando siempre en paralelo y de forma adecuada cada uno de los principios.

El desempeño, medición y valuación disciplinados, son los cimientos para todo gran negocio en su planeación, análisis y ejecución, sin embargo muchas empresas fallan en entender el vínculo cuantitativo que liga todas las actividades y elementos que al final

deben alinearse hacia la maximización de valor, lo cual es la esencia del *Return Driven Strategy Framework*.

Dada la naturaleza del presente documento cabe recalcar, que las valuaciones y mediciones disciplinadas son la clave para que cualquier empresa que en algún momento se vea involucrada en un proceso de fusiones y adquisiciones, pueda discernir entre empresas buenas y malas. Es decir, ayuda a clarificar la óptica que se tiene sobre las valuaciones de las acciones de empresas que cotizan en bolsa y su valor intrínseco, ya que con frecuencia estos valores suelen estar desfasados o inclusive totalmente desconectados.

Concluyendo, el marco conceptual del *Return Driven Strategy Framework* describe como la estrategia de la empresa puede alinearse con el objetivo primordial de maximizar éticamente el valor de los accionistas. Y ese objetivo estratégico puede funcionar simultáneamente como el objetivo de administración de riesgos de la empresa, esto es que la Dirección entienda, defina y entonces alinee las actividades de administración de riesgos hacia el objetivo de maximizar el valor de los accionistas de forma ética. Y al hacerlo, las actividades deben ser justificadas en términos de creación de valor para los accionistas, si existiesen actividades de administración de riesgos que no estuviesen ligadas a la preservación y creación de valor, entonces dichas actividades deberían ser impugnadas.

3.2.2.1.6 Efectividad de un marco conceptual de ERM

En términos generales un marco conceptual de *ERM* necesita incluir tres características para su efectividad:

- Alineación con el compromiso de crear valor para el accionista de manera ética. La administración de riesgos estratégica debe tener una fuerte alineación con la protección y creación de valor para el accionista. La regla número uno debe ser “no destruir el valor para el accionista”.
- Visión amplia y de conjunto. La administración de riesgos estratégica debe ser holística y suficientemente amplia para englobar la amplitud del espectro de actividades necesarias para lograr la estrategia de la organización. Su estructura necesita estar integrada de tal manera que todas las facetas del riesgo del negocio puedan ser ligadas entre ellas y con los objetivos conjuntos de la empresa. Aquí es donde el enfoque de *ERM* de la administración de riesgos ayuda a proveer valor a través de su énfasis en ver los escenarios relacionados al riesgo usando una visión amplia y de conjunto, y evitando que existan “silos” de riesgo que puedan limitar o destruir el valor. Sin esta visión amplia y de conjunto las actividades en un aspecto de la empresa pueden estar creando riesgos estratégicos en otra, y peor aún si lo hacen con una sensación de seguridad por las supuestas coberturas que los “silos” proporcionan.
- Capacidad de identificar y evaluar eventos y fuerzas de cambio. La administración de riesgos estratégica debe ser un proceso continuo y en curso, y no una actividad que ocurre solo en ocasiones. Los riesgos evolucionan constantemente, lo que significa

que las estrategias de la organización deben hacerlo también, de forma que es necesaria una capacidad de identificar y evaluar frecuentemente la manera en que los escenarios, eventos y fuerzas de cambio van a impactar en el desempeño de la empresa. Es de suma utilidad contar con sistemas robustos de *scorecard* que incluyan métricas clave que abarquen riesgos, para ayudar a fortalecer la efectividad con la que la Dirección –y por supuesto el Consejo- se mantiene al tanto de los cambios que impactarán en el logro de los objetivos.

Los equipos directivos y ejecutivos deben utilizar un marco conceptual para tener una visión amplia e integral para establecer, evaluar, refinar y ejecutar la estrategia, así como integrar dicho marco a sus procesos de planeación y como forma de evaluar el impacto de eventos y escenarios –incluyendo las fusiones y adquisiciones- en el desempeño de la estrategia.

3.2.2.2 Proceso de análisis de riesgo estratégico

Un proceso simple de análisis de riesgo estratégico involucra los siguientes pasos:

- Análisis de riesgo de los planes. El análisis de riesgo estratégico puede comenzar con un análisis general de riesgo de los planes estratégicos, incluyendo el entender como impulsan la creación de valor y los supuestos clave en los que dichos planes se sustentan. Este análisis incluye análisis de escenarios de varias iteraciones cambiando los supuestos que rodean a los impulsores de la estrategia.
- Identificar escenarios de riesgo críticos. El siguiente paso es identificar y describir escenarios críticos de riesgo, considerando la severidad y probabilidad de los eventos y escenarios, especialmente aquellos que están fuera del control de la Dirección, como los riesgos sistémicos. En esta fase, la Dirección y el Consejo necesitan definir el apetito general para estos escenarios críticos de riesgo.
- Identificar medidas para contrarrestar. A continuación la administración debe identificar las posibles medidas para contrarrestar en los escenarios críticos considerando el costo beneficio de las mismas.
- Establecer un proceso de monitoreo continuo. La administración debe establecer un proceso de monitoreo continuo del perfil de riesgo de la empresa incluyendo el uso de KRI's⁸¹ e instrumentos de medida y administración de desempeño como el BSC⁸².

Existen diferentes enfoques para construir un proceso de administración de riesgo estratégico; se describen algunos a continuación:

Análisis de riesgo. Un enfoque es analizar continuamente los riesgos estratégicos desde tres perspectivas: riesgos, oportunidades y capacidades. Los riesgos se refieren a las pérdidas –de ingresos, de activos-. Oportunidades para tener más utilidades, rentabilidad, valor para el accionista. Capacidades se refiere a esas fuerzas distintivas de una organización que pueden ser usadas para administrar los riesgos y las oportunidades.

⁸¹ KRI. Ver Key Risk Indicator en Glosario.

⁸² BSC. Ver Balanced Scorecard en Glosario.

Herramientas para análisis de riesgo. Existen muchas herramientas que pueden ser útiles en el análisis, incluyendo lluvia de ideas, análisis de datos de pérdidas, auto-análisis, talleres guiados, análisis FODA (fuerzas, oportunidades, debilidades y amenazas), cuestionarios y encuestas de riesgos, análisis de escenarios, entre otras.

Inteligencia competitiva. El área de la inteligencia competitiva puede ser una parte invaluable de la administración estratégica de riesgos. La inteligencia competitiva debe ser parte de un proceso de planeación estratégica basada en hechos y debe ser parte del *ERM*. Sun Tzu en el arte de la guerra dice “Si conoces a tu enemigo y a ti mismo ganarás siempre, si te conoces a ti mismo pero no a tu enemigo, ganarás la mitad de las veces, si no te conoces ni a ti ni a tu enemigo, perderás siempre”⁸³. Las farmacéuticas siempre están vigilantes en las exposiciones y congresos farmacéuticos y científicos para monitorear posibles riesgos que pongan en peligro la fortaleza y valor de sus patentes⁸⁴. Wyeth utiliza juegos de guerra para hacer sus planes estratégicos con medidas que contrarresten los movimientos que puedan hacer sus competidores. La inteligencia competitiva es un activo que puede ser usado para administrar los riesgos de competencia y mercado.

Riesgo de sustentabilidad corporativa. Son aquellos relacionados con temas de permanencia y gobernabilidad como la ética, la transparencia, la relación con la comunidad, el valor de los productos y servicios, prácticas laborales y protección al ambiente. Los cambios en las condiciones de dichos elementos deben ser considerados en los análisis de riesgos y sus estrategias de administración.

Estrategias de retención y transferencia de riesgo. Una de las medidas básicas para contrarrestar, administrar y mitigar riesgos, involucra estrategias de retención y transferencia de riesgos. Después de identificar los escenarios críticos de riesgo, que incluye el efecto potencial en los activos de la empresa y en el valor a los accionistas, la administración debe determinar cuánto del riesgo debe ser retenido o transferido. Este análisis requiere un profundo entendimiento de los tipos y límites de las coberturas (sean por ejemplo seguros, futuros u opciones) así como consideración sobre los aspectos legales, geográficos, políticos y demás que les apliquen.

La administración de riesgo estratégico se ve y se irá viendo cada vez más como una competencia central tanto a nivel de la Dirección como del Consejo y a continuación se enlistan 10 prácticas que vale la pena esforzarse por alcanzar:

- Comunicar y compartir información a través de los negocios y funciones de riesgo y externamente. Esta es considerada por algunos la máxima práctica de administración de riesgos.
- Destruir los “silos” de riesgos. Establecer equipos interdisciplinarios de administración de riesgos, de manera que cada área funcional pueda entender donde encaja dentro de la estrategia entera de la empresa y como afecta a las demás áreas.

⁸³ Sun Tzu. The Art of War. Dover. P.51.

⁸⁴ Ver activos genuinos en 3.2.2.1

- Identificar y, donde sea posible, cuantificar los riesgos estratégicos en términos de su impacto en los ingresos, las utilidades, reputación y valor para el accionista.
- Hacer de los análisis de riesgos estratégicos, parte del proceso de desarrollo de la estrategia y del establecimiento de objetivos. Esto requiere una combinación de habilidades que puede ser lograda mediante la creación de equipos interdisciplinarios.
- Monitorear y administrar el riesgo a través de los sistemas de administración y medición del desempeño, incluyendo el *Balanced Scorecard*.
- Tomar en cuenta el riesgo estratégico e incluirlo en los escenarios que se desarrollan para la planeación estratégica. Para todo escenario deben de existir sus correspondientes medidas para contrarrestar en caso de que los eventos de riesgo ocurran.
- Usar un lenguaje común de riesgo a través de la organización. Todos deben entender los impulsores, el apetito y los niveles aceptables de riesgo.
- Hacer de la administración de riesgo estratégico, como de la administración estratégica en sí, un proceso continuo. El riesgo es inherentemente dinámico, así que la administración y análisis de riesgo debe evolucionar de ser un evento a ser un proceso –y debe incluir un análisis y actualización regular de la información crítica d riesgo-.
- Desarrollar KRI's para monitorear continuamente el perfil de riesgo de la empresa. Así como el BSC con sus mediciones, objetivos e iniciativas, el sistema de administración de riesgos debe incluir KRI's, umbrales y disparadores, y medidas para contrarrestar, mitigar y administrar el riesgo.
- Integrar *ERM* en el sistema de ejecución de la estrategia. Esto es, integrarlo en todo el sistema de administración, y para ello se requerirá por un lado que la administración de riesgo estratégico sea una competencia central en la organización y por otro, de un compromiso para constantemente monitorear y administrar el riesgo en la estrategia y en su ejecución.

Como se puede apreciar, la necesidad de conectar la estrategia y el *ERM* no podría ser más relevante, sobre todo en el actual clima económico y empresarial. Una efectiva administración de riesgo estratégico puede ser la diferencia entre la permanencia o la desaparición, ya que diseñada efectivamente, dicha conexión con la estrategia debería de añadir valor permitiendo a la empresa ser más proactiva y flexible en administrar las incertidumbres ligadas a las estrategias.

La clave para una administración de riesgos estratégicos exitosa, es la habilidad de identificar aquellos que están inmersos en la estrategia de negocio de la empresa y que son potencialmente más trascendentales. Enfocarse en los riesgos estratégicos sirve como filtro para la Dirección y el Consejo para reducir la amplitud del horizonte de los mismos y asegurarse que se enfocan en los adecuados.

3.2.3 Rol del Consejo y la Dirección en el *ERM*

La supervisión del proceso de *ERM* utilizado en la empresa es una de las funciones más importantes y retadoras para el Consejo. En conjunto con la Dirección de la compañía el Consejo debe establecer el estándar apropiado para asegurarse que el riesgo y las

consideraciones de administración de riesgos permanecen a la vanguardia de las decisiones estratégicas y operativas tomadas dentro de la organización.

Las fallas en conocer y manejar de forma efectiva los riesgos asociados con las decisiones que se toman a través de la organización, pueden llevar –y frecuentemente lo hacen- a resultados potencialmente catastróficos. No hace falta buscar mucho para encontrar ejemplos en la industria de los servicios financieros para observar la devastación asociada con tomas de riesgos pobremente monitoreadas y administradas.

La percepción de que una toma de riesgos agresiva y sin supervisión ha sido determinante en el colapso de los mercados financieros y crediticios, ha llevado a un incremento en el enfoque de las regulaciones y leyes en la administración y prevención del riesgo. En este ambiente los Consejos y las empresas deben estar conscientes de que los reguladores y sistemas legales pueden aplicar nuevos estándares de conducta o reinterpretar los existentes en favor de un incremento en la responsabilidad del Consejo por la administración de riesgos. Los Consejos no pueden –y no deberían- estar involucrados en la administración de riesgos del día a día, pero el rol de los Consejos sí es asegurarse que los procesos de administración de riesgos diseñados e implementados por la Dirección y profesionales de la administración de riesgos empleados por la empresa, actúan en concordancia con la visión estratégica de la organización, articulada por el Consejo y ejecutada por la Dirección. De igual manera, el Consejo debe ejercer una supervisión significativa para tener confianza en que los procesos de administración de riesgos funcionan conforme a como fueron diseñados y que se está poniendo la atención adecuada al desarrollo de una cultura de toma de decisiones consciente de riesgos a través de toda la organización.

Al ejercer el rol activo de supervisión, el Consejo envía la importante señal a la alta Dirección de la empresa y sus empleados de que las actividades de administración de riesgos no son obstáculos en la conducción de los negocios ni una mera actividad de verificación “marcando casillas”. Ejecutado de forma apropiada, el *ERM* puede y debería convertirse en un componente integral de la estrategia corporativa, cultura y proceso de creación de valor de la empresa. El Consejo puede proveer Dirección y apoyo para los esfuerzos de *ERM*, pero sin el impulso y liderazgo de uno o más patrocinadores dentro de la Dirección, la mayoría de los programas de *ERM* están destinados a fallar. Por lo tanto, existe una responsabilidad compartida entre los miembros del Consejo y la Dirección de nutrir la cultura de la administración de riesgos en la organización que adopta una toma de decisiones prudente dentro de un apetito de riesgo ligado al plan estratégico de la organización.

El sistema de *ERM* de la empresa debería de funcionar informando al Consejo de los riesgos más relevantes y permitirle entender y evaluar cómo se correlacionan, y la manera en que pueden afectar las estrategias –incluyendo las de mitigación-. Resulta crítico que la mayoría de los Consejeros cuenten con experiencia, entrenamiento, y conocimiento profundo del negocio, con la finalidad de que hagan análisis significativos de los riesgos que la empresa enfrenta. También debe considerar la mejor estructura organizacional que le permita darle la suficiente atención a la supervisión del riesgo, en algunas empresas

esto ha significado la formación de un comité especial de administración de riesgos, en otras les ha sido razonable el incorporar a la agenda de los comités de auditoría este tema aunado a una revisión periódica con todos los miembros. Cada empresa escogerá lo que le acomode, pero es de vital importancia que la supervisión de la administración de riesgo sea una prioridad del máximo órgano de gobierno de la empresa.

3.2.3.1 Expectativas de Gobierno Corporativo acerca del Consejo y sobre su supervisión de la Administración de Riesgo

La responsabilidad de supervisión de la administración de riesgos de los Consejos es impulsada por diferentes factores, entre ellos la responsabilidad fiduciaria, las leyes locales, estatales y federales (en el caso de Estados Unidos la ley EESA y SOX y en México principalmente la Ley General de Sociedades Mercantiles), los requerimientos para cotizar en bolsa, y algunas mejores prácticas establecidas. De igual manera el riesgo de dañar la reputación por activismo de los accionistas o por cobertura de los medios a empresas que se cree o se confirma que no poseen capacidades adecuadas para administrar riesgos, contribuye al deseo de los Consejos por contar con una sana supervisión.

Las cortes de Delaware han desarrollado guías sobre las responsabilidades de supervisión a través de una serie de casos que han tratado sobre supuestas violaciones a los deberes fiduciarios de cuidado y lealtad que deben observar los Consejeros. En la corte de Delaware se estableció que la responsabilidad de un director por fallas de supervisión, requiere de una falla sistemática y sostenida en el ejercicio de la supervisión por parte del Consejo⁸⁵. Para evitar una responsabilidad culpable, los Consejos deben asegurarse de que sus organizaciones han implementado sistemas exhaustivos de monitoreo especiales para cada categoría de riesgo, así como cuestionar periódicamente sobre la administración así como sobre su robustez. También debe considerar el contar con consultores externos para conducir análisis independientes sobre las metodologías implementadas y su corrección.

Muchos Consejos asignan la fundamental responsabilidad de supervisar el riesgo a un comité del Consejo, dicho comité debe recibir reportes regulares sobre el estatus del proceso de *ERM* de aquellos miembros de la Alta Dirección responsables de la administración de riesgo en la empresa. El comité por su parte debe hacer reportes periódicos al Consejo asegurándose que los miembros en general comprendan el perfil de riesgo de toda la entidad y pueda tomar decisiones estratégicas informadas y acorde a su rol y nivel de liderazgo.

Los comités de auditoría son los comités del Consejo que con mayor frecuencia reciben la función de supervisión sobre el *CEO* y la Dirección en sus actividades de

⁸⁵ Los accionistas de Caremark International, Inc. demandaron en 1996 a los directores argumentando que habían fallado en sus deberes fiduciarios al no implementar controles internos adecuados lo que dejaba la puerta abierta a acciones criminales por parte de los empleados con resultados económicos adversos por multas y penalidades civiles. In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

administración de riesgos. En el estudio del *Conference Board*⁸⁶ de 2006, resultó que dos tercios de las empresas Fortune 100 delegaban la supervisión al comité de auditoría y solo 5 habían creado un comité específico para riesgo. En el cuadro 3.4 se puede ver un ejemplo de ese estudio donde además se puede ver que en las empresas donde el comité de auditoría es el responsable, sus obligaciones respecto al riesgo son vagas o exclusivamente limitadas a riesgos financieros, y aquellas que crearon un comité especial ofrecen un poco más de detalle en sus estatutos sobre sus funciones de *ERM*.

Cuadro 3.4 Extractos de estatutos de comités del consejo

The Coca-Cola Company

Resp. del Comité de Auditoría

"Análisis y administración de riesgos. El comité revisará y discutirá con la Dirección, los auditores internos y los auditores independientes las políticas y procedimientos de la empresa respecto al análisis y administración de riesgos."

Walmart

Resp. del Comité de Auditoría

"Discutir con la Dirección las mayores exposiciones de riesgo financiero y los pasos que la Dirección está tomando para monitorear y controlar dichas exposiciones, incluyendo las políticas de análisis y administración de riesgos."



Resp. del Comité de Auditoría

"Revisar y discutir con la Dirección (i)El análisis del riesgo financiero y las políticas de administración de riesgos (ii)las mayores exposiciones financieras y los pasos que la dirección está tomando para monitorear y controlar dichas exposiciones."

JPMORGAN CHASE & CO.

Resp. del Comité de Políticas de Riesgo

"El comité de políticas de riesgo es responsable de la supervisión del CEO y la Dirección en sus funciones de análisis y administración de los riesgos de crédito, de mercado, de tasa de interés, de inversiones, de liquidación y reputacional, y es responsable de la revisión de las actividades de fiduciarias y de administración de activos."

WACHOVIA

Resp. del Comité de Riesgo

"El comité de riesgo debe supervisar las estrategias, políticas, procedimientos, y sistemas establecidos por la dirección para identificar, analizar, medir y administrar los mayores riesgos que enfrenta la compañía, como los riesgos de crédito, operacional, compliance, tasas de interés, liquidez, inversiones, fondeo, mercado, reputacional, emergente y otros, así como el proceso de administración, planeación y análisis de capital de la dirección."

Fuente: Elaboración propia con información de Branson, Fraser y Simkins (2010)

Los comités de auditoría (u otros comités del Consejo) que han sido encomendados con la responsabilidad de la supervisión del riesgo, están incrementando sus demandas a la Dirección, de mayor información sobre los procesos de administración de riesgos y por mantenerse actualizados respecto al análisis de la Dirección respecto a la exposición a los riesgos clave. Entre los miembros de la Dirección son el *CFO* o el *CAE*⁸⁷ quienes lideran generalmente los esfuerzos de administración de riesgos para la organización, sin

⁸⁶ *The Conference Board, Inc.* es una entidad sin fines de lucro con base en Nueva York y cuyo objetivo es proveer a las organizaciones con conocimientos prácticos para mejorar el desempeño de las organizaciones líderes.

⁸⁷ Ver *CFO* y *CAE* en el Glosario.

embargo, está creciendo la tendencia de crear en las organizaciones la figura del *Chief Risk Officer (CRO)* para servir como líder en estos esfuerzos. En otras organizaciones se están creando comités a nivel Dirección compuestos por el *CFO*, *CRO*, ejecutivos a cargo de las estrategias, personal de auditoría interna y otros líderes clave en los esfuerzos de *ERM*.

Lo cierto es que los Consejos y los miembros de Dirección se están dando cuenta de que la práctica de administrar los riesgos de manera informal o en “silos” ya no es tolerable, y en muchas instancias los procesos vigentes han probado ser inadecuados en el ambiente de negocios tan cambiante de hoy día. Haciendo algo al respecto, algunos Consejos han adoptado el *ERM* como una forma de desarrollar una vista robusta, amplia y de conjunto de los riesgos que enfrenta la organización. Y aunque la adopción del *ERM* es en gran medida como respuesta a la expectativa de mayor supervisión, datos recientes⁸⁸ indican que las empresas que tienen un mejor desempeño que sus pares han desarrollado un proceso más formal de administración. Los que proponen el *ERM* subrayan el hecho de que su objetivo no es disminuir el riesgo, sino administrar los riesgos de forma efectiva y en una base amplia que abarca toda la organización de tal forma que el valor de los accionistas sea cuando menos preservado y en el mejor de los casos acrecentado. Dicho de otra forma el *ERM* permite a la Dirección y al Consejo tomar decisiones estratégicas de forma más inteligente en relación al riesgo.

Algo que no se puede dejar de anotar es el hecho de que la composición del Consejo va a tener una gran influencia en el grado de éxito que tengan no solo el *ERM*, sino todas las funciones de Gobierno Corporativo. De ahí que recientes cambios en requerimientos de Gobierno Corporativo y mejores prácticas estén llevando a las empresas a incrementar la independencia y diversidad en sus Consejos. También hay una tendencia a la baja en la inclusión de directores de la empresa en los Consejos, pero esto ha llevado al problema de que una parte de los miembros no conozcan con detalle la industria en la que la empresa compite. Bajo estas condiciones, resulta crítica la importancia de que los programas de orientación para nuevos consejeros, así como los programas de actualización estén bien diseñados y ejecutados. Como función de este nuevo ambiente, los Consejos deben de poner especial atención a la experiencia y antecedentes de cada miembro individual del mismo y en especial de aquellos a los que se les encomienda la función de supervisión del *ERM*.

Conforme haya asientos vacantes en el Consejo –ya sea por retiro o nueva creación- se debe buscar de forma muy asertiva reclutar miembros nuevos con experiencia significativa en la industria, y de ser posible que tengan experiencia en administración de riesgos.

En Consejos donde el *CEO* es el único canal de comunicación de la Dirección, es recomendable incluir un segundo o tercero representante como el *COO*, *CFO* o *CRO*, para proveer una fuente adicional de información para el Consejo sobre el perfil operativo y de riesgo de la empresa.

⁸⁸ IBM Global Business Services. Balancing Risk and performance. 2008 P. 4

La habilidad del Consejo de ejecutar su función de supervisión de forma efectiva, es enormemente dependiente del flujo de información entre directores, consejeros y ejecutivos de administración de riesgos en la organización. Si el Consejo no tiene la certeza de que está recibiendo suficiente información de calidad para ejercer su responsabilidad, debe ser agresivo en su solicitud de esos datos que cree que le faltan. Los consejeros deben tener conocimiento adecuado de temas como:

- Ambiente de riesgos tanto interno como externo que enfrenta la empresa.
- Las exposiciones a riesgos clave que afectan a la empresa.
- La metodología utilizada para analizar y priorizar los riesgos.
- Estrategias para enfrentar los riesgos clave.
- Estatus de la implementación de procesos e infraestructura de administración de riesgos.
- Las fortalezas y debilidades de todo el programa de *ERM*.

3.2.3.2 El liderazgo de la Dirección en la administración de riesgos

Para lograr un enfoque de *ERM* en la administración de riesgos, es necesaria una vista de arriba a abajo de los riesgos de la organización, por lo que un liderazgo visible por parte del equipo de Dirección es crítico para llegar a un proceso de *ERM* efectivo. Lograr una visión amplia y de conjunto requiere que la información de riesgos sea compartida de forma transparente y fuera de los “silos”⁸⁹, lo cual requiere de un cambio significativo y profundo en la cultura corporativa de todos los administradores a todos los niveles de la empresa.

El liderazgo es imprescindible para asegurarse que los riesgos son analizados de forma consistente a lo largo de la organización, y los líderes *ERM* a nivel directivo deben desarrollar procesos para determinar cómo se deben de analizar los riesgos, no solo desde la perspectiva de probabilidad de ocurrencia, sino también desde la perspectiva del impacto del evento, con la finalidad de priorizar aquellos riesgos que sean los más importantes para ser supervisados por la Dirección –y por supuesto por el Consejo-. Es en este punto donde se deben de identificar los KRI’s que deberán ser incluidos en los reportes a la Dirección que permitan una administración proactiva y precisa de los riesgos en una base de continuo seguimiento.

3.2.4 El Chief Risk Officer (CRO)

Peter Raskind, CEO de *National City Bank*, en una entrevista para *American Banker* en enero de 2008 dijo: “este ambiente ha subrayado de forma absoluta la necesidad de contar con esa persona (CRO). Pero no solo es riesgo crédito, es riesgo operacional, riesgo reputacional y todos los demás.”⁹⁰

El *Enterprise Risk Management* bajo el liderazgo del CRO, conlleva la promesa de traer a la luz esos riesgos amplios que amenazan el logro de los objetivos estratégicos de la empresa, y tenerlos bajo control. Su significado organizacional es proveer un proceso

⁸⁹ Ver 2.1.5.3 Decisiones éticas de este documento.

⁹⁰ Dobbs, Kevin, Risk Chiefs: As the bar rises, so does demand. *American Banker*, January 31, 2008.

para identificar, medir, monitorear y administrar incertidumbre en los procesos de toma de decisiones, planeación estratégica, administración del desempeño, y aprobaciones de *deals*, permitiendo a la Alta Dirección mantener o alterar -de forma deliberada- patrones en la aceptación de riesgos.

La creación del rol del *CRO* con un área dedicada a la administración de riesgos, ha ocurrido de forma intermitente, con algunos intentos que sucedieron en la industria financiera. Por ejemplo en Merrill Lynch en 1987 se estableció una unidad especializada en administración de riesgos dirigida por un alto directivo, el problema era que en esa época no había presiones regulatorias –y prácticamente de ninguna índole- para institucionalizar dicha función y eso le fue restando credibilidad y poder.

No obstante, fue la creciente codificación del *ERM* en varios estándares de administración de riesgos lo que aceleró la designación de altos directivos para la supervisión de riesgos a lo largo y ancho de la empresa. No es de sorprender que los *CRO's* vienen de diferentes disciplinas, incluyendo auditoría, administración financiera, administración de negocio, consultoría, entre otras.

Ahora bien, el rol del *CRO* no es solo multifacético sino que varía de acuerdo a la industria, el énfasis que la función de riesgos pone en cumplir con regulaciones y estándares de administración de riesgos, y el grado y sofisticación de modelados de riesgos de la empresa. Se puede decir de forma general que existen cuatro roles de *CRO*:

- Como líder de cumplimiento (*compliance*). El rol de líder de cumplimiento conlleva el apoyo y vigilancia de los requerimientos más apremiantes de los accionistas y mantenerse al día con las nuevas regulaciones y estándares que afectan la función de administración de riesgos. Muchos *CRO's* inician una estructura normativa de riesgo - como una determinación de que riesgos van a ser atendidos y por quién- la cual el Consejo y la Alta Dirección firman.
La estructura normativa de riesgos satisface varios roles, el primero es que establece los límites aceptables para toma de riesgos al asegurarse que los estándares y controles adecuados existen. No significa que el *CRO* es responsable de cada tipo de riesgo, pero si es responsable de asegurarse que el dueño de cada tipo de riesgo tenga establecido los estándares apropiados. El segundo rol, es que la estructura normativa de riesgos apoya un entendimiento compartido del espectro de riesgos de la organización, y naturalmente este espectro cambia con el tiempo. Algunos *CRO's* consideran clave la creación de este entendimiento compartido porque refuerza el que tiene la empresa sobre sus prioridades estratégicas. El tercer rol, es que la estructura normativa de riesgos le da a los *CRO's* un plan, un lenguaje y una autoridad con la cual supervisar el desarrollo de las herramientas de medición y monitoreo de cada tipo de riesgos.
- Como experto en modelos. En general los *CRO's* juegan un papel primordial en la selección de personal, procesos y sistemas que definirán el alcance de la medición y control de riesgos en la organización. La infraestructura de la mayoría de las funciones modernas de administración de riesgos incluye una gran variedad de modelos,

procesos y sistemas de información cuyo diseño requiere que el *CRO* juegue el papel de experto en modelos.

Hugo Banziger, el *CRO* de Deutsche Bank recuerda sus experiencias al construir su sistema:

“tuve que construir desde cero una organización entera. Diseñamos un proceso de crédito dedicado, contratar y entrenar personal de crédito ya que no había personal de crédito en el mercado con conocimientos de derivados, construir los sistemas de riesgos de crédito con la ayuda de los *traders*, y crear nuestro propio modelo de Exposición Potencial Futura con la ayuda de simulaciones Montecarlo y pruebas de estrés de portafolios. Después de eso, tuvimos que crear el sistema que pudiera integrar todas estas funciones y agregar a nuestras contrapartes globales en derivados. Fueron 6 años muy retadores.”⁹¹

- Como control estratégico. La evolución de la visión agregada ha trazado el camino para este rol, en el cual se asume que habiéndose construido firmes y amplios modelos, se habilita a la empresa para operar un sistema formal de desempeño ajustado a riesgo. El *CRO* asesora a la Alta Dirección en relación al desempeño absoluto y ajustado a riesgo que tienen los negocios e influencia en la forma en que se asigna el capital y las inversiones. El *CRO* como control estratégico requiere una autentica capacidad para crear modelos, lo cual es la base para la medición del desempeño ajustado a riesgo. Sin embargo la construcción de esta medición es inherentemente política, estas mediciones no trabajan por sí mismas, tienen que ser trabajadas para que funcionen. El *CRO* debe estar consciente de que un nuevo enfoque de medición de desempeño ajustado a riesgo inherentemente va a afectar la asignación de recursos y recompensas, y que por lo tanto las estructuras organizacionales se van a resistir a ello.
- Como asesor estratégico. En este rol el *CRO* tiene injerencia en la visión a nivel del Consejo, derivado de su entendimiento de los riesgos e incertidumbres estratégicas y operacionales. El éxito del *CRO* en dicho rol, radica en su habilidad para construir procesos que canalicen la información relevante a los tomadores de decisiones clave y con ello prevenir la “incubación de riesgos”. Bajo esta óptica, muchos *CRO*'s están utilizando prácticas de anticipación tales como planeación basada en escenarios y sistemas de “abogado del diablo”. Viendo mas allá de los “silos” de riesgos y tomando una visión amplia y de conjunto, estos *CRO*'s conducen pronósticos y análisis para encontrar vulnerabilidades y áreas problemáticas y alertar a la Dirección y al Consejo. La anticipación de riesgo usualmente conlleva visiones múltiples y encontradas, debido a que involucra escepticismo acerca de lo que sucede y estar retando los supuestos y visiones, y poner en escrutinio las decisiones estratégicas aun antes de ser tomadas; la gran dificultad es retar sin causar ofensas a nadie. Este rol requiere que el *CRO* se construya un camino de credibilidad, y esa credibilidad yace: en su conocimiento de los impulsores y generadores del negocio, en su capacidad de negociar y entender cómo llegarle a los directores que están teniendo éxito en su negocio y que desde luego no van a escuchar a nadie que les diga que

⁹¹ Hayes, N. People, processes, systems: Deutsche's Bank Hugo Banziger knows it takes all three. RMA Journal December 2002.

reduzcan el paso. Esto es, que confíen en el *CRO*, y que confíen en su buen juicio, y eso no se logra de la noche a la mañana.

En una era de nuevas regulaciones y una severa crisis financiera, los *CRO's* están bajo presión para demostrar cómo están realizando su función de supervisión de los riesgos, sin embargo ningún ámbito profesional puede operar de forma indefinida si está en conflicto con los intereses de los *stakeholders*. Como profesionales que son, los *CRO's* deben de acoplar las demandas de una amplia variedad de *stakeholders* –incluyendo reguladores, directores, accionistas, acreedores, y público en general-, lo cual requiere que la función de riesgos tenga una clara y bien definida posición en el proceso organizacional de gobierno.

3.2.5 Cultura del riesgo

No hay nada más crucial para el éxito del *ERM* en una organización que una cultura informada y que apoya. Más aún, ésta no es meramente un concepto intangible –sus elementos pueden ser definidos y su progreso hacia el estado deseado puede ser medido-.

La definición de cultura usada para este apartado está basada en la pregunta: ¿Qué determina la forma en que las decisiones se toman en una organización?, es decir el punto medular de la cultura en el contexto del *ERM* yace en el impacto que tiene en las decisiones de negocio. Una cultura fuerte es aquella en la cual las decisiones se toman de forma disciplinada, tomando en cuenta las consideraciones de riesgo y recompensa sobre una base informada. Esta cultura de toma de decisiones se extiende a través de toda la organización, desde las grandes decisiones estratégicas hasta las decisiones del día a día.

Hay que aclarar que una toma de decisiones disciplinada en el contexto del *ERM* no significa que no se tomen riesgos o que éste sea minimizado, más bien significa que las decisiones que crean riesgos indebidos o excesivos –ya sea porque llevan a la organización mas allá de sus límites o porque la recompensa no puede justificar el riesgo tomado- deben ser evitadas.

Los objetivos de una cultura de riesgo es el asegurar que todos los tomadores de decisiones entienden y se comportan en base a un reconocimiento de:

- La importancia de identificar y analizar los riesgos en las actividades de negocios actuales y potenciales.
- La importancia de comunicar los riesgos actuales y potenciales.
- La importancia de tomar los riesgos y las recompensas en cuenta al tomar las decisiones.

Si uno acepta que el objetivo del *ERM* es asegurarse que las decisiones en el negocio están hechas para optimizar el valor para los accionistas, entonces una fuerte cultura de riesgo es una condición necesaria para el éxito del *ERM*. Si algún elemento cultural falla

entonces: no todos los riesgos relevantes serán identificados y analizados, y los que toman las decisiones no estarán conscientes de algunos conforme las decisiones sean tomadas.

La cultura puede ser también algo que juegue en contra cuando existe presión para tomar decisiones que involucran el privilegiar las ganancias en el corto plazo por encima de la creación de valor ajustada a riesgo de largo plazo. Si existe la suficiente presión para relajar los requerimientos de exposición de la organización y ésta toma una decisión que va en contra de las políticas y el perfil deseado, no puede tener una cultura fuerte de riesgo.

Esto puede ocurrir en cualquier nivel de la organización, puede ocurrir al más alto nivel si una adquisición está siendo considerada y los aspectos del riesgo caen víctima de la hibris de los participantes, donde éstos se han “enamorado del *deal*” y no se pueden permitir ni el pensar en echarse para atrás en la transacción dado el trabajo que han invertido o los beneficios potenciales de dicha transacción. Las recompensas también pueden incentivar este tipo de comportamientos, recompensas tangibles como bonos o incrementos salariales o intangibles como reconocimientos y promociones.

En los niveles bajos los incentivos también juegan un papel en la aceptación de riesgos indebidos. Individuos que buscan maximizar sus bonos pueden incrementar su exposición, particularmente si sus bonos se basan en resultados inmediatos y minimiza la rentabilidad de largo plazo. Por ejemplo un gerente de ventas cuyo bono está basado en las ventas, no tiene motivación para fijarse en el riesgo. De hecho la organización implícitamente le está diciendo al gerente de ventas que los resultados de las ventas son lo importante para la organización, y que al alcanzar o exceder sus metas tiene todo el derecho de pensar que está creando valor a la organización.

Otras motivaciones para una pobre toma de decisiones de riesgo, pueden estar impulsadas por factores externos: los competidores pueden estar tomando –y aparentemente de forma exitosa- riesgos mayores, los analistas y otros comentaristas económicos pueden estarle dando crédito estos negocios y los precios de sus acciones pueden estar incrementándose como resultado. Adicionalmente, solo porque estas empresas están tomando pobres decisiones, no significa que forzosamente no vayan a arrojar buenos resultados, lo cual arroja más presión. Aún así, una organización que desea crear una fuerte cultura de riesgo debe mantenerse disciplinada de frente a estas presiones, y esto necesariamente conlleva una sólida comunicación interna y externa, aclarando porque decisiones que se presentan como exitosas no se están tomando.

Hay mucha discusión sobre la causa de la crisis *subprime*, se culpa a los modelos financieros y de administración de riesgos, a las agencias calificadoras, a los reguladores y a otros más, y es probable que todos compartan la culpa, pero debajo de todo esto yacen las causas relacionadas con decisiones de malos negocios motivadas por ganancias de corto plazo que eran recompensadas además en los mercados financieros. ¿Pero cómo mantener a una empresa disciplinada de frente a las presiones que ejerce el

mercado? Pues es extremadamente difícil, y más aún cuando la empresa es pública y los mercados determinan quien es exitoso usando criterios inadecuados.

Las organizaciones deben comunicar de forma efectiva a todos los *stakeholders*, las razones de las decisiones por las cuales evitan ciertos negocios, e internamente esto debe ser reforzado a través de sistemas de compensación que recompensen la creación de valor de largo plazo ajustada a riesgo.

La cultura también puede resultar en la sub-optimización al desalentar la adecuada toma de riesgos, esto puede ocurrir por aplicar “castigos” a las personas por arriesgarse en iniciativas que no funcionaron, independientemente de la forma en que se tomara la decisión para aceptar dicho riesgo. Por ejemplo decisiones de cubrir exposiciones a ciertos riesgos pueden ser criticadas cuando el evento no se materializó, particularmente si otras compañías se aventuraron y les fue bien sin cobertura y además fueron recompensadas por ello. Esto puede llevar a una inapropiada toma de riesgos para evitar las críticas de haber desperdiciado tiempo y dinero en coberturas.

Las organizaciones con buena toma de decisiones en riesgos reconocen que no todas esas decisiones tendrán éxito, pero estas organizaciones promueven líderes con tolerancia a las fallas, que reconozcan que las buenas decisiones basadas en enfoques disciplinados son buenas decisiones, funcionen o no, y que las malas decisiones con visiones indisciplinadas están equivocadas, aunque funcionen.

Una organización, deseando tener una cultura de riesgo debe promover ciertos comportamientos y recompensarlos, mientras que al mismo tiempo implanta varios procesos. La cultura es enteramente comportamientos, los procesos refuerzan y promueven los comportamientos deseados. Las acciones hablan más que mil palabras, y esta sencilla expresión aplica directamente en la cultura organizacional, los procesos que existen en papel pero que no son aplicados en la práctica serán vistos como poco importantes en la organización. Solamente cuando un proceso es tomado en serio realmente refuerza la cultura deseada. De forma que si se quiere crear y sostener una fuerte cultura de riesgo, es importante ser deliberado y explícito acerca de los comportamientos que se esperan en la organización.

Crear una cultura de riesgo requiere de acciones deliberadas, no va a pasar por accidente, algunos pasos deben de seguirse para llegar a ello:

- Definir los elementos. El primer paso para crear una cultura de riesgo es conocer los elementos que dicha cultura debería contener:
 - Fuerte liderazgo dentro de la organización.
 - Poner la administración de riesgos en el lugar de trabajo. Fuera de los “silos.”
 - Estilo de administración participativa.
 - Utilización del conocimiento de todos los empleados y equipos de trabajo.
 - Alentar al personal a ser responsable por sus acciones.
 - Permitir el registro de riesgos a todos los niveles de la organización para su análisis.

- Determinar controles antes de que los riesgos ocurran.
 - Mejorar la comunicación y trabajo en equipo.
 - Promover la concientización de riesgos a lo largo de toda la organización.
- Medir y Monitorear. Los resultados en la mayoría de las actividades se alcanzan teniendo medidas de éxito y monitoreo del progreso en el camino a alcanzar las metas. Lo mismo puede ser cierto para el progreso hacia las metas culturales, los objetivos financieros o la implementación de objetivos operacionales. La cuestión con la cultura es que sus mediciones no están preponderantemente en estados financieros, por ejemplo si uno de los elementos de la cultura se define como “un estilo de Dirección participativa”, probablemente no hay otra forma de obtener esa información más que preguntándole a la gente. La estructura y manejo de esta investigación es crítica para su éxito, y aunque la forma de estructurarla con éxito está más allá del alcance del presente trabajo, tal pericia existe, está disponible y debería de ser buscada para asegurarse resultados válidos.
- Involucramiento y “comprar la idea”. Implementar una cultura fuerte requiere que los miembros de la organización “compren la idea”, un paso que puede incrementar el éxito en ese proceso de compra es el involucramiento de la organización, o al menos de los miembros clave en la organización en la definición de la cultura deseada, ya que la gente usualmente genera un sentido de pertenencia en los objetivos que ayudó a establecer.
- Apertura. Una cultura fuerte no puede existir en una organización que desalienta la comunicación abierta. Una comunicación plena y transparente es una parte integral de la cultura de riesgo, las ideas y los cuestionamientos deben de ser promovidos y no explícita o implícitamente reprimidos. El comportamiento negativo se puede dar de varias maneras:
 - Individuos –particularmente en niveles directivos- dominan las conversaciones con la implicación de que los otros puntos de vista son apagados.
 - Puede haber temas “tabú” en las organizaciones, como el cuestionar los modelos de negocio.
 - La visión de túnel como resultado de una composición homogénea en demasía de los grupos que toman decisiones.
 - “Disparar al mensajero” es una forma obvia de desalentar que la gente presente los problemas en lugar de esconderlos.
 - Las decisiones pueden estar basadas en emociones o a placer de la Dirección, en lugar de basarse en hechos.

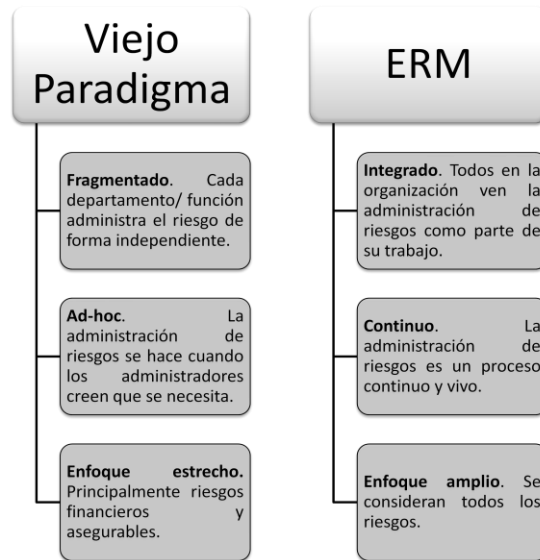
Las organizaciones fuertes mostrarán actitudes opuestas a lo anterior.

- Marcar la pauta desde arriba. Virtualmente todo cambio organizacional requiere como elemento clave que se marque la pauta desde arriba. Con la cultura esto es crucial, y el apoyo debe ser no solo con recursos sino con los comportamientos adecuados.
- Alinear los incentivos y las recompensas. La alineación de los incentivos y las recompensas con los objetivos corporativos debe ser recalcada, ya que los empleados van a comportarse de acuerdo a sus recompensas o aquello que les minimice el estrés. Los sistemas de compensación -como incentivo- implícitamente ponen valor en ciertos resultados, así que los empleados tienen derecho a pensar que aquellas metas

identificadas en el sistema de compensaciones son aquellas que el empleador desea que sean alcanzadas para añadir valor a la organización. Si estos sistemas no están bien diseñados, la organización empezará a tomar riesgos inapropiados.

La cultura de riesgo en la empresa permite pasar del viejo paradigma de administración de riesgos al del Enterprise Risk Management. En el cuadro 3.5 se pueden apreciar las diferencias clave entre ambas posturas.

Cuadro 3.5 *Viejo paradigma vs ERM*



Fuente: Elaboración propia con información de Fraser y Simkins (2010)

3.3 Enterprise Risk Management y el Gobierno Corporativo

El Gobierno Corporativo recibe mucha atención últimamente, y la falla de éste en administrar el riesgo, puede llevar a pérdida de oportunidades y a erosionar el valor para los accionistas, lo cual añade presión interna y externa para mejorar dicho gobierno, y el *ERM* lo fortalece en varias formas.

Todo el flujo de reportes al Consejo y a los comités correspondientes sobre los riesgos claves que la empresa enfrenta es una forma en la cual el *ERM* mejora el Gobierno Corporativo. No solo el reporte en sí aporta mejoras al Gobierno Corporativo, sino la cantidad y calidad de información que el Consejo tiene a su disposición para tomar decisiones. Otro punto de fortalecimiento es a través de la creación de figuras como comités de riesgos, comités de *ERM*, CRO's, líderes de riesgo, entre otros.

La auditoría interna se enriquece al tener enfoques nuevos con mayor orientación y entendimiento del negocio y sus riesgos, y yendo aún más allá, puede desempeñar seguimientos más efectivos a través de *ERM* scorecards y métricas. Estos mismos scorecards y métricas pueden ser usados para incrementar la responsabilidad de la Dirección, especialmente cuando la ésta sabe que hay un flujo de información al Consejo y los comités.

El incorporar el *ERM* al Gobierno Corporativo ya no es un lujo es una necesidad, y una efectiva administración de negocios requiere que la empresa entienda todos los riesgos que enfrenta y tenga planes para administrarlos de forma integral y unificada. El fallar en esto puede provocar desde pequeñas reducciones en el valor de los accionistas hasta la destrucción total de la empresa –y los eventos de Enron, Worldcom, Bear Sterns, Lehman Brothers muestra que dicha destrucción no es ninguna fantasía, aun para empresas grandes y maduras-. El *ERM* llegó para quedarse y aquellas empresas que se rehúsen a reconocerlo lo hacen bajo su propio riesgo.

Capítulo 4. Los riesgos en las Fusiones y Adquisiciones

Como se ha podido ver en los capítulos anteriores, las fusiones y adquisiciones no constituyen un fin en sí mismas, sino un medio –de entre muchos- para el logro de los objetivos económicos de la empresa y que deriven en la creación de valor para los accionistas.

Los riesgos en estas operaciones yacen en toda una gama de aspectos y circunstancias, inclusive desde antes de que la operación sea concebida. Contrario a lo que muchos creen, los riesgos en las fusiones y adquisiciones se distribuyen a lo largo de diferentes estadios temporales y de procesos, como se puede ver a manera de ejemplo en el cuadro 4.1 que se presenta a continuación.

Cuadro 4.1 Donde yacen los riesgos en las Fusiones y Adquisiciones.



Fuente: Elaboración propia.

Para hacer más sencilla la comprensión de lo anterior, se presentan a continuación dos ejemplos: el primer ejemplo es de WorldCom, una empresa que basó su crecimiento en una interminable cadena de fusiones y adquisiciones para finalmente colapsar en medio de uno de los mayores escándalos contables de la historia; y el segundo es de DaimlerChrysler, una empresa que aunque no comparte el destino final de WorldCom, sí comparte una enorme destrucción del valor de los accionistas.

4.1 Un ejemplo: WorldCom.

La empresa *Long Distance Discount Services, Inc.* (LDDS) comenzó operaciones en 1983 en Mississippi. La industria de la reventa de larga distancia creció como consecuencia de la división -forzada por las autoridades antimonopolio- de AT&T, que permitió que otras empresas entraran a competir con el venerable gigante. En ese tiempo AT&T ofrecía precios de descuento por comprar al mayoreo minutos de larga distancia en su red. Empresas –muchas de ellas pequeñas- se comprometían con AT&T a comprar paquetes de minutos al mayoreo y después traspasar parte del descuento a sus propios clientes, de tal forma que los suscriptores recibían mejores tarifas que las que podrían conseguir por sí mismos. Como resultado toda la industria de la reventa creció, aunque dichas

empresas tenían una limitante en sus oportunidades de ganancias -las tarifas de conexión y acceso tanto en la originación como en el destino de la llamada-.

La industria de la reventa entonces se dividió en dos grupos: revendedores con conmutador y sin conmutador propio, derivado de que algunos participantes decidieron invertir en sus propios conmutadores para evitar esas tarifas que les cobraban. La industria empezó a crecer a través de fusiones y adquisiciones y una de esas empresas fue LDDS al mando de Bernie Ebbers, quien estaba más que lejos de ser la mayor figura en el negocio de los *deals*⁹².

Bernie Ebbers quien era accionista fundador de LDDS, tomó el mando después de cerca de un año de operaciones, cuando la empresa se encontraba en números rojos. Ebbers se enfocó en incrementar el margen a través de economías de escala con la finalidad de hacer atractiva la empresa y lograr una desinversión. Esas economías de escala pretendía lograrlas a través de fusiones con otras empresas revendedoras de larga distancia, haciéndose de sus clientes y prescindiendo de los recursos que fuesen redundantes. Y aunque pudo volver a tener números negros, la oportunidad de desinversión que él buscaba no se presentó.

La competencia en la industria de la reventa de larga distancia era muy intensa por lo que los precios estaban presionados y la única forma de ganar dinero era con incrementos del margen y con mayor volumen. Fue por esto que Ebbers se dedicó a adquirir toda empresa de reventa que pudiera y con ello incrementar su volumen. Otro problema que tenía que enfrentar eran las tarifas que AT&T cobraba por su infraestructura, lo cual lo motivó a buscar adquirir empresas que contaran con su propia infraestructura.

La compañía siguió creciendo y en 1989 se hizo pública al fusionarse con -la ya pública- *Advantage Companies*. Como resultado de este *deal*, LDDS ahora tenía operaciones en 11 estados principalmente al sur y medio este de Estados Unidos. El siguiente gran paso en la historia de LDDS fue en 1993 cuando hizo un *deal* con *Metromedia Communications* y con *Resurgens Communications Group*, ambas empresas de servicio completo de larga distancia.

Ebbers usaba para todas sus adquisiciones las acciones de LDDS como medio de pago, ya que a lo largo del tiempo estas habían presentado importantísimos incrementos en su precio, y había establecido una estrategia de momentum⁹³ en su crecimiento a través de fusiones y adquisiciones y no habría de detenerse. LDDS era todavía una empresa relativamente pequeña en comparación con AT&T y MCI, pero no se podía negar su meteórico crecimiento. Ebbers continuó por ese camino, ya que en el último día de 1994 completó la adquisición de *IDB Communications Corp*, y en enero de 1995 la adquisición de *WilTel Network Services*. *IDB* hizo a LDDS más internacional ya que la empresa tenía más de 200 acuerdos de operaciones con diferentes países. *WilTel* era una de cuatro

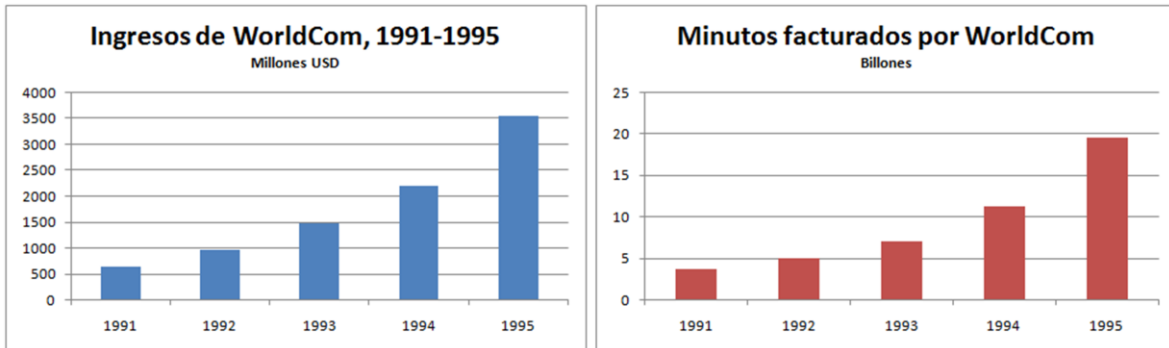
⁹² Bernie Ebbers quien se había graduado en educación física, antes había sido entrenador de básquet bol y gerente de moteles en el área de Jackson Mississippi.

⁹³ Ver punto 2.4.5 Estrategias de adquisición por momentum de este documento.

empresas que operaba una red de fibra óptica en EUA en ese entonces lo cual le ayudó a LDDS a transferir su tráfico a esa red y así bajar costos. Fue con estos *deals* que cambió su nombre a WorldCom porque se consideraba a sí misma como un jugador mayor en la industria de comunicaciones de EUA y con presencia en el mercado internacional.

Las fusiones y adquisiciones habían ayudado a la compañía a continuar con su crecimiento exponencial como se ve en las gráficas 4.1.

Gráficas 4.1

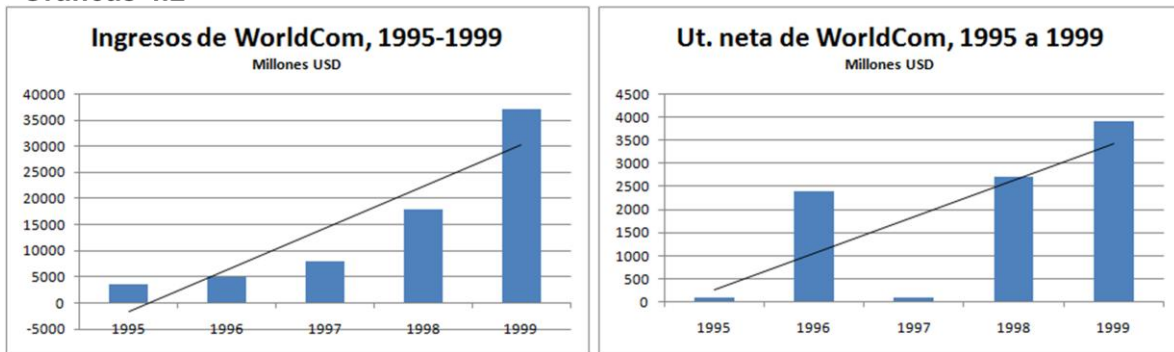


Fuente: Reporte anual WorldCom

En diciembre de 1996, WorldCom completó su primera megafusión al fusionarse con MFS Communications en un *deal* de 14 billones USD. Este *deal* trajo capacidades valiosas a WorldCom, en primer lugar MFS tenía varias redes locales a través de EUA y Europa, en segundo lugar el *deal* traía consigo UUNet, que era un proveedor grande de internet, expandiendo de esa forma el paquete de servicios que WorldCom podía ofrecer a sus clientes.

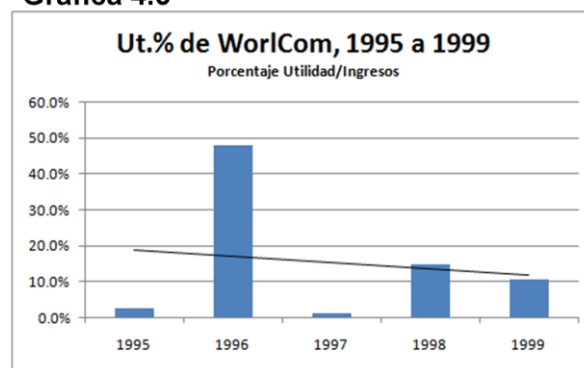
A comienzos de 1998, WorldCom completó tres operaciones fusionándose con BrooksFiber, Compuserve (desinversión de H&R Block por haber sido una adquisición fallida) y ANS Communications. Y en el otoño de ese mismo año anunció la fusión con MCI en una transacción valuada en 40 billones USD. Para 1999 la empresa tenía ingresos de 37 billones USD, con el crecimiento que venía de las fusiones y adquisiciones en lugar del proceso de crecimiento orgánico. Con todo y que el crecimiento de los ingresos en los primeros años de la década habían sido enormes, parecían modestos con los últimos años (ver gráficas 4.2). Sin embargo mientras los ingresos parecían impresionantes, las utilidades no, aunque parecieron moverse en la dirección adecuada en 1999 (ver gráficas 4.2). Desafortunadamente ese crecimiento se niveló y parecía que el crecimiento a través de fusiones estaba proveyendo retornos decrecientes y añadiendo presiones financieras a la empresa (gráfica 4.3). Hay que recordar que estas gráficas corresponden a datos reportados por WorldCom y ya incluyen contabilidad “creativa”.

Gráficas 4.2



Fuente: Reporte Anual WorldCom

Gráfica 4.3



Fuente: Thornburgh, Dick (2002)

El *deal* con MCI puso a WorldCom en un nuevo nivel, sin embargo Ebbers no estaba satisfecho, su experiencia estaba en hacer *deals* y siguió buscando aun más transacciones. Llegó a un acuerdo con Sprint para adquirirla en más de 110 billones USD en acciones, sin embargo la transacción no se llevó a cabo debido a que en julio de 2000 el departamento de justicia frenó la operación por motivos de anti-monopolio. Para este momento la acción ya se empezaba a deslizar a la baja, tendencia que nunca se revirtió. Increíblemente Ebbers se mantenía en su tendencia de hacer *deals*. En julio de 2001, WorldCom anunció que adquiriría Intermedia Communications.

Aunque Ebbers parecía intentar mantener su crecimiento a través de fusiones de forma permanente por el tiempo que se mantuviera al mando, una serie de eventos habían comenzado algo que ya no se iba a detener. La SEC, recién había lidiado con fraudes mayores en compañías como Enron y Adelphia, y ahora iniciaba una investigación de las prácticas contables de WorldCom como su reconocimiento de ingresos, gastos, entre otras políticas contables.

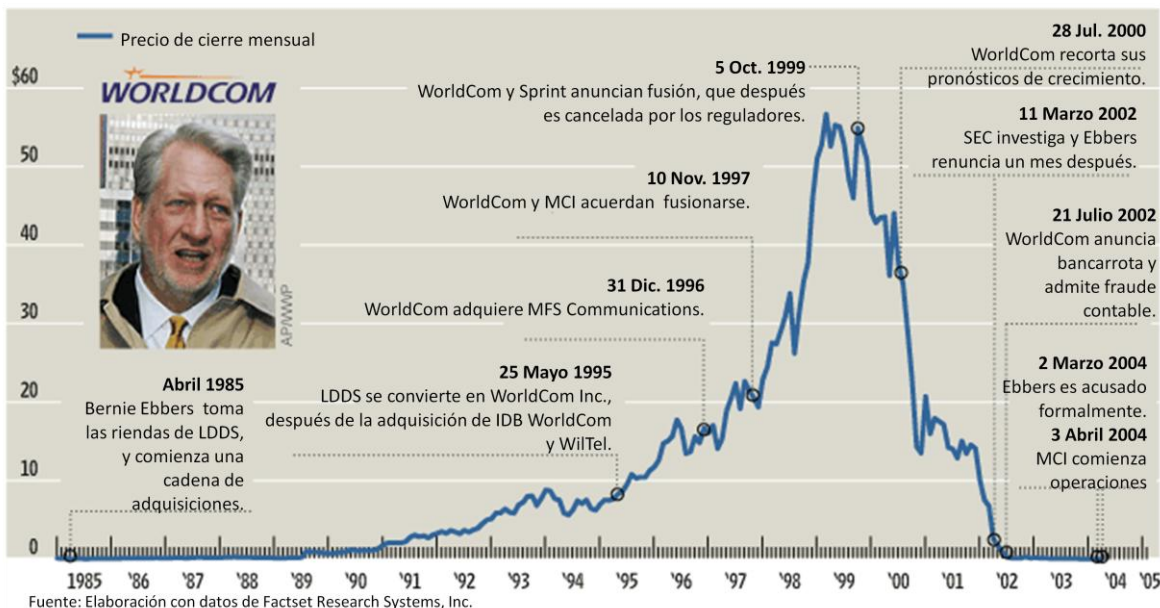
Durante el 2000, el contador de WorldCom descubrió, mientras preparaba el reporte trimestral, que las utilidades netas de WorldCom para el trimestre eran mucho menores de

las que había anunciado la Dirección a los analistas y el público inversionista⁹⁴; por lo que alertó al CFO, ya que reportar utilidades menores a las anticipadas le habría de pegar al precio de la acción y eso enfadaría a Ebbers (sobre todo porque en ese momento estaban preparando la compra de Sprint en acciones, las cuales se habían convertido desde mucho tiempo atrás en la moneda de Ebbers para adquirir empresas, pero también porque el precio de las acciones afectaba directamente el patrimonio de los miembros del Consejo y de la Alta Dirección). El CFO decidió que reportar esas cifras no era aceptable, sobre todo porque no sería bueno para su estabilidad económica y laboral.

El CFO decidió esconder las cifras reportando falsamente ciertos gastos. Específicamente instruyó al contador para que empujara las utilidades hacia arriba reduciendo ciertas provisiones de gastos de los libros y cambiando de forma anómala criterios de registro de gastos corrientes capitalizándolos como si fueran inversiones en infraestructura y activos fijos, lo cual no solo no es reconocido por los principios contables, también es ilegal.

Esas fueron las cifras que se estuvieron reportando trimestralmente al Consejo, a los accionistas, a los reguladores y público en general, hasta que el engaño fue descubierto y revelado al público el 25 de junio de 2002, dando como resultado que su acción que otrora cotizara a \$64 USD cayera a \$0.32 USD (Ver gráfica 4.4). El presidente George Bush prometió que habría responsables por esto, horas después de su declaración se generaron las demandas por parte de la SEC contra WorldCom por fraude, y un mes después el congreso pasó la Ley de Reforma de Contabilidad de Empresas Públicas y de Protección al Inversionista, también conocida como SOX.

Gráfica 4.4



⁹⁴ Ver en el inciso 2.1.5.3 el punto la ética en las comunicaciones externas. El darle “guías” al mercado puede ocasionar que el número ofrecido se vuelva una obsesión que haya que alcanzar no importa cómo, dando lugar a contabilidades “creativas” y otras prácticas que terminan destruyendo el valor económico de la empresa y en ocasiones a la empresa en sí.

Cabe resaltar que durante años la operación de LDDS/WorldCom estuvo plagada de problemas debido a las fusiones y adquisiciones que se hacían prácticamente de forma trimestral. Conforme LDDS se fue haciendo más grande y tecnológico, la integración de las nuevas empresas se volvía más complicada. Para empezar los sistemas y planes de facturación rara vez eran compatibles, por lo que en muchas ocasiones se presentaban problemas de doble facturación a un mismo cliente (con el sistema anterior y el de WorldCom) o incrementos arbitrarios en la tarifa al montar a los clientes en planes nuevos, o montando clientes para sus servicios sin el consentimiento del cliente. Solo en California pagó 3.5 millones USD de multas por lo anterior.

Debido a que por un lado la cobranza siempre estaba embrollada con dobles cobros, cobros injustificados, demandas de los clientes, etc., y por otro lado no existían políticas ni controles, ni quien los llevara a cabo y les diera seguimiento, hubo empleados que ponían negocios paralelos a su empleo y se otorgaban a sí mismos líneas 1-800; las cuales acumulaban enormes deudas que la empresa nunca llegaba a cobrar.

Las fusiones y adquisiciones traían también muchos problemas de índole organizacional ya que frecuentemente había enfrentamientos culturales y organizacionales entre los empleados de WorldCom y las empresas adquiridas. Problemas que no eran atendidos de ninguna forma ya que la Dirección estaba muy ocupada planeando la siguiente adquisición.

Otro foco rojo respecto a la operación de WorldCom es que a pesar de ser una empresa de tecnología, no existían planes DRP⁹⁵ ni de ninguna índole. En agosto de 1999 el servicio estuvo interrumpido por 10 días lo cual afectó a bancos, instituciones de gobierno, el *Chicago Board of Trade*, a más de 3000 proveedores de internet, entre otros clientes particulares e institucionales y la única solución fue regalar dos días por cada día que estuviera abajo el servicio, aun cuando los daños económicos para muchos de sus clientes fueron enormes.

Las fusiones y adquisiciones que se hicieron con empresas de infraestructura trajeron como consecuencia un sobre-inventario de capacidad sobre todo en la fibra óptica. Ebbers había pensado que el crecimiento del internet iba a ser de tal magnitud que si se podía apropiarse de la mayor cantidad de fibra óptica posible, podría dominar ese mercado e imponer sus condiciones. El problema fue que el internet no creció como lo habían imaginado y empezaron a tener una intensiva estructura de activos fijos que simplemente no estaban reutilizando, y que para colmo no era susceptible de desinversión debido a la sobreoferta de fibra óptica que había en el mercado. Tom Stluka quien trabajaba en WorldCom en planeación de capacidad, había hecho un modelo para predecir la demanda y el más improbable de los casos era que el tráfico se duplicaría cada 100 días. Y a pesar de que esto no sucedió, se publicaba como una realidad en los informes para los accionistas. Inclusive AT&T contrató al Dr. Andrew Odlyzko de la Universidad de Minnesota para que hiciera un estudio del tráfico y verificara esa tasa de crecimiento, lo cual obviamente no pudo hacer. Aun así -y ante la duda y el supuesto éxito de WorldCom-

⁹⁵ Ver DRP en Glosario.

AT&T durante un tiempo decidió seguir el “juego” de WorldCom en esa expectativa e instalaba varias millas de cable por hora.

Las decisiones (y engaños) de WorldCom tenían un gran impacto en toda la industria y la economía en general, ya que en la mayoría de los negocios en los que participaba siempre era líder de precios y tenía los mayores márgenes. AT&T y Sprint sin poder entender cómo lograba WorldCom esos precios tan bajos y márgenes tan altos, se vieron obligados a bajar sus precios continuamente al igual que su estructura de costos, el problema es que tuvieron que bajarlos despidiendo personal: 7500 en Sprint y más de 10,000 en AT&T. Además de que esas reducciones de precios afectaban directamente la rentabilidad de las empresas y por lo tanto el valor que se entregaba a los accionistas de esas empresas.

A nivel de Dirección y Consejo WorldCom tenía muchos focos rojos, ya que el Consejo estaba en su mayoría integrado por amigos de Ebbers, quienes rara vez lo contradecían o se enfrentaban a él. Y siendo un *CEO* publicirrelacionista, popular y de culto para algunos, y de un fuerte temperamento, no era buena idea enfrentarse a él. Aunado a lo anterior, Ebbers no gustaba de recibir malas noticias, solía castigar al mensajero y ello provocaba que la mayoría de los problemas se mantuvieran ocultos. Pero lo más asombroso era que no tenían una estrategia formal, ni un plan de largo plazo, ni documentación que remotamente sugiriera una actividad de gobierno como lo reconoció el investigador de la fiscalía Dick Thornburgh al decir que: “simplemente salía del bolsillo trasero de Ebbers”.⁹⁶

Como *CEO*, Ebbers no participaba en la operación de la empresa y no le gustaba enterarse de los problemas, pero en una comisión completamente ajena a su posición sí controlaba los gastos de viáticos de sus 80,000 empleados (investigando sobre montos de comidas por \$40 USD) o los gastos en café para los empleados (hasta instaló cámaras para que se pudiera controlar el robo de café en las cocinetas) y controlaba el tiempo que los empleados perdían fumando (también a través de cámaras). En otro aspecto, Ebbers siendo *CEO* de una empresa tecnológica, admitía no ser un tipo tecnológico y le gustaba que la gente le hiciera presentaciones en acetatos y no en computadora, sus instrucciones las escribía a mano y las faxeaba, entre otras “curiosidades”.

Ebbers había construido a lo largo de los años una red social que se extendía en diferentes direcciones. En primer lugar se encontraba Mississippi, donde LDDS había sido fundada y que se había vuelto un orgullo estatal. Ebbers había puesto a Mississippi en el mapa corporativo de los Estados Unidos y su población realmente lo consideraba un héroe. En segundo lugar la Biblia, Ebbers daba clases en la escuela dominical de su localidad y estaba muy relacionado con los fieles de su iglesia y construyó una relación sólida con una gran parte del Cinturón de la Biblia⁹⁷. Esta relación la enriqueció con una imagen de buen samaritano en la que ayudaba a las personas que lo requerían, apoyaba

⁹⁶ Thornburgh, Dick en entrevista sobre WorldCom para CNBC.

⁹⁷ El término Cinturón de la Biblia se refiere a los estados conservadores evangélicos del sur de Estados Unidos como son Florida, Alabama, Tennessee, Kentucky, Georgia, las Carolinas, Louisiana, Oklahoma, Missouri, Kansas, Arkansas, Texas y por su puesto Mississippi.

a las escuelas con recursos, etc., lo cual le dio mucho apoyo interestatal. En tercer lugar se relacionó con Wall Street, en particular con Jack Grubman quien desde su posición como director y analista respetado en Salomon Smith Barney lo apoyó mediante una constante recomendación de compra a las acciones de WorldCom –aun en los días en que las acciones se estaban cayendo después de anunciado el fraude- y con *spinning*⁹⁸ tanto para él como para los miembros del Consejo y de la Alta Dirección –amigos de Ebbbers, por supuesto-.

La acción de WorldCom jugó un papel central en toda la historia de la empresa. Con ese ritmo de fusiones y adquisiciones se hace virtualmente imposible para cualquier analista bursátil hacer una valuación seria y medianamente precisa de la acción, por lo que el mercado tomaba sus propias decisiones asignándole precios siempre al alza, impulsados por las recomendaciones de Jack Grubman, por las adquisiciones y los esfuerzos de relaciones públicas de Ebbbers con los mercados, los medios y el Cinturón de la Biblia, por el estricto seguimiento que hacía Ebbbers de las operaciones que hacían los directores y sus empleados con sus acciones y opciones, y por el simple hecho de estar en una época correcta para cotizar en bolsa. Para Ebbbers la acción se convirtió en una divisa que al ir siempre al alza, le permitía comprar empresas, la simpatía y apoyo de sus accionistas (ya fueran sus empleados, gente de Wall Street o del Cinturón de la Biblia) y sus múltiples propiedades personales.

La acción también fue la que se convirtió en el único objetivo en la agenda de Ebbbers y sus allegados, y seguramente fue lo que los guió en cada una de sus decisiones - incluyendo la de engañar- y que finalmente los hizo caer y destruir el valor para millones de personas.

4.1.1 Riesgos en Worldcom

WorldCom llevó a cabo más de 70 fusiones y adquisiciones en un plazo de 15 años lo que con una simple división nos dice que adquiriría cuando menos una empresa cada trimestre. Aún así, la caída de WorldCom tiene que ver con riesgos que yacen antes de cada *deal*, durante el *deal* y después del *deal*. A continuación se trata cada uno de los estadios y circunstancias para ver más claramente lo que sucedía.

4.1.1.1 Riesgos en Worldcom: Pre-deal

LDDS/WorldCom mantuvo a lo largo de su historia ciertas condiciones que sentaron fuertes bases de riesgo aun antes de que cualquiera de los *deals* se llevara a cabo. En el capítulo 2 se menciona como la estrategia se conforma a través de decisiones de altísimo nivel, las cuales en el caso de LDDS/WorldCom marcaron de forma permanente la manera en que la empresa crecería y al final el cómo la empresa sucumbiría a su propia forma de hacer negocios.

Decisiones de objetivos de desempeño. Cuando Ebbbers tomó el mando de LDDS por estar en problemas financieros, lo que él quería lograr era la desinversión, y por lo tanto el objetivo de desempeño fue hacer que LDDS se “viera bien” para que alguien la adquiriera.

⁹⁸ Ver Spinning en Glosario.

Al pasar los años, el objetivo de desempeño siguió siendo que la empresa se “viera bien” para los analistas, los mercados y los accionistas, reflejándose este empeño en el precio de la acción a lo largo del tiempo, y siendo esto el único motor de la empresa.

Decisiones de participación. En el comienzo LDDS decidió participar en el mercado de larga distancia por una coyuntura: Las barreras de entrada a esa industria se habían vuelto salvables y comprar un minuto de larga distancia a \$0.03 y venderlo a \$0.06 parecía un buen negocio. El problema fue que como uno de los socios confesó tiempo después en referencia a la solicitud de LDDS ante la Comisión de Servicios Públicos de Mississippi para operar como revendedora de larga distancia: “no sabíamos nada de larga distancia”.⁹⁹ Esta frase, revela que en realidad las decisiones de participación en LDDS se tomaron sin el conocimiento de las condiciones estructurales de ese mercado/producto en particular, es decir, si bien el margen en la compra venta de minutos era prácticamente del 100%, también existían muchos gastos operativos asociados (interconexión, switcheo, etc.) y gastos de ventas que finalmente se comían el margen. También parece que no tomaron en cuenta las perspectivas futuras de creación de valor en un mercado/producto en el que la competencia iba a ser incremental y con ello los márgenes se verían presionados, reduciendo obviamente la rentabilidad a lo largo del tiempo. Pero peor aún es que sus decisiones de participación parecen no serlo, son más bien la conjunción de factores, caracteres personales, circunstancias regulatorias y económicas las que los llevaron a este producto/mercado, el cual en menos de un año de operaciones ya querían abandonar.

Decisiones de posicionamiento. El haber decidido participar en un producto/mercado cuya rentabilidad se iba a ver presionada por la intensa competencia debido a las casi nulas barreras de ingreso, era en el mejor de los casos algo muy aventurado. Así que LDDS debía decidir como crecer su valor económico a tasas mayores que la competencia, pagar su costo de capital y de ser posible ganar algo arriba de eso. Un problema en la toma de decisiones fue la inconsistencia de intenciones en tres puntos a lo largo del tiempo: en el inicio querían entrar al negocio de reventa de larga distancia para ganar dinero, en un segundo momento al ir perdiendo dinero su intención fue vender la empresa, en un tercer momento al no recibir ofertas por la empresa deciden –por no quedar de otra- continuar “creciendo”. Pero en ningún momento establecieron un modelo de negocio –esa combinación de convicciones financieras y comerciales, profundas y estables- que determinase como iba a competir la empresa y cuanto del valor económico total del mercado iba a ganar, en vez de eso solo decidieron comprar mercado de forma incremental e indefinida. En cuanto a las capacidades de ejecución probablemente las fueron adquiriendo conforme compraban empresas, el problema es que por un lado las capacidades de ejecución por sí mismas no pueden superar un modelo de negocio pobre y por otro al no haber un plan de integración de las empresas que adquirían, dichas capacidades no pasaron de la potencia al acto por esa desconexión que permanecía entre las empresas adquiridas, aunque todas estaban bajo un mismo nombre, nunca se integraron en realidad. Sobra decir que ni el *CEO* ni el Consejo revisaron sus modelos de

⁹⁹ Jeter, Lynne *Disconnected*, 2003 P. 23

negocio, porque el único modelo que hubo fue adquirir empresas de forma continua y mucho menos buscaron algún tipo de *Gold Strategy*.

Decisiones de organización. En LDDS/WorldCom decidieron crecer a través de las fusiones y adquisiciones, pero esto *per se* no es un modelo de negocio ni una forma de organización, es decir no es en automático una forma de construir una institución que sostenga el crecimiento y la generación de valor a lo largo del tiempo. Se ha visto que todas las empresas tienen una combinación única de legados culturales institucionales y de personalidades y capacidades de sus ejecutivos que de forma inevitable influyen que metas van a perseguir y que tan exitosas serán alcanzándolas. En LDDS/WorldCom lo que prevaleció fue el imperativo institucional¹⁰⁰ llevándolos a tomar decisiones pobres de forma consistente, a mantener modelos pobres de negocio, a mantener activos con retornos pobres, a construir “ventajas competitivas” carentes de beneficio económico y a recompensar desempeños ejecutivos pobres. La miopía estratégica en LDDS/WorldCom es la que los llevó a pensar que la única forma de crecer era mediante fusiones y adquisiciones y peor aún, en esa forma tan desordenada. La falta de transparencia provocó que no se generaran buenas preguntas acerca del negocio ni tampoco una buena administración de recompensas de desempeño.

Decisiones de administración de riesgos. De las decisiones de administración de riesgos que debieron tomar en LDDS/WorldCom fue la de portafolio la más importante, el problema fue que tomaron posiciones ventajosas –vía fusiones y adquisiciones- en mercados poco rentables con enormes inversiones en activos que no estaban generando valor, por ejemplo LDDS tenía una enorme parte del mercado de la reventa de larga distancia por haber literalmente comprado esos mercados, el problema es que la competencia hacía que los precios bajaran y fuera cada vez menos rentable, otro ejemplo es ya en la era WorldCom cuando tenían una infraestructura de fibra óptica enorme pero el internet no tuvo el crecimiento esperado y por lo tanto no generaba valor. Es decir su portafolio no estuvo bien distribuido y no tuvo una ventaja compensatoria, por lo que las probabilidades de mermar e inclusive destruir el valor estuvieron presentes todo el tiempo. Aun concediéndoles el hecho de que en la opinión de los directores de LDDS/WorldCom habían armado un portafolio rentable, este portafolio no estaba debidamente cuidado con otras decisiones de administración de riesgo como sería el riesgo operacional. Esto se puede apreciar en la histórica caída del servicio en agosto de 1999, cuando el servicio estuvo interrumpido por 10 días y la única solución fue regalar días de servicio en compensación. En cuanto a sus decisiones de balance es difícil saber si hubo decisiones explícitas y deliberadas al respecto o su estructura de balance era simple consecuencia de las adquisiciones que iban haciendo, aunado a su “flexibilidad” contable. Lo cierto es que ningún balance -por fuerte que este sea- resiste la pobreza de un mal modelo de negocio. En el punto 2.1.5.3 se menciona como las decisiones éticas son decisiones del ámbito económico –no solo del ámbito moral- y constituyen decisiones de administración de riesgos. Las decisiones en cuanto a la información, fueron pobres por parte de Bernie Ebbers que fue quien promovió –con su enojo y renuencia a escuchar malas noticias- una

¹⁰⁰ Ver Imperativo institucional en 2.1.4 Decisiones de organización.

prohibición implícita de informarle los problemas a él y al Consejo. La toma de decisiones se hacía con información parcial –tolerado y promovido por la Dirección- y esto es tan irresponsable como conducir un automóvil con todos los vidrios empapelados, y solo dejando una pequeña mirilla para “ver el camino”. Otro aspecto fueron las “tribus” promovidas por parte de la Dirección -por la omisión de una correcta y planeada integración de las empresas que se iban adquiriendo-, lo cual no solo es una monumental torpeza operativa sino una falta de sentido ético hacia sus empleados. Y ni que decir de sus comunicaciones externas, cuando mintieron a sus accionistas y la industria al declarar en sus informes que el internet crecía a una tasa mucho mayor de la real, al mentir en su contabilidad y al darle “guía” al mercado a través de sus informes y de las recomendaciones del analista de Salomon Smith Barney Jack Grubman.

Como se vio anteriormente la habilidad de tomar las decisiones estratégicas “correctas” se basa en dos principios de gobierno: el propósito de la estrategia en sí y el rol del CEO, en cuanto al propósito de la estrategia en LDDS/WorldCom, éste fue confundido y en lugar de buscar maximizar el valor para los accionistas a lo largo del tiempo a través de un modelo de negocio sólido, simplemente fue acrecentar el valor de la acción a través de fusiones y adquisiciones, lo que en el largo plazo destruyó totalmente el valor. Y el rol primordial del CEO -que es asegurarse que todos los recursos de la empresa estén comprometidos con las estrategias que maximizan el crecimiento del valor a través del tiempo-, tampoco se cumplió ya que la ausencia de un modelo de negocio, el crecimiento casi alocado a través de fusiones y adquisiciones, la nulidad de un Gobierno Corporativo y de una administración integral de riesgos de 360 grados, y la inaceptable actuación fuera del marco de la ética y la normatividad, pavimentó el camino a la destrucción de la empresa y del valor de sus accionistas.

Como se puede ver antes de que cualquier *deal* se llevara a cabo, el riesgo de que éste no fuera exitoso era enorme ya que no existían esas precondiciones necesarias de negocio para que las fusiones y adquisiciones tuvieran oportunidad de rendir fruto.

4.1.1.2 Riesgos en Worldcom: *deal*

Como se vio en el capítulo 2, dada una coherencia entre el rol del CEO y el propósito de la estrategia en sí, aunado a la existencia de procesos robustos para el establecimiento de objetivos, para el análisis FODA, para la toma de decisiones y consecuentemente para la definición de una estrategia, se puede llegar a la decisión de crecimiento inorgánico a través de fusiones y adquisiciones. En el caso de LDDS/WorldCom no tenían procesos robustos prácticamente en nada, y solo llegaron a la decisión de comprar empresas porque a Ebbers y el Consejo les pareció la forma más “adecuada” o “sencilla” de hacer crecer la empresa.

Búsqueda y originación. En el punto 2.3 de este documento se menciona cómo algunas empresas dedican una enorme cantidad de tiempo y recursos para encontrar una empresa para ser adquirida y que aporte sinergias auténticas, medibles y significativas para la creación de valor. En el caso de LDDS/WorldCom ya se ha mencionado que prácticamente adquirirían cuando menos una empresa cada trimestre, esto nos da una

perfecta idea de la cantidad de recursos y tiempo que se le asignaba a la tarea de búsqueda y originación.

Due Diligence y Valuación. En LDDS/WorldCom habían desarrollado una fórmula de adquisiciones muy simple, se le enviaba por fax un corto cuestionario a la empresa objetivo para que lo regresara contestado junto con sus estados financieros, ya con la información de regreso en muy poco tiempo decidían lo que iban a pagar. Si les gustaban los ingresos de la empresa se decidían por adquirirla y pagaban de forma estándar 6 veces sus ingresos anuales, aun sabiendo que la empresa podría venderse por tres o cuatro veces sus ingresos anuales. En el punto 2.3.2.3 se menciona que la oportunidad para crear valor yace en que el comprador pague un precio menor al valor intrínseco de la empresa adquirida, si aplicaban una regla de cajón de 6 veces ingresos como forma de valuación, simple y llanamente LDDS/WorldCom no tomaba en cuenta el valor intrínseco en su “modelo” de toma de decisiones para adquirir empresas ya que no utilizaba ningún otro estimador, ni mucho menos triangulaba diferentes valores, ni valuaba las supuestas sinergias que la adquisición traería. Otro aspecto que arroja luz sobre el deficiente *Due Diligence* que realizaba LDDS/WorldCom, es el hecho de que en ocasiones adquirió empresas cuya tecnología no era compatible con la de ellos y era prácticamente imposible de integrar a su red actual, por lo que debían mantener diferentes tipos de operatividad técnica, personal de apoyo, contratos de proveedores, entre otros factores que creaban diseconomías de escala, incapacidad de alcanzar el mejor nivel de operación y en muchos casos descontento de los clientes con problemas en el servicio.

Momentum. Las estrategias de momentum que siguió LDDS/WorldCom para generar crecimientos inesperados, aunado a la complicidad del analista Jack Grubman y las prácticas de contabilidad “flexible”, fueron las que empujaron el valor de las acciones por mucho tiempo. Como se vio en el punto 2.4.5 las estrategias de momentum de ingresos se basa en adquirir empresas que aumenten los ingresos y aprovechando lo difícil que es valorar empresas que están modificando su estructura constantemente, esto llevó a que el mercado malinterpretara estos aumentos continuos de ingresos con una generación real de valor. Al final se observó que la estrategia de momentum era en realidad un “embellecedor” para una empresa que carecía de un modelo sólido de negocios y de una estructura organizacional y de gobierno adecuada. Peor aún, suponiendo que esta estrategia la pudieran haber prolongado por tiempo indefinido, fue este afán de mantener la acción arriba lo que los hizo entrar a prácticas contables ilegales y que derivaron directamente en la destrucción prácticamente total del valor de los accionistas, la pérdida de empleos y un daño económico generalizado.

Diseño de la operación. Como se vio en el capítulo 2 el diseño de la operación es más que establecer un precio y se puede utilizar el cuadro 2.12 del marco general de diseño del deal para hacer una inspección de cómo se hacía este diseño en LDDS/WorldCom. Habiendo realizado más de 70 *deals* es muy difícil saber de forma precisa la forma en que diseñaban sus operaciones, pero en la época de LDDS Ebbers y Singleton estructuraban sus operaciones básicamente fijándose en la forma del pago y en el financiamiento. La forma en que tradicionalmente diseñaban el *deal* era: fijar el precio que como ya vimos

era siguiendo la fórmula de multiplicar por 6 los ingresos anuales de la empresa objetivo, y posteriormente hacer una mezcla de efectivo y acciones para realizar el pago. Esta mezcla variaba según la disponibilidad de efectivo que tuvieran. Para ejemplificar lo anterior en ocasiones cuando los niveles de deuda ya no permitían más endeudamiento, estructuraban paquetes de acciones de \$10,000.00 y \$25,000.00 USD que colocaban entre la gente que conocían en el cinturón de la biblia y gente de negocios de la localidad, y en una ocasión Ebberts llegó a hipotecar sus propiedades para financiar la adquisición de TMC en 1987. No existe evidencia de que hayan realizado análisis de valuaciones de sinergias, de escenarios, de activos/pasivos ocultos, de dilución de ganancias y/o voto, de las condiciones del mercado/producto, de administración de riesgos, y la meta que en definitiva buscaban era mejorar resultados. Conforme fue pasando el tiempo y la empresa se hizo más grande y empezó a cotizar en bolsa, los diseños de las operaciones fueron atendiendo más factores como financiamiento a través de bancos de inversión, gravabilidad de la transacción, análisis de compensación a directores, y metas de mejora de resultados reportados y de administración de señales al mercado, ya que estas dos metas estaban relacionadas con el motor de WorldCom: el precio de su acción. Como podemos ver los diseños de los *deals* en LDDS/WorldCom se perciben como sencillos y hasta simplones, y esto se debe a la velocidad a la que se hacían por su compulsión a estar adquiriendo empresas como “modelo de negocio” y forma de crecimiento: por lo cual simplones o no, eran coherentes con su forma de hacer negocios.

Actividades de cierre. El *deal* diseñado contiene los detalles relevantes y necesarios para su consumación, y compromete a los directores de ambas compañías a entrar en acción para hacer que se dé el cierre. Lo que más llama la atención de LDDS/WorldCom es que el arreglo definitivo requiere el voto afirmativo por parte del Consejo de la empresa objetivo y requería el voto del Consejo de LDDS/WorldCom también. Tomando en cuenta que lleva de 30 a 90 días preparar un prospecto de fusión con la ayuda de asesores legales y financieros y otro par de meses la distribución del prospecto entre los accionistas para solicitar posteriormente su voto, por lo que todo esto puede suceder hasta 6 meses después del anuncio público, la velocidad a la que trabajaban para hacer todo esto más de 70 veces en 15 años es de asombro, pero al mismo tiempo puede dar pie a razonables sospechas sobre la calidad de los procesos que llevaban a cabo.

4.1.1.3 Riesgos en Worldcom: Post-*deal*

Esta es una parte crucial para el éxito del *deal* ya que es el punto donde las expectativas se cumplen o se rompen, y en el caso de LDDS/WorldCom los riesgos de fallar en la integración y por lo tanto en el resultado final del *deal* se elevaban conforme llevaban a cabo más y más adquisiciones. La estrategia de integración debe fluir desde las razones de negocio que originaron el *deal* y en el caso de LDDS cuando Ebberts tomó el mando en abril de 1985, las razones para las adquisiciones eran bajar costos y adquirir mercado. Dado que LDDS y las empresas que adquirirían eran revendedoras, no había infraestructura complicada que integrar, básicamente era agregar a los clientes de la empresa adquirida a los clientes actuales y darles servicio con el personal actual y el *switch* que ya tenían, lo cual se traduce en mayores ingresos y menores gastos relativos. Hasta este punto parece tener sentido su estrategia y en cierto sentido funcionó porque

en seis meses ya tenían números negros. El problema fue que como se vio anteriormente se habían metido en un producto/mercado que por un lado no conocían y que por otro habría de estar muy presionado por la competencia y las tarifas de infraestructura, lo que eventualmente llevaría otra vez a reducciones en las utilidades.

Una segunda fase de adquisiciones tiene su origen en la respuesta al problema derivado de la primera fase: no importa cuántos clientes tuvieran, las tarifas de infraestructura y los precios competidos se estarían comiendo los márgenes. De ahí que las siguientes adquisiciones fueran tanto por clientes -como en la primera fase- como por infraestructura que les permitiera reducir los egresos por tarifas. El problema fue que como claramente dijo en 1990 Chris Eddy empleado de LDDS desde 1986: “en los viejos tiempos hacíamos mejor trabajo integrando las empresas, pero ahora mientras más grande, mas técnico y difícil se hace integrar los switches, sistemas de facturación, redes y sistemas contables”¹⁰¹. Prueba de lo anterior es la serie de problemas operativos que se fueron generando y dejando atrás esperando que se solucionaran solos, tales como los fraudes internos por parte de empleados, las quejas por errores en la facturación y doble facturación, las fallas en el servicio, las barreras entre empleados por diferencias de culturas organizacionales y filosofías de trabajo, entre otros.

En el capítulo 2 se revisó el proceso de fusiones y adquisiciones, y se pudo apreciar que es algo que sin lugar a dudas lleva mucho tiempo y esfuerzo, en especial si se busca la excelencia en los resultados. LDDS/WorldCom realizaba cuando menos una fusión por trimestre, en ocasiones más, por lo que era prácticamente imposible que todo el proceso se llevase de forma completa y correcta para asegurar una fusión exitosa. Por ejemplo cuando adquirieron Skytel, no hubo un plan post fusión para informar a los empleados de la empresa adquirida sobre los asuntos referentes “a mí”¹⁰², por lo que los empleados pensaban que al ser adquiridos por una empresa más grande podrían ser despedidos, o que serían beneficiarios de mayores inversiones o beneficios laborales, al final algunos fueron despedidos, y nunca se dieron las inversiones ni mayores beneficios porque adquirir Skytel fue una mala decisión. Conforme las tarifas de las compañías celulares fueron disminuyendo por la intensa competencia, los servicios de envíos de texto de Skytel fueron dejando de ser atractivos al mercado. Todas estas cuestiones fueron altamente distractoras y afectaron la productividad, provocando entre otras cosas desertión.

La integración post fusión no es simple, y debe ser abordada como cualquier otra transformación corporativa mayor, basada en el entendimiento de la turbulencia de la nueva empresa, administrando la empresa como un sistema completo y con liderazgo a todos niveles de la organización. La planeación (anticipación) de la integración por lo tanto debió ser parte de todos los aspectos del desarrollo de las transacciones de LDDS/WorldCom, pero no lo fue.

¹⁰¹ Jeter, Lynne *Disconnected*, 2003 P.48

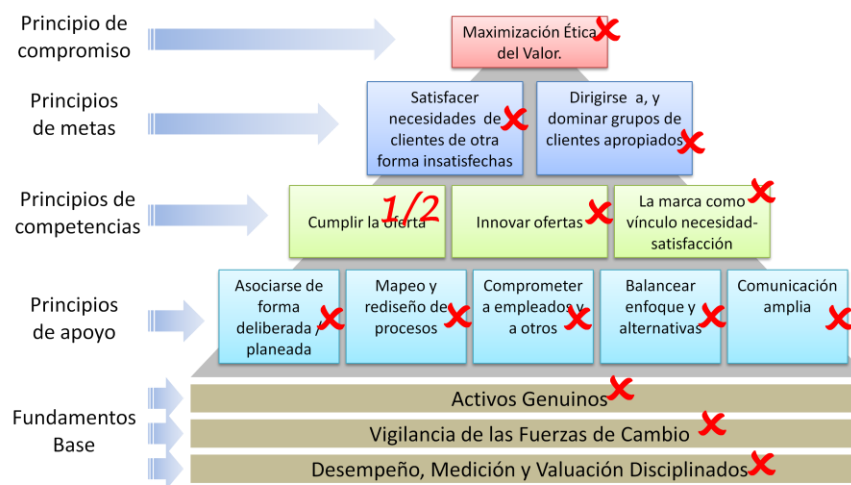
¹⁰² Ver Capítulo 2 punto 2.7 Integración Post Fusión.

4.1.1.4 El ERM y el Gobierno Corporativo en LDDS/WorldCom

Como se vio en el capítulo anterior, el instrumento más importante de control de riesgos es el Gobierno Corporativo y su principal reto es crear un sistema que mantenga a los tomadores de decisiones en una posición de rendición de cuentas y como se ha podido ver en el caso de LDDS/WorldCom, ni el Gobierno Corporativo ni el ERM jugaron papel alguno en el devenir de esta empresa.

Se puede utilizar el Return Driven Strategy Framework¹⁰³ como base para hacer un análisis de lo que LDDS/WorldCom hizo -o dejó de hacer-.

Cuadro 4.2 Return Driven Strategy Framework en LDDS/WorldCom



Fuente: Elaboración propia con uso del modelo de Frigo y Litman (2007)

Maximización ética del valor. En LDDS/WorldCom el valor se asoció directa y únicamente con el valor de la acción, y ya se vio en los capítulos anteriores que cuando el objetivo de desempeño se basa en el precio de la acción se puede incurrir en prácticas que pueden ser no adecuadas (como la estrategia de momentum en las M&A's, la flexibilidad contable, el darle guías al mercado, entre otras) y se corren riesgos –inclusive fuera del marco de la ética- que de otra forma estarían totalmente fuera de los parámetros de la empresa con tal de no “desilusionar” al mercado. Hay una diferencia enorme entre una gran acción y una gran empresa, pero ellos no la veían.

Satisfacer necesidades de clientes de otra forma insatisfechas. Cuando Ebbers y sus socios fundaron LDDS, lo hicieron simplemente para revender minutos de larga distancia con un margen que parecía atractivo, pero los clientes ya tenían satisfecha desde antes su necesidad de comunicación de larga distancia con AT&T, lo único nuevo era la “estrategia” de precios bajos, estrategia que al ser la misma que los competidores terminaría erosionando los márgenes y con ello la rentabilidad de toda la industria. Posteriormente cuando WorldCom adquirió Skytel, los clientes ya estaban usando celulares en lugar de *paggers* para satisfacer esa necesidad de comunicación, llevando al

¹⁰³ Ver 3.2.2.1 Marco conceptual del ERM

fracaso esta adquisición. Y cuando WorldCom se dedicó a adquirir infraestructura de fibra óptica para lo que creían sería el boom del internet, resulto que en esa época el internet no representaba todavía una necesidad insatisfecha. LDDS/WorldCom parecía de forma crónica omitir uno de los principios fundamentales de los negocios: satisfacer necesidades. Las empresas exitosas reconocen y responden de forma rentable a las necesidades insatisfechas y a las tendencias: WorldCom no lo hacía.

Dirigirse a, y dominar grupos de clientes apropiados. En el anexo 5 se mencionan los dos impulsores de alto nivel estratégico del desempeño de la empresa: la economía del mercado y la posición competitiva. Los efectos combinados de la economía del mercado y la posición competitiva, aunado a la capitalización de la empresa, determinan el nivel y tasa de crecimiento la generación de valor. La importancia de dirigirse a, y dominar grupos de clientes apropiados se puede apreciar por ejemplo, en el momento en que LDDS decide competir en el mercado de la reventa de minutos de larga distancia. El margen parecía muy bueno, pero esos clientes se iban a estar moviendo por el precio, así que si un competidor llegaba con menores precios, los clientes se irían. No se puede fundar un modelo de negocio basado en clientes cuya sensibilidad al precio es de tal magnitud porque la industria en el mediano plazo se irá erosionando, presionando los márgenes de forma continua y haciendo que la empresa no genere valor. Es decir la economía de ese mercado era pobre desde un inicio, y por eso tuvieron que ir a buscar la mayor posición competitiva posible, y lo hicieron con fusiones y adquisiciones. Cuando hicieron la fusión con SkyTel, se dirigían a un grupo de clientes cuya necesidad estaba siendo satisfecha por dos tecnologías diferentes, el teléfono celular y el *pager*, cuando los precios descendientes de la telefonía celular terminaron por desechar la opción del *pager*, de inmediato la economía de ese mercado se fue en picada, haciendo que el *deal* fuera otro fracaso. En términos muy parcos: la cartera de clientes de LDDS/WorldCom nunca fue debidamente estudiada ni dirigida para crear valor.

Cumplir la oferta. LDDS en un principio cumplía su oferta de minutos de larga distancia más baratos, pero conforme fue creciendo con fusiones y adquisiciones y abarcando diferentes segmentos del mercado de las telecomunicaciones, se fue complicando su operación y se fue relegando la solución de los problemas, y con ello se dejó de cumplir la oferta. Los constantes problemas de facturación, la histórica interrupción del servicio -por falta de planes BRP-, entre otros síntomas, dieron cuenta de que la oferta de WorldCom ya no llegaba a los clientes en la forma en que el cliente esperaba. WorldCom fallaba en cerrar la brecha del cliente entre la expectativa del servicio y la percepción del mismo, esto derivado de que no sabían lo que el cliente esperaba, no seleccionaban el diseño ni los estándares correctos, no entregaban el servicio con los estándares y no igualaban el desempeño con las promesas.

Innovar ofertas. La innovación de ofertas requiere de una cultura especial patrocinada desde lo más alto de la organización y que con frecuencia en realidad es la suma de varias ópticas diferentes pero con valores comunes y compartidos dentro de dicha cultura. La innovación de ofertas requiere que el Consejo y la Alta Dirección estén convencidos de que el cambio es una condición de negocios inevitable y que la flexibilidad es una

habilidad indispensable. La flexibilidad no se logra centralizando en unos cuantos las decisiones y las capacidades de investigar, crear y aprobar ideas. En WorldCom, Ebbers monopolizaba la toma de decisiones y no alentaba de ninguna forma la generación de ideas nuevas ya que se aferraba a lo que él siempre había hecho: nulo marketing, control de gastos, y fusiones y adquisiciones. Peor aún, los empleados que frecuentemente estaban atascados en una burocracia estilo Ebbers o enfrentándose en “tribus” para defender las identidades de sus antiguas empresas -ahora adquiridas y forzadas a unirse al caos organizacional de WorldCom-, no contaban ni con alicientes ni con el ejemplo para involucrarse en procesos de innovación. Por otro lado la innovación no puede darse sin conocimiento e información, y en WorldCom había mucho desconocimiento de los asuntos internos –procesos, controles, riesgos, capacidades, sinergias, entre otros- y carecían de la información adecuada sobre tendencias, mercados, clientes, competidores, etc. La innovación en la economía moderna ya no es principalmente la gran idea, nacida del ingenio del pionero solitario. Hoy prácticamente todas las innovaciones son colectivas y se obtienen casi siempre con los mejoramientos acumulativos de los productos y procesos, y no a raíz de grandes invenciones, y sin duda alguna en WorldCom, las condiciones para ello no estaban dadas.

La marca como vínculo necesidad-satisfacción. Las marcas son un dialogo entre los clientes y el servicio/producto de la empresa. Este dialogo se da de varias formas: en primer lugar con esquemas de ganar-ganar entre la empresa y los clientes, en segundo lugar yendo más allá de la satisfacción de necesidades -ligadas a precios y conveniencia- a través de añadir verdadero valor a la oferta, en tercer lugar hoy día los clientes dan por hecho la calidad, por lo que ellos la esperan y se les debe entregar, en cuarto lugar la comunicación con los clientes, conocerlos para saber qué es lo que quieren -o inclusive sienten- respecto a lo que están recibiendo; entre otras formas adicionales. LDDS/WorldCom no pudo hacer de su marca un vínculo necesidad-satisfacción, la renuencia de Ebbers a invertir en marketing aunada a todos los problemas directivos y operativos que tenía, impedían que entregara un servicio con calidad y oportunidad, y sobre todo que creara situaciones de ganar-ganar. Además los problemas de integración post-fusión que tenían, hacía que ni los empleados creyeran en una sola marca, por ejemplo los empleados de SkyTel se rehusaban profusamente a verse a sí mismos como WorldCom¹⁰⁴. La marca LDDS/WorldCom en términos de verdadero *branding* no significaba nada ni hacia dentro ni hacia afuera de la organización.

Asociarse de forma deliberada/planeada. En los cuadros 2.2 y 2.3 del capítulo 2 se muestra como las decisiones de diversificación, expansión o reestructura obedecen a la estrategia, al análisis FODA de la empresa, y a las necesidades de propiedad, control y de administración de riesgos, por lo que las asociaciones (fusiones, adquisiciones, *joint ventures*, inversiones minoritarias, etc.) deben ser un asunto realmente planeado y buscado como la mejor alternativa. En LDDS/WorldCom las fusiones y adquisiciones fueron simple y llanamente la forma más fácil de crecer, ya que el desconocimiento de la industria en la que estaban por parte de sus directores, aunado a la incapacidad de crear

¹⁰⁴ Jeter, Lynne *Disconnected*, 2003 P. 108

un modelo real de negocio -fundamentado en la satisfacción de necesidades, en la innovación de ofertas, en el seguimiento a las tendencias del mercado, en una Dirección operativa adecuada y un Gobierno Corporativo eficiente-, impidió que crecieran de forma orgánica y se asociaran únicamente cuando la creación de valor sería beneficiada por un *deal* bien planeado y ejecutado.

Mapeo y rediseño de procesos. Esto por supuesto significa el conocer y rediseñar de forma constante los procesos para incrementar la eficiencia, mejorar la calidad y reducir los costos y los riesgos. En muchas empresas las cosas se hacen de cierta forma por años y la Dirección asume que como las cosas siempre se han hecho así no hay motivo para cambiar. Esta reingeniería requiere preguntarse porque las cosas se hacen de una forma, retar los supuestos y una disposición al cambio y por supuesto al rediseño. El problema fue que Ronald Beaumont y John Sidgmore desde su posición de directores de operaciones no impulsaron ni patrocinaron esta cultura, y peor aún ni Ebbers ni el Consejo la impulsaron tampoco. Ellos debieron patrocinarla por varias razones: la primera, el impacto de este rediseño es tan amplio que solo la alta administración la puede autorizar, la segunda es que el rediseño por lo general envuelve modificaciones a la cultura, y modificar la cultura es prerrogativa exclusiva de la alta administración como parte del Gobierno Corporativo, y la tercera es que el rediseño requiere liderazgo del tipo más visible. Y como hemos visto LDDS/WorldCom no tenía tiempo para otra cosa que estar llevando a cabo fusiones y adquisiciones. Este rediseño podría haber ayudado a WorldCom a disminuir costos y gastos e incrementar el margen en lugar de cocinar los libros, a subsanar los problemas de facturación y de falta de controles para la cobranza, a cumplir la oferta e innovarla, y al mejorar la oferta y cumplirla podrían hacer de la marca un vínculo necesidad-satisfacción, y tal vez hasta les habría dado más orden en la parte operativa para las integraciones post fusiones, desafortunadamente nada de esto lo hicieron.

Comprometer a empleados y a otros. La historia del pionero solitario está firmemente arraigada en la cultura de Estados Unidos, fue este espíritu el que conquistó la frontera del lejano oeste, la que construyó las dinastías corporativas de la era industrial, la que transformó a inmigrantes sin un centavo en magnates de la industria¹⁰⁵. La esencia del mito del pionero todavía está presente en lo profundo de la psique colectiva, el héroe sigue siendo el individuo duro, competitivo y a veces despiadado que asciende hasta la presidencia de la organización o que funda una nueva empresa. El problema del modelo del pionero solitario no es que sea correcto o incorrecto, sino que ya ha perdido su utilidad, ya que es fruto de circunstancias históricas y éstas han cambiado de forma notable. El individualismo extremo tal vez sea un estereotipo popular, pero no es necesario ni conveniente en el mundo de la innovación colectiva que responde al nuevo modelo de la empresa. Las personalidades autoritarias y manipuladoras enajenan más personas de las que atraen, cosa que no se puede permitir en una época que requiere el compromiso y la participación plena de todos los empleados. En LDDS/WorldCom los

¹⁰⁵ Bernie Ebbers era un inmigrante que había llegado a Mississippi desde Canada y se veía a sí mismo como tipo competitivo y duro que podía lograr grandes cosas.

empleados no se encontraban identificados con su nueva empresa por las enormes fallas que había en la integración post-fusión, se agrupaban en tribus que se enfrentaban a nivel de procesos y de valores culturales, por lo que su compromiso para aportar sus capacidades a la operación, a la mejora de la empresa y sobre todo a la creación de valor era muy bajo. Este tipo excepcional de compromiso solo se da dentro del contexto de una cultura corporativa que demuestre un auténtico interés por los empleados y en la cual todos los miembros de la organización comparten la vocación y el ímpetu por el servicio y por la creación de valor, comenzando por el director general y el Consejo.

Balancear enfoque y alternativas. Como se vio en el capítulo 2 una de las formas en las que se manifiesta el imperativo institucional es en la miopía estratégica, que consiste en que la empresa tiende a considerar para sus estrategias actuales solo un pequeño número de opciones, y a veces ninguna. Esta miopía hace que se busque el crecimiento en un rango muy angosto de oportunidades, y en el caso de LDDS/WorldCom esto los llevaba a solo considerar el crecimiento inorgánico a través de las fusiones y adquisiciones, nada más.

Comunicación amplia. La creación de valor tiene que ver con una muy eficiente coordinación de los elementos de la empresa, y uno de los elementos claves por supuesto son las personas. Las personas son las que ejecutan los procesos, los controlan, los mejoran; las personas son quienes atienden a los clientes –internos y externos-, a los proveedores, a los acreedores, a las autoridades; las personas son quienes conforman los comités de riesgos, de compensaciones, quienes auditan los registros y hacen los reportes; las personas son las que en cada faceta de su trabajo pueden construir o destruir el valor de la empresa para los accionistas. El Gobierno Corporativo y el *ERM* utilizan la cultura para lograr que las personas se alineen al logro de la maximización del valor a través de su mejor esfuerzo, pero la consolidación de una cultura así requiere de una comunicación amplia y de 360 grados. En LDDS/WorldCom esta comunicación tan necesaria no se daba ya que la comunicación era direccional y tenía importantes barreras –prejuicios, resistencia al cambio, egocentrismos-. Una buena comunicación habría permitido: que a nivel de recursos humanos las integraciones post-fusión fueran mejores, que los problemas fueran comunicados a la Alta Dirección, que los objetivos de desempeño fueran cuestionados, evaluados y puestos en tela de juicio por parte del Consejo y los comités, que los empleados tuvieran expectativas realistas respecto a su carrera; los beneficios de una buena comunicación habrían sido varios y de gran impacto en la creación de valor. Dentro del contexto de este trabajo se puede decir que una buena comunicación es una herramienta de administración integral de riesgos, y WorldCom no la tenía.

Activos genuinos. Uno de los retos más grandes en las empresas es transformar el capital y los pasivos en activos genuinos, es decir activos que contribuyan a la creación de valor y no solo constituyan un lastre financiero. Cuando LDDS/WorldCom se embarcó en esa serie interminable de fusiones y adquisiciones, y peor aún tomando atajos como: sobrevaluar a las empresas objetivo, no valuar las posibles sinergias, no hacer los planes de post-fusión, no vigilar las tendencias y necesidades de los mercados reales (*main*

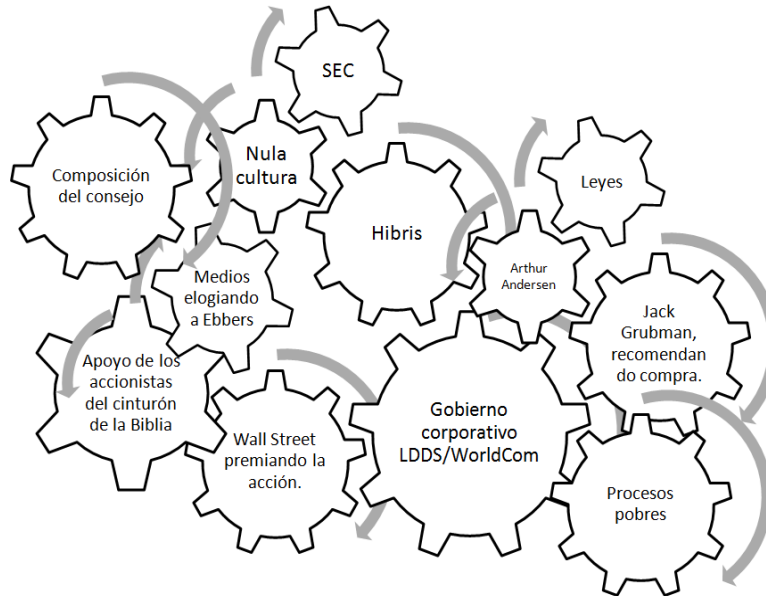
street), entre otros, lo que hizo fue crear su propio depósito de activos improductivos que fueron mermando la generación de valor y que finalmente llevaron al desenlace que ya conocemos. Vale la pena mencionar que aunque la transformación de los activos siempre conlleva riesgos, WorldCom pudo haber realizado ingenierías financieras que le permitieran contar con opciones reales para abandonar proyectos, como fue el caso de la infraestructura de fibra óptica que no tuvo la demanda esperada y cuya opción de abandono habría sido muy valiosa y habría ayudado a aumentar la flexibilidad de la empresa.

Vigilancia de las fuerzas de cambio. Las empresas exitosas tienen una visión totalmente incluyente de sus negocios y reconocen que su ambiente está constantemente presentando nuevas oportunidades y amenazas, y entienden la importancia de monitorear constantemente el ambiente y adaptarse a él. La responsabilidad mayor de identificar los cambios significativos en el mercado recae en la gente de marketing de la empresa; más que cualquier otro grupo dentro de la compañía ellos deben monitorear las tendencias y buscar las oportunidades. Y aunque todo director en una organización necesita observar el ambiente externo, la gente de marketing tiene cuando menos dos ventajas: métodos disciplinados –inteligencia de marketing e investigación de mercados- para recolectar información acerca del ambiente y pasan más tiempo observando a los clientes y competidores. En LDDS, Ebbers -quien había tenido éxito en los moteles mercadeándolos con posters en las carreteras- no aceptaba gastar en marketing, de hecho gastaban menos del 0.5% de los ingresos en esto, él pensaba que había que alejarse de los gastos que implicaba el marketing y enfocarse a estimular el crecimiento con fusiones y adquisiciones.¹⁰⁶ Es obvio que este gasto no fue suficiente para poder monitorear a la industria de la larga distancia con sus márgenes continuamente presionados, ni la industria celular cuyos precios a la baja harían de SkyTel una alternativa obsoleta frente a los celulares, o las necesidades de conexión a internet en aquellas épocas.

Desempeño, medición y valuación disciplinados. Tanto el Consejo como la Alta Dirección de WorldCom fallaron en establecer una disciplina que ligara la estrategia y la operación con los máximos objetivos financieros. Por ejemplo en 1999 Ebbers decidió recortar a la mitad el presupuesto dedicado a la auditoría interna pero al mismo tiempo incrementó en demasía los bonos directivos de desempeño, esta situación fue investigada después por la corte de bancarrotas de Estados Unidos por sospechas de que esos bonos en realidad eran pagos por actividades impropias ya que no existían criterios cuantitativos que los justificaran. Las valuaciones de las empresas objetivo, que se hacían con una fórmula arbitraria de 6 veces los ingresos anuales, es otro ejemplo de la indisciplina con la que se llevaban a cabo las mediciones en WorldCom. Lo peor del caso es que aunque hubiera existido disciplina, al carecer de un modelo real de negocio, de todas formas no los habría llevado muy lejos. Esto es prueba de que todos los elementos deben estar alineados o el valor simplemente no se va a crear.

¹⁰⁶ Jeter, Lynne *Disconnected*, 2003 P. 34

Cuadro 4.3 Fuerzas que influenciaron el GC de LDDS/WorldCom



Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 4.3 se muestran algunos ejemplos de las fuerzas que influenciaron el Gobierno Corporativo de LDDS/WorldCom. Las lecciones de este desastre son muchas pero algunas de las principales son:

- El Gobierno Corporativo -vía el Consejo- debe controlar a los *CEO's* adictos a los *deals*. Hay un momento en que los *deals* se deben poner en pausa y posiblemente detenerse. Este tipo de *CEO's* deben demostrar que saben manejar una compañía y no solo hacer adquisiciones.
- Hacer *deals* y administrar son dos capacidades diferentes, hay directores que tienen las dos, pero hay otros que solo tienen una –o ninguna-. Los Consejos necesitan poner a la persona correcta, con las capacidades correctas en el puesto. Si se pone a una persona que solo sabe hacer *deals* lo más probable es que solo haga lo que sabe hacer. Si eso no es lo que la empresa necesita, entonces el Consejo debe buscar a quien tenga las capacidades que la compañía requiere. En el caso de los fundadores que se limitan a dedicar más horas a hacer las mismas cosas y a tomar las mismas decisiones a medida que la empresa va creciendo, acaban por poner en peligro la continuidad del crecimiento. Si los fundadores no pueden orientarse a nuevas aptitudes, es probable que hayan caído en una trampa que no les permite evolucionar sus papeles –en ocasiones alimentado por su hibris-. En este caso los Consejos deben tener una composición y fuerza tales que les permita remover al fundador cuando éste ya no sea la persona apropiada para el puesto.
- Los accionistas deben ser extra cuidadosos con los “adquirientes en serie”. Las empresas que se sumergen en continuas adquisiciones son difíciles de evaluar. De ahí que los inversionistas requieren tener precauciones adicionales, ya que es

difícil saber cuánto del crecimiento en ingresos y utilidades es atribuible al modelo de negocio y cuanto se debe simplemente a los *deals*.

- Las adquisiciones deben de encajar con la estrategia y no al revés. Una empresa debe tener de entrada una estrategia de negocio robusta para su crecimiento, las fusiones y adquisiciones son solo una herramienta que se usa para alcanzar los objetivos, la empresa no debería estar cambiando su estrategia solo para ajustarse a la última adquisición realizada.

Como se puede apreciar con el ejemplo de LDDS/WorldCom, el *ERM* y el Gobierno Corporativo bien ejecutados podrían haber hecho una diferencia en el resultado histórico y financiero de ésta hoy tristemente célebre empresa.

4.2 Un ejemplo: DaimlerChrysler.

A finales de la década de 1980, Mercedes Benz se vio a sí misma bajo el ataque de nuevos competidores, el más notable era Toyota Motor Company a través de su división Lexus, sufriendo una disminución en su participación del mercado. Mercedes reaccionó recortando costos y poniendo mayor énfasis en las necesidades del cliente, aun sobre la ingeniería; la recompensa fue buena ya que se recuperó y llegó a alcanzar ventas record. Mientras tanto su corporativo Daimler, se encontraba enganchada en industrias no automotrices como Fokker, una empresa de aeronaves con problemas financieros.

En enero de 1997 el Consejo de Daimler aprobó una reestructura para fusionar Mercedes con Daimler y nombró a Jurgen Schrempp CEO de Daimler-Benz. Este era el plan que - después de muchas maniobras políticas- Schrempp había propuesto al Consejo para el mejoramiento de la eficiencia y ahorro de costos. Como parte de la reestructura, Schrempp expresó claramente en un discurso que dio en el Auto show Internacional de Norteamérica, que la plataforma que él había establecido para Daimler-Benz fortalecía los pilares de la empresa al mejorar la competitividad y los retornos de capital para cada unidad de negocio, acelerando los negocios existentes a través de la penetración de mercados de rápido crecimiento y desarrollando nuevos productos. También buscaría la globalización estableciendo nuevas plataformas de producción en mercados emergentes, especialmente en Asia.

Por su parte Chrysler, había abandonado Europa desde finales de la década de 1970 debido a los graves problemas financieros que tenía, vendiendo su división en aquel continente a Peugeot, y en 1980 su CEO Lee Iacocca tuvo que solicitar apoyo al gobierno de Carter para garantizar con fondos federales, préstamos a Chrysler por \$1.5 billones USD.

Chrysler gastó billones para mejorar sus líneas de minivans y Jeep, esta última adquirida cuando compró American Motors Corp. en 1987 a Renault. Esa movida resultó ser un gran éxito, ya que por esas épocas los gustos de los consumidores se fueron moviendo a ese tipo de productos, y para mediados de la década de 1990 Chrysler era de las empresas automotrices más rentables del mundo.

En 1992, Lee Iacocca fue obligado a retirarse por movimientos políticos internos liderados por Robert Lutz, quien era el segundo de abordo y con quien tenía pésima relación, y en represalia Iacocca antes de dejar su puesto nombró como su sucesor a Robert Eaton a quien trajo de GM. Robert Eaton no trajo a nadie de su equipo en GM a trabajar a Chrysler, y desde el primer momento se enfrentó a un rechazo por parte de Lutz. En muchos sentidos Lutz era quien operaba Chrysler debido a que tenía los contactos y una personalidad más asertiva y en cierta forma agresiva.

Kirk Kerkorian -quien fue por muchos años un accionista mayoritario de Chrysler y uno de los hombres más ricos del mundo- intentó en 1995 junto con Lee Iacocca, llevar a cabo un LBO de Chrysler, que por problemas de personalidades (en parte por culpa de la debilidad de carácter de Robert Eaton y por otro lado por la animadversión que sentían Lutz y Iacocca) se salió del terreno financiero y se tornó en un espectáculo mediático, situación que de alguna forma dejó a Chrysler en la ruta para la fusión con Daimler unos años después.

Durante los días del intento de LBO de Kerkorian en 1995, Mercedes-Benz (brazo automotriz de Daimler-Benz) contactó a Chrysler y le ofreció ayuda para defenderse de Kerkorian en la forma de un *joint venture*, pero Lutz que no veía en esa propuesta ningún beneficio significativo para Chrysler y sobrepasando a Eaton –su jefe- se dedicó a desestimar cualquier posibilidad de llevar a cabo esta unión. Kerkorian por su lado, como último recurso usó un contacto suyo en Arabia para tratar de concencer al Deutsche Bank –accionista mayoritario de Daimler- para utilizar a Daimler-Benz como parte de su LBO, pero Jurgen Schrempp se rehusó a tomar Chrysler de esa forma.

Robert Eaton, el CEO de Chrysler preveía un problema en la industria automotriz debido a una sobrecapacidad y exceso de producción, que podría poner en riesgo la rentabilidad y hasta la sobrevivencia de Chrysler. Él estimaba una sobrecapacidad igual a seis veces la capacidad de Chrysler, y especulaba que en diez años el número de fabricantes se reduciría en 50% y en veinte años otro 50%, y concluía que Chrysler no podría subsistir por sí misma y que para sobrevivir necesitaría un socio.

En 1998, en un *deal* de \$36 billones USD, Daimler Benz y Chrysler se fusionaron en lo que se llamó una fusión de iguales, cuya combinación fue una de las fusiones industriales más grandes de la historia, creando un coloso automotriz de 130 billones USD. La nueva empresa se supone sería co-administrada por Jurgen Schrempp de Daimler y Robert Eaton de Chrysler. Para poder llamar a esta operación una fusión de iguales, esta forma de administración no era tan extraña, sobre todo porque aun cuando las empresas persiguen una fusión de iguales, se supone que con el paso del tiempo la organización dominante y sus directivos superaran a los otros y tomaran el control de la compañía. Sin embargo en esta operación, Chrysler estuvo desde el principio en una posición subordinada con directores más débiles.

La fusión creó una compañía llamada DaimlerChrysler a través de una operación libre de impuestos, ya que cada accionista de Daimler recibió una acción de la compañía nueva y cada accionista de Chrysler recibió 0.547 acciones por cada acción de Chrysler.

Daimler había seguido una agresiva estrategia de fusiones y adquisiciones como forma principal de impulsar su crecimiento al igual que otras empresas en la industria, como Ford, General Motors y Volkswagen. Esta estrategia había sido altamente cuestionable y en lo que concierne a DaimlerChrysler, fue una falla, y si en alguien debiera caer la responsabilidad individual de ello es en su director Jurgen Schrempp. Su fusión o adquisición de Chrysler en 1998 fue una falla innegable, y nunca se sabrá que habría sido de la empresa si hubieran optado por el crecimiento orgánico. Lo más sorprendente del caso de DaimlerChrysler es que Daimler Benz ya tenía un historial de fusiones fallidas: Chrysler no fue la primera, solo fue la más grande. Daimler ya se había involucrado en otras operaciones en el pasado que habían dado resultados pobres, sin embargo esto no representó una señal de alto para Schrempp, ni para el Consejo que supuestamente lo estaba monitoreando, y así evitar que se embarcaran en otra operación todavía más grande.

Otra de las fallas de Daimler fue su inversión en Mitsubishi Motors, cuyos problemas fueron similares a los que tuvo con Chrysler. Primero, fue parte de la estrategia de globalización cuando Daimler, el fabricante número uno del mundo en su segmento de lujo, adquirió participación en un fabricante no líder ubicado en un mercado diferente. En general los fabricantes japoneses habían tenido una reputación de alta calidad en sus vehículos, sin embargo Mitsubishi empezó a tener problemas significativos de calidad después de la inversión de Daimler, los cuales fueron erosionando su posición en la industria. Daimler había esperado beneficiarse de la experiencia de Mitsubishi en la fabricación de autos pequeños de alta calidad, pero no sabía que estaba comprando una empresa que pronto se volvería una fuente de problemas relacionados con la calidad. Y peor aún, una empresa con 14 billones de USD en deuda y que registraría pérdidas de 600 millones USD poco después de su involucramiento con Daimler.

Como ya se mencionó, Mitsubishi no fue la única adquisición fallida, Daimler ya había registrado pérdidas mayores de sus incursiones en la industria aeroespacial y su inversión en Fokker. Fokker era un nombre legendario en Holanda, pero tenía problemas financieros cuando Daimler decidió comprar el 51% de la compañía. Fokker sufrió durante la desaceleración económica de 1990-1991, y con esta operación Daimler lo que hizo fue sesgar su portafolio de negocios, al profundizar su participación dentro de industrias cíclicas, y nuevamente falló en escoger a un ganador. Finalmente Schrempp tuvo que asumir la pérdida y no invertir más dinero en esta mala operación.

Al examinar la estrategia de fusiones y adquisiciones de Daimler, un patrón que se revela es que sus directores tenían un gran talento encontrando empresas otrora prominentes y que estaban a punto de convertirse en grandes perdedoras. Cada una de sus tres mayores adquisiciones (Fokker, Mitsubishi y Chrysler) se volvieron enormes sangrías para Daimler, porque ninguna pudo ser rentable. Daimler era buena encontrando futuros perdedores, y también era buena fabricando autos de gran lujo, pero aparentemente no estaba contenta con la idea de continuar haciendo lo que hacía bien y trataba de moverse a otras áreas en las cuales el resultado era muy incierto. Su Dirección no estaba satisfecha con hacer lo que hacían bien y en un frenesí -impulsado por la híbris- por llegar

a ser un poder industrial global, arrastró el valor de los accionistas por perseguir esa estrategia.

No toda la culpa de la estrategia fallida de fusiones y adquisiciones debe recaer en Schrempp, ya que él solamente continuó un mal programa de pobres adquisiciones que comenzó su predecesor Edznar Reuter. Schrempp quería superar la marca de Reuter y hacerlo mucho mejor que él, así que trabajó en sacar a Daimler de muchos de los *deals* fallidos que Reuter había llevado a cabo en su programa de diversificación en la década de 1980. Desafortunadamente, aunque su intención era buena, Schrempp se las ingenió para generar sus propios problemas.

Daimler tenía –cuando menos en papel- un Consejo formado por directores estrellas como se puede ver en el cuadro 4.4.

Cuadro 4.4 *Miembros del consejo de Daimler*

CONSEJO DE DAIMLER	
Consejero	Referencia
Hilmar Koper	Presidente del Consejo de Deutsche Bank AG
Robert E. Allen	Antiguo presidente de Consejo y CEO de AT&T
Sir E. John P. Browne	Jefe Ejecutivo de British Petroleum Company
Joseph A. Califano Jr.	Presidente de Consejo en Columbia University
Dr. Martin Kohlhaussen	Vocero del Consejo de Commerzbank AG
Robert J. Lanigan	Presidente emérito de Owens-Illinois, Inc.
Peter A. Magowan	Presidente retirado de Consejo de Safeway Inc, Presidente y Director General asociado de los Gigantes de San Francisco
Manfred Schneider	Presidente de Consejo de Bayer AG
G. Richard Thoman	Presidente y COO de Xerox Corporation
Bernhard Walter	Vocero del consejo de Dresdner Bank AG
Lynton R. Wilson	Presidente de BCE Inc.
Dr. Mark Wossner	Presidente del Comité de Supervisión de Bertelsmann AG

Fuente: Elaboración propia con información de www.media.chrysler.com

Es sobresaliente el hecho de que Robert Allen quien había sido presidente y *CEO* de otra empresa con un historial de megafusiones fallidas estuviese en el Consejo¹⁰⁷. También llama la atención que Joseph Califano, antiguo Secretario de Salud y Director del Centro Nacional de Adicciones y Abuso de Substancias de la Universidad de Columbia fuera parte del Consejo, ya que aun no se sabe cuál era su contribución en experiencia y conocimientos sobre la industria automotriz para el Consejo de Daimler, y en retrospectiva dado que tenía poco conocimiento de la industria, no habría estado en posición como miembro del Consejo de retar la visión de un *CEO* orgulloso y voluntarioso como Schrempp.

El desempeño de la acción de DaimlerChrysler en el mercado fue sombrío en su período post-fusión, ya que casi desde el momento del *deal* el precio de la acción declinó. La

¹⁰⁷ Robert Allen asumió el puesto de *CEO* de AT&T en 1988 y quiso transformar AT&T en una empresa de tecnología incursionando en la industria de las computadoras mediante fusiones y adquisiciones con resultados desastrosos.

compañía extendía declaraciones públicas con excusas tratando de explicar su pobre desempeño, pero el mercado no se conformó con ellas y la acción perdió en los siguientes años casi 50% como se muestra en el cuadro 4.5.

Cuadro 4.5 Precios de la acción de DaimlerChrysler de Octubre de 1998 a Septiembre de 2004



La búsqueda de Daimler por un candidato para adquirir o fusionarse en los Estados Unidos era parte de su estrategia de globalización. Cada empresa era fuerte en sus mercados geográficos donde el otro era débil, Chrysler vendía el 93% de sus vehículos en Norteamérica, mientras que Mercedes Benz obtenía el 63% de sus ingresos de Europa.

Antes de la adquisición de Chrysler, Daimler ya era la compañía industrial más grande de Europa y tenía bajo su sombrilla corporativa a Daimler Benz Aerospace (DASA), que era la compañía aeroespacial más grande de Alemania. Daimler vendía sus autos Mercedes Benz a través del mundo, y comprar al tercer productor de autos ampliaría enormemente su presencia en el mercado de Estados Unidos y posiblemente proveería alguna habilidad para vender autos de precio bajo¹⁰⁸ fabricados por Chrysler a través del mundo utilizando tanto las redes internacionales de distribución de Chrysler como las de Daimler.

Chrysler no era la primera opción de Daimler como empresa objetivo, primero había puesto sus ojos en Ford, pero ambos CEO's, Schrempp y Alex Trotman de Ford acordaron que no sería buena opción ya que ni Ford ni Trotman asumirían una posición subordinada ni permitirían que Daimler dominara la fusión; en cambio Robert Eaton de Chrysler era más adecuado para ajustarse al dominante Schrempp. Parte de la estrategia era encontrar una personalidad y un grupo de directores que Daimler pudiera controlar aun por encima de encontrar la mejor combinación de compañías que pudieran proveer la mayor creación de valor para los accionistas.

¹⁰⁸ Mercedes Benz intentó incursionar por su cuenta en el mercado de los autos de precio bajo con su Clase-A, pero éste resultó ser muy caro y tecnológico para el segmento. Y 1994 en asociación con el fabricante de relojes Swatch, lanzó el Smart que no logró una penetración significativa del mercado.

Lo más irónico de la fusión DaimlerChrysler es que ambas empresas eran rentables antes de la operación y tenían utilidades combinadas de \$4.6 billones USD en 1997. Chrysler era principalmente una empresa Norteamericana aunque durante la década de 1990 se volvió más internacional, mientras que Daimler Benz era una empresa inminentemente internacional. Chrysler había establecido una reputación por mercadear autos de bajo precio como camionetas pick up, minivans y SUV's, y tenía una de las más altas razones utilidad por vehículo en la industria automotriz. Daimler Benz tenía renombre por ser la compañía líder de autos de lujo con una marca muy bien posicionada, y sus autos eran conocidos por una ingeniería espléndida, de hecho en el año previo a la fusión, 1997, Daimler vendió una cifra record de 715,000 autos Mercedes Benz.

Las operaciones de Chrysler en Norteamérica se dividían en dos: Dodge y Chrysler/Plymouth/Jeep. Uno de sus productos líderes era la minivan, de la cual Chrysler decía ser el creador y haber vendido 7 millones de unidades desde 1984 hasta el año de su fusión. Adicionalmente Jeep hasta ese momento era el líder en el mercado de las SUV's en el mundo.

Parecía que había varias sinergias significativas que aprovechar de la unión de estas dos empresas. Daimler, que era conocida por su alta calidad de producción, se suponía que compartiría su experiencia en esta área con su contraparte Chrysler, habilitando a esta última para superar a sus rivales: Ford y GM. Pero en vez de mejorar la calidad de producción de Chrysler, la propia calidad de Daimler declinó durante el periodo post-fusión. Chrysler también podría aprovechar la capitalización que proveería Daimler para ser más agresiva y arrebatar el mercado a Ford y GM, pero en vez de eso Chrysler reportó grandes pérdidas y requirió de Daimler para permanecer a flote. En vez de usar los recursos de forma agresiva para construir ventajas competitivas, DaimlerChrysler tuvo que usar sus recursos para intentar arreglar los problemas en sus unidades de negocio. En vez de beneficiar al adquirente, los problemas del *deal* fueron oportunidades para sus competidores para arrebatarle mercado mientras se distraía con sus problemas internos derivados de un *deal* pobre. Y este no es un resultado inusual en fusiones fallidas.

Cuando Chrysler empezó a registrar pérdidas escandalosas en 2001, Daimler fijó su atención en su problemática unidad en Estados Unidos. En 2000 Daimler despidió al presidente de Chrysler James Holden¹⁰⁹, un estadounidense que había estado en ese puesto por 14 meses, y puso en su lugar a una administración alemana liderada por Dieter Zetsche¹¹⁰. Desafortunadamente él falló en poner en práctica de forma rápida soluciones y los problemas de Chrysler se profundizaron y no pudieron ser solucionados con cambios administrativos de corto plazo. Sin embargo mientras Daimler se enfocaba en los problemas de Chrysler, bajando costos y poniendo énfasis en vehículos específicos que parecían prometedores, Daimler parecía perder su propia fuerza. Una serie de problemas de calidad de los vehículos Mercedes se presentaron durante el período post-

¹⁰⁹ James Holden fue Vicepresidente de Chrysler durante la gestión de Robert Eaton, y fue su colaborador más cercano.

¹¹⁰ Dieter Zetsche había estado involucrado en las negociaciones con Chrysler en 1995, durante el primer acercamiento de Mercedes-Benz durante el intento de LBO de Kerkorian y Iacocca.

fusión –evidenciados por las críticas a la clase E y M en las revistas especializadas y quejas de los clientes sobre las transmisiones-, lo cual es un asunto por demás delicado para un producto de lujo y alta calidad como Mercedes. Adicionalmente Mercedes encontró una fuerte competencia frente a la serie 3 de su archirrival BMW, al cual quiso atacar con la clase C, pero como BMW no tenía ninguna distracción como Daimler con Chrysler, aprovechó su distracción para ganar gran parte del segmento.

La fusión con Chrysler es el clásico ejemplo de una empresa haciendo un *deal* fallido enorme, teniendo que dedicar enormes sumas y esfuerzos directivos para hacerlo funcionar y finalmente perdiendo fuerza frente a sus competidores por la gran distracción que esto representa. Aquí podemos ver que el no tener que lidiar con problemas post-fusión ni con tener que enmendar estrategias fallidas resulta ser una gran ventaja para los competidores.

La distracción post-fusión se debía a problemas causados por diferencias culturales entre las dos empresas. Chrysler vendía autos en un mercado inmensamente competitivo y antes de la fusión podía reaccionar de forma rápida y agresiva a los movimientos de sus competidores, ya fuera un nuevo producto o programa de incentivo, y Daimler aunque lo hacía bien, por su segmento y mercado reaccionaba más lento.

El CEO de Daimler, Jurgen Schrempp, era orgulloso, obstinado y controlador de sus subordinados; y cuando las pérdidas de Chrysler empezaron a acumularse junto con los problemas de Daimler, hubo solicitudes para que renunciara, pero él se negó. El accionista más grande de Daimler era Deutsche Bank que mantenía el 12% de la compañía y estaba en posición de poner gran presión sobre Daimler para cambiar a Jurgen, pero no lo hizo. Aquí está el caso de un director de una empresa automotriz, cegado por su híbris y fallando en su máxima responsabilidad fiduciaria de generar –o cuando menos conservar- el valor para sus accionistas, pero también el caso de un accionista poderoso –Deutsche Bank- que falló en tomar los pasos necesarios para lograr un cambio que evitara la pérdida de valor para sí y sus propios accionistas. Schrempp quería construir un Goliat internacional automotriz y no estaba satisfecho con ser la compañía número uno de autos de lujo. Al perseguir ese sueño –impulsado por su ego- disminuyó el valor de los accionistas y no pudo admitir que esa estrategia era errónea.

4.2.1 Riesgos en DaimlerChrysler

Los riesgos de la fusión DaimlerChrysler, no radicaban en sus posiciones cambiarias, ni en sus contratos de futuros para asegurar suministros de metales industriales, ni en los swaps de sus obligaciones crediticias, los riesgos de la fusión DaimlerChrysler yacían en un lugar más sutil: el entretrejo del Gobierno Corporativo.

4.2.1.1 Riesgos en DaimlerChrysler: Pre-deal

Como ya se ha visto varias veces en el presente documento, la estrategia es donde nace la necesidad de las fusiones y adquisiciones para lograr los objetivos. La estrategia de Daimler se fue conformando con decisiones de su Alta Dirección, las cuales fueron creando condiciones para que el *deal* con Chrysler no diera los frutos que -a lo mejor- bajo otras condiciones pudiera haber dado.

Decisiones de objetivos de desempeño. Como se mencionó en el punto 2.1.1 muchas empresas tratan de conciliar estas decisiones mediante la búsqueda de un “balance” entre el crecimiento y los retornos, o entre el corto plazo y el largo, o entre unidades de negocio que consumen efectivo y las que lo generan. Pero el “balancear” tiende a generar una serie de objetivos difusos que frecuentemente terminan significando la ausencia de objetivos significativos claros. Daimler tenía un historial de adquisiciones fallidas tanto dentro de la industria automotriz como en otras industrias no relacionadas, y financiaba esas unidades no rentables con fondos obtenidos de sus unidades rentables como Mercedes-Benz. De esta historia se puede inferir –con cierta certeza- que la mera creación de valor para los accionistas no era el mayor objetivo de desempeño, parece que también intentaban “balancear” la creación de valor con la búsqueda del aumento de ventas y de lograr una imagen majestuosa de la empresa como corporativo europeo, aun a costa de participar en negocios ajenos al principal de Daimler: los autos de lujo de alta calidad.

Decisiones de participación. El objetivo de las decisiones de participación es concentrar los recursos de la empresa en aquellos productos/mercados con el mayor potencial de generar valor económico a lo largo del tiempo, y Daimler si bien tenía una excelente participación en un mercado/producto que era Mercedes-Benz, y además con un excelente trabajo había logrado recuperar su liderazgo frente a Lexus, parecía que con frecuencia buscaba otros mercados/productos donde –dicho de forma sarcástica- poder meterse en problemas. Sin embargo, sería de mayor interés el determinar si esa búsqueda de otros mercados/productos estaba primordialmente motivada por la creación de valor, o por intereses paralelos y muy particulares de la Alta Dirección; en concreto los intereses de Reuter y –posteriormente- de Schrempp.

Decisiones de posicionamiento. En un producto/mercado rentable como el de Mercedes-Benz el objetivo de las decisiones de posicionamiento debería ser el crecimiento de su valor económico a tasas mayores que los de la competencia, es decir Lexus o BMW. Pero en una compañía multi-negocios, como se fue convirtiendo Daimler, la meta del corporativo central es ayudar a las unidades de negocio a lograr una mayor generación de valor de la que podrían lograr por sí mismas. Para lograr esto, la empresa debería entender los “beneficios de afiliación” que se dan al ser parte de un portafolio y como acrecentar esos beneficios para tomar mejores decisiones de posicionamiento a lo largo y ancho de las unidades de negocio. Como se vio en el punto 2.1.3 la más importante de las decisiones de posicionamiento es el modelo de negocio –esa combinación de convicciones financieras y comerciales, profundas y estables- que determina como va a competir la empresa y cuanto del valor económico total del mercado va a ganar. Y contar con las capacidades adecuadas es un complemento crítico para un buen modelo de negocio, haciéndolo más rentable, menos copiable y de mayor duración. En el caso de Daimler (en su división Mercedes-Benz) y Chrysler, los modelos de negocio de cada una, parece que eran económicamente coherentes y con buenas capacidades de ejecución ya que ambas eran compañías excelentes antes de su fusión.

Decisiones de organización. Todas las empresas tienen su propia combinación única de legados culturales institucionales y de personalidades y capacidades de sus ejecutivos, que de forma inevitable influyen en que metas son las que van a perseguir y que tan exitosas serán alcanzándolas. En el caso de Daimler la personalidad de Jurgen Schrempp constituía una fuerza¹¹¹ que sin duda moldeaba la forma de hacer negocios de Daimler y que tendría un efecto enorme para la posterior fusión con Chrysler tanto desde la búsqueda de una empresa objetivo hasta en las etapas de post-fusión. Dentro de estas decisiones de organización se encuentra la conformación del Consejo de Daimler, que como fuerza conducente del Gobierno Corporativo, fue sin duda un elemento determinante del resultado de esta transacción.

Decisiones de administración de riesgos. La circunstancia en la cual el tener varias unidades de negocio en el portafolio habría ayudado a Daimler a bajar las probabilidades de que la generación de valor declinara o fuese negativa, habría sido si todas las unidades de negocio participaran en mercados rentables con una ventaja competitiva y que sus corrientes económicas de las cuales dependen no estuviesen correlacionadas. De esta forma la generación de valor sería resistente y la volatilidad cuando menos con respecto a sus competidores, más baja; pero la conformación de su portafolio no fue así, ya que aun cuando participaba en el sector automotriz y aeronáutico, y en apariencia estas industrias no están correlacionadas, si están ligadas a ciclos económicos comunes y por lo tanto compartían un riesgo común, y de hecho lo acrecentaban a nivel de portafolio. También la ética, como elemento de administración de riesgos, aquí jugó un papel importante, ya que Jurgen Schrempp parecía actuar en mayor concordancia con su ego y agenda particular, que con su responsabilidad fiduciaria hacia los accionistas. Esta pre-condición a todas luces psicológica, encontraría su materialización en las acciones, acuerdos, contratos y negociaciones relacionados posteriormente con los *deals* que llevaría a cabo y con su ejercicio del poder en la conformación de la organización.

Como ya se ha mencionado antes en este documento, la habilidad de tomar las decisiones estratégicas “correctas” se basa en dos principios de gobierno: el propósito de la estrategia en sí y el rol del *CEO*.

El propósito de la estrategia es maximizar el valor para los accionistas a lo largo del tiempo. Si una estrategia nueva va a incrementar el valor a lo largo del tiempo es mejor estrategia que la vieja, pero si lo reduce es peor estrategia sin importar que otros beneficios pudiera traer –como ser el corporativo europeo más grande, o ser el *CEO* más visionario–.

Por otro lado el rol primordial del *CEO* es asegurarse que todos los recursos de la empresa estén comprometidos con las estrategias que maximizan el crecimiento del valor a través del tiempo. Si una o varias unidades de negocio están drenando a la empresa de su valor el *CEO* debe hacer la reestructura correspondiente y reorientar los recursos para la creación de valor, el problema con Jurgen Schrempp y su antecesor Reuter es que al parecer no seguían este principio del todo, y el Consejo no estuvo nunca a la altura de

¹¹¹ Esta fuerza puede ser identificada como el imperativo institucional. Ver punto 2.1.4.

sus responsabilidades para cuestionar y retar las visiones de ambos CEO's a lo largo del tiempo para salvaguardar el valor para los accionistas.

4.2.1.2 Riesgos en DaimlerChrysler: *deal*

Dada una coherencia entre el rol del CEO y el propósito de la estrategia en sí, aunado a la existencia de procesos robustos para el establecimiento de objetivos, para el análisis FODA, para la toma de decisiones y consecuentemente para la definición de una estrategia, se puede llegar a la decisión de crecimiento inorgánico a través de fusiones y adquisiciones. En el caso de Daimler el eje de la decisión de fusionarse y del proceso mismo de la decisión era Jurgen Schrempp, y esto impuso a todo el proceso del *deal* un sesgo, del cual conocemos el resultado.

Búsqueda y originación. Chrysler no era la primera opción de Daimler como empresa objetivo, primero había puesto sus ojos en Ford, pero como Alex Trotman de Ford no estaba dispuesto a asumir una posición sumisa ante Daimler –o más bien ante Schrempp- decidió buscar otra empresa. Esto nos muestra que el criterio principal en la búsqueda y originación del *deal* no era el de las sinergias, era encontrar a alguien débil o con disposición a ser sumiso.

Due Diligence. Aunque la historia, la investigación y la experiencia recomiendan fuertemente el dedicar en el *Due Diligence* esfuerzos para descubrir la compatibilidad cultural de las organizaciones y los asuntos relativos a las personas, estos esfuerzos siguen minimizándose o dejándose de lado. Pero ¿qué es esa poderosa fuerza llamada cultura organizacional que puede dictar el éxito o el fracaso? y además ¿cómo puede ser tan fácilmente ignorada en el *deal*? A grandes rasgos son las tradiciones, creencias compartidas, valores y expectativas de cómo los individuos se comportan y cumplen sus tareas en las organizaciones.

Todas las organizaciones tienen una cultura, un conjunto relacionado de creencias, compartidas por la mayoría de los miembros de la organización y que incluye el patrón de respuestas internas para adaptarse a las amenazas externas y problemas. Debido a que la cultura es producto de éxitos pasados se va a resistir al cambio, aun a cambios ambientales mayores como una fusión o adquisición.

La historia automotriz tiene una rica historia de asociaciones -exitosas y fallidas-, y parece que los líderes de esta industria no tienen memoria o no conocen la historia porque la mayoría de las veces terminan en fracasos. La razón más común de estos fracasos es la falta de entendimiento o compatibilidad de la cultura, personalidad o nacionalidad entre las dos partes.

Valuación. Si bien no se tiene conocimiento de que no se haya realizado una valuación concienzuda de Chrysler, si se sabe que Jurgen Schrempp estaba dispuesto a pagar más con tal de “ablandar” a Chrysler y lograr que la entidad resultante de la fusión se estableciera en Alemania y que en su nombre predominara Daimler por encima de Chrysler. Esto sube las probabilidades de que haya existido un sobrepago para lograr esos “objetivos”, que por supuesto no son la creación de valor.

En el caso de Daimler, después de hacer un *Due Diligence* de Chrysler procedieron a las negociaciones, y esto fue llevado a cabo a través de un equipo de fusión. El objetivo de este equipo era llegar a acuerdos entre las dos partes acerca de cómo abordar y resolver los asuntos más sensitivos y contenciosos y poder completar la fusión. Sin embargo el acuerdo de cómo resolver varios de los puntos no se alcanzó:

- Fusión de iguales. Desde el principio, quedó muy clara la directriz por parte de Jurgen Schrempp a sus miembros del equipo –tanto en el período exploratorio, como en las negociaciones y en la transición-, de que bajo ninguna circunstancia Daimler quedaría como el miembro subalterno de ninguna fusión, deberían ser el miembro líder. Pero durante las negociaciones, le aseguró a Robert Eaton que la fusión sería de iguales y que el equipo que finalmente dirigiría la nueva entidad estaría formada igualmente por miembros de Daimler y de Chrysler. Este fue el punto clave que utilizó Eaton para vender la idea del *deal* a su propio Consejo y miembros de Alta Dirección. Tiempo después Schrempp diría que nunca se comprometió a tal cosa, y lo atribuyó a un malentendido por parte de la administración de Chrysler.
- Domicilio de la nueva compañía. Las ventajas y desventajas relacionadas con establecer la compañía como una entidad alemana contra una entidad estadounidense fueron estudiadas cuidadosamente por ambas partes. Inclusive se estudió la posibilidad de seleccionar una tercera ubicación que pudo ser Holanda. Para la administración de Chrysler, el domicilio de la nueva empresa estaría definido por aquella que ofreciera los mayores beneficios en términos financieros y fiscales para ambas partes. Schrempp sin embargo, no aceptaba la posibilidad de que Daimler y Chrysler se fusionaran como una entidad estadounidense, y ni su Consejo ni él estaban dispuestos a que Daimler saliera de Alemania. Por esa razón Schrempp estaba dispuesto a negociar la composición y precio de Chrysler, pero de ninguna manera cedería en dejar de ser una entidad alemana. Al final decidieron que por razones fiscales y asegurar así una transacción libre de impuestos para los accionistas, la empresa nueva sería alemana. Esto era excelente para Schrempp, pero Eaton quería algo a cambio: el nombre de la compañía debía ser el que produjera un empate.
- Nombre de la nueva empresa. Una vez que se decidió que la empresa sería alemana, Eaton estaba seguro de que podría lograr que Chrysler se antepusiera a Daimler en el nombre para ser congruentes con la filosofía de una fusión de iguales. Los asesores de Eaton no eran optimistas acerca de esto y le advirtieron sobre la sensibilidad de los alemanes respecto al nombre, en especial un nombre como Daimler-Benz con tanta historia y herencia. Cuando Eaton le presentó a Schrempp que el nombre sería ChryslerDaimler-Benz, Schrempp la rechazó y ofreció una versión corta DaimlerChrysler quitando el Benz y enfatizó la importancia del nombre al punto de decir que era un asunto que podía terminar con el *deal*. Eaton aceptó la propuesta del nombre con el codicilo de que un ejecutivo de Chrysler reemplazaría a Schrempp cuando este se retirara.

Parece que Schrempp, no fue sincero en la etapa de prospección y tenía una agenda oculta que socavaba las negociaciones desde el principio. Durante las negociaciones de

la fusión Eaton cedió ante varias cosas; el domicilio, el nombre y su posición de co-administrador que llevaría a grandes crisis de liderazgo en las operaciones en Estados Unidos. Con la dominación alemana de la mayoría de los asuntos, no estaba claro si esto era realmente una fusión o una simple adquisición. Las ramificaciones de cómo estos asuntos fueron “negociados”, impedirían que la nueva entidad funcionara como una unidad integrada.

Valuación de sinergias. La valuación de sinergias sigue siendo uno de los puntos débiles de la mayoría de los *deals* que se llevan a cabo, no solo en la industria automotriz sino en todas las industrias, y el caso de DaimlerChrysler no es la excepción. Si bien Daimler había pensado que Chrysler le daría entrada a un mercado que por su cuenta no había podido alcanzar, que el intercambio tecnológico haría de la calidad para Chrysler una abrumadora ventaja competitiva sobre Ford y GM, y que las redes de distribución de cada uno potenciarían las ventas en sus diferentes geografías, se basaban en suposiciones o clichés empresariales y habiendo sido identificadas estas sinergias como necesarias para que la operación tuviera éxito no se determinó realmente el valor económico de las mismas ni cómo iban a ser alcanzadas.

Opciones reales. La fusión de Daimler con Chrysler significó una inversión inicial de \$36 billones USD y el estar atrapada en un negocio no atractivo sin una vía factible de salida fue una de las peores cosas para esta empresa. Si hubieran podido detectar una opción real de salida para este *deal*, Schrempp –por su orgullo- no habría insistido en decir que este *deal* era exitoso cuando no lo era, se habrían ahorrado las inyecciones de capital adicional y podrían haber recortado las pérdidas al ejercer su opción. Seguramente el valor de una opción de este nivel habría sido altísimo, pero seguramente habría sido menor a la pérdida de 29 billones USD –solo de diferencial de precios de compra y venta- que resultó al final. La teoría de opciones reales enseña que la flexibilidad es valiosa y Schrempp y el Consejo debieron buscarla antes de comprometerse con el *deal* y desembolsar todo ese dinero.

4.2.1.3 Riesgos en DaimlerChrysler: Post-*deal*

El equipo de administración de transición, responsable de la mezcla de las dos empresas en una sola, estaba compuesto por ejecutivos alemanes y estadounidenses que representaban los intereses de cada una de sus respectivas empresas. El equipo estadounidense viajaba a Stuttgart y el alemán viajaba a Auburn Hills de forma alternada para enfatizar la igualdad entre los equipos. Durante la transición hubo varios asuntos culturales que salieron a la superficie y que representaron retos para ambos lados. Muchos de esos asuntos no se resolvieron y continuaron plagando a la nueva compañía y a sus esfuerzos por lograr un equipo unificado.

- **Compensaciones ejecutivas.** Uno de los asuntos más espinosos en DaimlerChrysler eran las marcadas discrepancias entre las compensaciones que recibían los ejecutivos de Estados Unidos y de Alemania. Como ejemplo; en 1997 Jurgen Schrempp recibía un paquete de compensación de \$1.5 a \$2 millones USD, mientras que su contraparte Eaton recibía un salario de \$1.6 millones y un bono de \$3 millones,

totalizando \$4.6 millones USD a los que se sumaron \$5.2 millones por ejercicio de opciones.

- Viajes de negocios. Los empleados de Daimler-Benz viajaban en primera clase, en concordancia con la imagen de lujo de la empresa. En Chrysler, solo los altos directivos viajaban en primera clase. Esto puede ser una banalidad, pero la política de viajes se volvió un conflicto mayor que tomó seis meses en resolverse.
- Hábitos y estilos de trabajo. La organización de Daimler abrazaba la formalidad y la jerarquía, desde su intrincada estructura de toma de decisiones hasta su código de vestimenta de traje formal y corbata, así como un estricto respeto por los títulos y los nombres. Chrysler por otro lado ignoraba las barreras y promovía equipos de funciones cruzadas que favorecía los cuellos desabotonados, discusiones libres y pláticas casuales. Los ejecutivos de Daimler tenían equipos de trabajo más grandes y cuentas de gastos más abultadas, los ejecutivos de Chrysler tenían responsabilidades más amplias, así como salarios y bonos mayores. Los alemanes fumaban, bebían vino a la hora de la comida y trabajaban hasta tarde, mientras que los americanos tenían prohibido el tabaco y el alcohol en las instalaciones y trabajaban sus horas fijas sin quedarse tarde.
- Proceso de toma de decisiones. En Daimler las decisiones de los empleados alemanes iban subiendo por la jerarquía de los canales formales, y entonces eran grabadas en piedra. En Chrysler, los ejecutivos permitían que los niveles medios procedieran con sus propias iniciativas, en ocasiones sin esperar a que el nivel directivo tuviera que aprobarlas, esto les daba flexibilidad y respuestas rápidas en un mercado inmensamente más competido que el de Mercedes-Benz.
- Sistema de reportes financieros. El sistema contable alemán es muy diferente, las empresas y los accionistas se enfocan en resultados anuales, así que las empresas ponían ahínco en los resultados del cuarto trimestre para que aparecieran números fuertes. En Estados Unidos el sistema tiene una base trimestral más eficiente para los mercados.

Basado en las observaciones anteriores, es claro que no solo hacían autos de forma diferente, simplemente vivían en mundos diferentes. Las diferencias culturales se extendían más allá de las actitudes y estilos. En vez de intentar mezclar lo mejor de cada una de las culturas, se convirtió en una constante comparación y competencia, por eso en menos de un año Schrempp y Eaton decidieron poner freno a la integración y operar cada una de las unidades automotrices por separado.

A un año del inicio de operaciones de la nueva entidad, las relaciones laborales entre alemanes y estadounidenses en el corporativo no era armoniosa, y Schrempp hizo más “aerodinámica” su administración deshaciéndose de varios directores senior de Chrysler cuyo desempeño y francas maneras le significaban una amenaza para su dominio. Entre ellos estaba Thomas Stallkamp, presidente de las operaciones en Estados Unidos y responsable de la integración de ambas compañías. Stallkamp era un líder que los estadounidenses habían respetado y en el cual habían confiado, por lo que su salida sacudió las estructuras de Chrysler.

También para probar que DaimlerChrysler era un modelo de fusiones globales, Schrempp aceleró la integración, y para tal efecto redujo el Consejo de 17 a 13 miembros, removiendo a los difíciles de manejar; el resultado fue un Consejo que tenía 8 alemanes y 5 americanos. Adicionalmente creó tres divisiones, Chrysler dirigida por James Holden –reemplazando a Stallkamp-, Mercedes-Benz y la división camiones. Así, después de un año solo un tercio de los altos directivos de Chrysler permanecían con la empresa fusionada y Robert Eaton co-administrador de DaimlerChrysler dejó claro que se retiraría en tres años.

A pesar de los retos de la fusión de DaimlerChrysler, Schrempp continuaba con su estrategia de autos pequeños, ya que creía que los mercados de Europa y Estados Unidos estaban saturados y que por lo tanto deberían de competir en los mercados emergentes, que obviamente querrían autos pequeños y accesibles. En Marzo del 2000 adquirió el 34% de Mitsubishi por \$1.97 billones USD, y en Junio del 2000 el 10% de Hyundai por \$428 millones USD.

En octubre de 2000, en una entrevista para Financial Times, Schrempp pareció jactarse de haber hecho creer a la Alta Dirección de Chrysler que esta sería una fusión de iguales, lo cual detonó un par de demandas por parte de inversionistas mayoritarios de Chrysler: Kirk Kerkorian y los fondos de los sindicatos. Siguiendo a esta controversia Schrempp despidió a James Holden, por los resultados financieros en las operaciones en Estados Unidos, aunque también se mencionaron en el medio, ciertas diferencias culturales. Otra pérdida -encarnada en la renuncia de Tom Gale¹¹² y su equipo de diseñadores-, se presenta poco tiempo después, ya que con ellos se iba una de las razones principales que había dado origen al *deal*: la ventaja competitiva que representaba Chrysler para Daimler, al ser rápida para sacar diseños interesantes al mercado.

En dos años apenas, la nueva compañía había experimentado una salida masiva de sus talentos estadounidenses, un choque de culturas, problemas con los accionistas, y pérdidas económicas. El nuevo CEO Dieter Zetsche en enero de 2001 decidió recortar 26,000 empleos cerrando 6 plantas, y planeaba utilizar componentes de Mercedes en autos de Chrysler para ahorrar dinero.

En 2004, el contrato laboral de Schrempp es extendido por cuatro años más, aunque en los mercados se pensaba que no sobreviviría tanto tiempo. El sucesor de Schrempp ya estaba identificado, Eckhard Cordes, quien había trabajado con Schrempp en la división aeronáutica y había tomado el mando en Mercedes. El problema es que a Eckhard Cordes lo llamaban “el pequeño Schrempp”, lo cual significaba que la visión de Schrempp no moriría con su salida en 2005.

Desde el punto de vista de un inversionista la operación ciertamente no fue un éxito, ya que la acción perdió la mitad de su valor en los años siguientes a la operación, y Daimler

¹¹² Detroit veía a Tom Gale como el mejor diseñador en la industria, era la fuerza creativa detrás de los autos cab-forward y de impresionantes autos concepto. Vlasic Bill, Stertz Bradley, Taken for a ride. (2001) USA, HarperCollins Publishers.

terminó vendiendo Chrysler en 2007 a Cerberus Capital Management en \$7.4 billones USD, dando así puntillazo a un *deal* de \$36 billones USD.

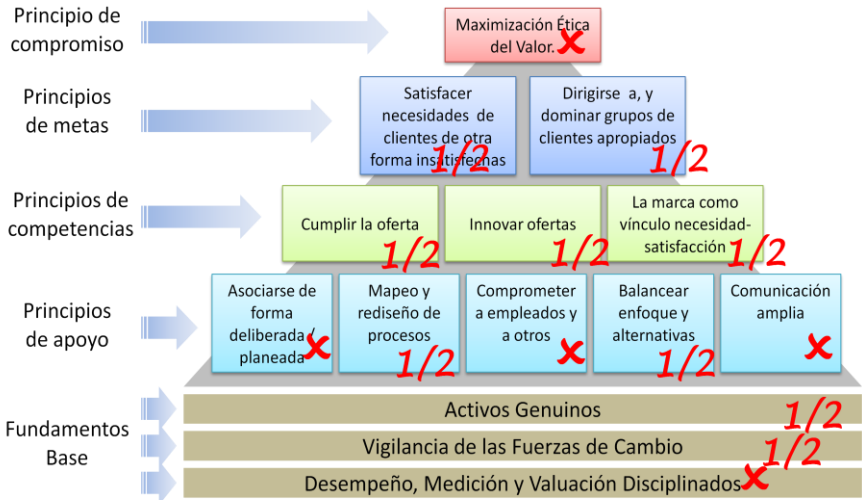
La estrategia de integración debe fluir desde las razones de negocio que originaron el *deal*. Esta estrategia establece el gran plan para la integración basándose en el análisis de la necesidad de autonomía, interdependencia y control¹¹³ para el logro del objetivo del *deal*. El problema con DaimlerChrysler es que la estrategia de integración se vio fuertemente modificada –por no decir contaminada- por el tema del choque cultural, la ambición de Schrempp de dominar el *deal*, y la pobreza en la ejecución del Gobierno Corporativo de la empresa, ya que el Consejo nunca relacionó las desviaciones en la ejecución de la estrategia con la gestación incremental de riesgos estratégicos, financieros y operacionales.

4.2.1.4 El ERM y el Gobierno Corporativo en DaimlerChrysler

Como ya se ha mencionado antes, el instrumento más importante de control de riesgos es el Gobierno Corporativo y su principal reto es crear un sistema que mantenga a los tomadores de decisiones en una posición de rendición de cuentas, pero una rendición que no solo mire al pasado, sino más importante aún, que mire al presente y el futuro, en una constante revisión de las estrategias, de su ejecución y de los riesgos asociados a las mismas. Como se ha podido ver en el caso de DaimlerChrysler, la deficiencia del Gobierno Corporativo y la pobreza en el ERM fueron personajes determinantes en la historia de esta fusión.

Nuevamente se puede utilizar el Return Driven Strategy Framework¹¹⁴ como base para hacer un análisis de lo que Daimler hizo -o dejó de hacer- en esta fusión.

Cuadro 4.6 *Return Driven Strategy Framework en DaimlerChrysler*



Fuente: Elaboración propia con uso del modelo de Frigo y Litman (2007)

¹¹³ Ver cuadro 2.17 del capítulo 2.

¹¹⁴ Ver 3.2.2.1 Marco conceptual del ERM

Maximización ética del valor. La administración de Daimler debería haber entendido, definido y entonces alineado todas las actividades hacia los objetivos de creación de valor para los accionistas y asegurarse que los negocios operasen dentro de los parámetros éticos establecidos. El que Schrempp haya sesgado todo el proceso de fusión desde la búsqueda hasta la integración, para conseguir supuestos beneficios que no eran la maximización del valor para los accionistas, habla de un incumplimiento de su responsabilidad fiduciaria, y peor aún que por orgullo moldeara la organización a su conveniencia y se resistiera a admitir el fracaso y siguiera inyectando recursos para tratar de subsanar el error, llevando a una pérdida todavía mayor. Pero el Consejo comparte la responsabilidad fiduciaria y por lo tanto la de dicha pérdida, al haber sido incapaz de contener y en su caso corregir las acciones de Schrempp.¹¹⁵

Satisfacer necesidades de clientes de otra forma insatisfechas. Tanto Daimler como Chrysler tenían una gama de productos que eran dirigidos a una importante base de clientes satisfechos, y la consecuencia de ello era que ambas empresas eran líderes en su segmento. Pero tras la fusión, ya como DaimlerChrysler, ambas empezaron a fallar en satisfacer las necesidades de los clientes por los problemas de calidad de sus productos. Problemas provocados por los desequilibrios y desajustes del choque cultural y la salida de mucho personal clave de Chrysler, que a su vez provoco la distracción para Daimler en Mercedes-Benz. Por otro lado, la fusión no generó ni potenció un número significativo de productos que pudieran cubrir necesidades hasta ese momento insatisfechas, y que provocaran una generación económica que subsanara las pérdidas que estaban teniendo por calidad, desequilibrios organizacionales y la lentitud en sus reacciones.

Dirigirse a, y dominar grupos de clientes apropiados. Las decisiones de participación y posicionamiento de Chrysler y Mercedes-Benz por separado, tenían congruencia ya que estaban dirigiendo sus productos a segmentos que eran rentables y que los habían llevado a ser líderes en sus mercados, Chrysler en 1995 generaba \$1 billón USD de flujo de caja en exceso cada trimestre, y Mercedes representaba el 70% de los ingresos y el 90% de las utilidades de Daimler y contaba con una generación de flujos que le permitía a Daimler subsidiar a sus divisiones no rentables. Pero Daimler-Benz (a través de Schrempp y su Consejo) y posteriormente DaimlerChrysler, tomaba decisiones pobres de participación y posicionamiento que creaban portafolios de negocios que no potenciaban la generación de valor.

Cumplir la oferta. Como DaimlerChrysler empezaron a fallar en cumplir la oferta ya que por un lado los problemas de calidad iban en total incongruencia con la tradición de la marca Mercedes-Benz, y la oferta de diseños interesantes se vio golpeada por la salida del equipo de diseñadores estrellas que tenía Chrysler. Ambos –entre otros más- eran

¹¹⁵ La ética no solo falló en vigilar la responsabilidad fiduciaria, también en 2010 Daimler AG se declaró culpable de cargos de corrupción y soborno, para lo cual utilizó cuentas de Mercedes-Benz en Sudamérica para realizar pagos ilegales a oficiales de gobierno, que le significaron ingresos por \$1.9 billones USD y utilidades ilegales por al menos 91.4 millones USD. Dichos pagos ocurrieron a finales de la década de 1990 y a principios del nuevo siglo, durante la gestión de Schrempp y sus consejeros. Pelofsky Jeremy, U.S. judge OKs settlement in Daimler bribery case (2010) USA, Reuters.

puntos fuertes relacionados a las marcas y que después de la fusión se veían superados por la oferta de la competencia.

Innovar ofertas. La innovación de ofertas se vio afectada durante el período DaimlerChrysler, inclusive antes de la salida de los diseñadores de Chrysler. Por ejemplo el Chrysler 300c –auto que ganó el America’s Best Sedan Award- fue un proyecto que se presentó desde el año 2000, sin embargo el proyecto por la burocracia Daimler fue archivado y retrasado hasta el 2004, cuando fue un éxito de ventas vendiendo 60,000 unidades en 5 meses y con cientos de órdenes confirmadas. Curiosamente este también es uno de los pocos ejemplos de un exitoso intercambio tecnológico entre Mercedes y Chrysler ya que el chasis del 300c es de un Mercedes Clase E y cerca del 20% de los componentes del 300C son de Mercedes.

La marca como vínculo necesidad-satisfacción. Tanto la marca Chrysler como la marca Mercedes-Benz por separado, habían logrado vincularse a los respectivos niveles de satisfacción de sus segmentos, pero durante los años de DaimlerChrysler, sus marcas empezaron a sufrir grandes pérdidas frente a BMW o Toyota. Esto no es porque no hicieran grandes esfuerzos de marketing, sino que el marketing no era respaldado por operaciones. Las operaciones simplemente sucumbían ante el choque cultural y el manejo político de Schrempp.

Asociarse de forma deliberada/planeada. El asociarse de forma deliberada, significa que la asociación debe llevarse a cabo con las partes correctas, en los momentos precisos y con las formas adecuadas. Las empresas con desempeños pobres se enganchan en asociarse de forma indiscriminada, echando mano de recursos valiosos que resultan en un beneficio muy limitado o nulo. Por ejemplo el caso de su adquisición de Fokker, justo antes de que el ciclo económico de la industria de la aeronáutica fuera a la baja, nos revela mucho de cómo se asociaba Daimler. La primera vez que se acercaron a Chrysler en 1995 para negociar un *joint venture* fue porque Chrysler en ese momento estaba en problemas por la oferta pública de Kerkorian para adquirirla, pero eso era más bien una coyuntura que “el destino” presentaba y no una planeación profesional de un *deal* en la forma en que éste se debe de hacer. Y por otro lado, esa misma oferta pública de Kerkorian, en su momento había puesto en evidencia una debilidad de carácter de Robert Eaton, lo cual influyó la elección por parte de Schrempp de Chrysler.

Mapeo y rediseño de procesos. Los procesos no solo los de fabricación de autos, sino los administrativos eran inmensamente diferentes entre las dos empresas, por ejemplo en Daimler las divisiones todavía al mes de febrero, no tenían presupuesto porque los procesos de planeación y autorización eran demasiado largos. En Mercedes la división de camiones tenía que esperar hasta ocho meses para que algún asunto importante fuera tratado por el Consejo. Chrysler por su lado había promovido la adopción de procesos de fabricación al estilo japonés, con una mayor flexibilidad, y obviamente con una inclusión amplia de las áreas administrativas. El problema con el choque cultural es que al no haber sido diagnosticado tampoco había sido considerado en la planeación de las estrategias post-fusión y al no ser tratado de la forma adecuada, en lugar de haber una integración ordenada de mejores prácticas, había competencia y recelo.

Comprometer a empleados y a otros. La capacidad de comprometer a los empleados es algo que se logra conciliando, lo cual requiere ante todo, relaciones estrechas y cooperativas entre las personas. Schrempp fue el primero que debió fomentar relaciones estrechas con sus nuevos socios, tendiendo vías de comunicación para conciliar valores y puntos de vista contradictorios. El Consejo debiendo ejercer una función de administración de riesgos debió haber diagnosticado que el comportamiento de Schrempp fomentaría que los recursos –en este caso humanos- no estuviesen alineados a lograr los objetivos y acabaría destruyendo el valor. Pero en el Consejo había una ausencia de funciones de Enterprise Risk Management que les diera esa visión amplia y de conjunto sobre los riesgos, y por supuesto nunca detectaron ni corrigieron nada. Al final el éxodo masivo de talentos de Chrysler y los movimientos organizacionales consecuentes dieron pie a una serie de problemas de índole personal, financiero y operacional que erosionó la creación de valor que ya venían haciendo las dos empresas por separado.

Balancear enfoque y alternativas. Daimler balanceaba de forma ineficiente su portafolio porque por un lado se negaba a enfocarse en lo que eran buenos –los autos de lujo de alta calidad- y por otro las alternativas que consideraba para su portafolio eran incompatibles con la creación de sinergias para la maximización de la creación de valor. En tiempos recientes Daimler se ha reestructurado y la mayoría de su portafolio se encuentra en el sector automotriz, cubriendo desde automóviles, camiones, motores y autopartes, y parece haber acotado mejor sus alternativas de crecimiento y logrado un mayor enfoque a sus esfuerzos, cosa que en la época de DaimlerChrysler no hacía.

Comunicación amplia. Una vez que en el *Due Diligence* fallaron en determinar la existencia de el riesgo cultural al que se enfrentarían, ya en la etapa post-fusión tanto el Consejo como Schrempp, fallaron en generar puntos de encuentro entre la Dirección de Chrysler y la de Daimler para crear una cultura que se derramara desde la Alta Dirección, y que creara las condiciones para la integración de las dos empresas a través de la cooperación y la creación conjunta y no de la competencia interna y la destrucción del valor.

Activos genuinos. Los activos genuinos son los bloques que construyen una ventaja competitiva sustentable a través de toda la empresa. Es obvio que Daimler al estructurar un portafolio de negocios donde una división subsidia a las demás, de entrada no adquirió activos genuinos, ya que un activo que no contribuye a fortalecer las ventajas competitivas y a la creación de valor, es simplemente un lastre.

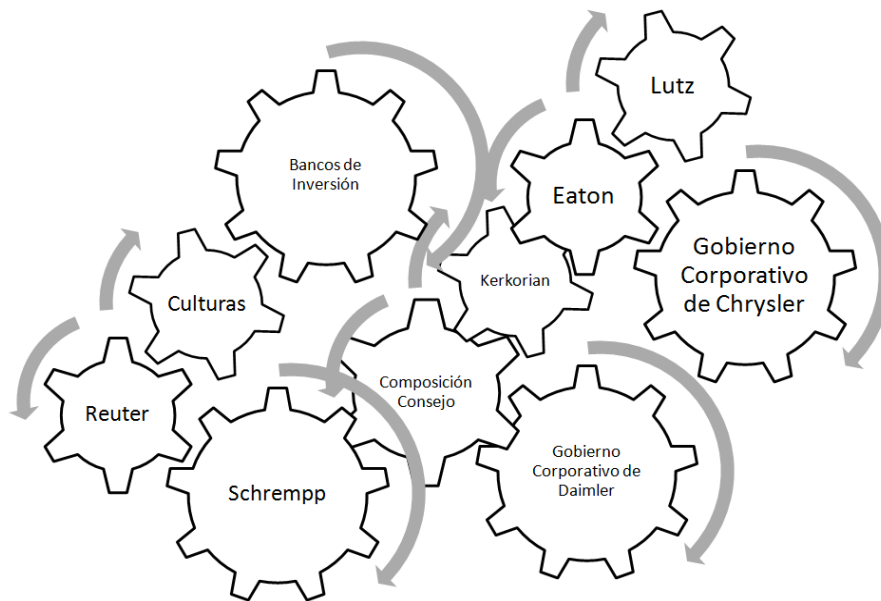
Vigilancia de las fuerzas de cambio. Hasta antes de la fusión, Chrysler y Mercedes habían podido por separado dar seguimiento a las fuerzas de cambio que se estaban presentando en sus respectivos segmentos. Chrysler por su lado había estado observando a sus contrapartes japoneses y había adoptado mejoras a sus propios procesos para hacer frente a esas tendencias mundiales de producción. Mercedes había hecho un buen seguimiento de las fuerzas culturales de sus compradores para poder hacer frente a Lexus. Cada una y a su manera, había llevado con cierto nivel de éxito este seguimiento, pero en la fusión el descontrol generado por el choque cultural los llevó a la

distracción y a no responder de forma adecuada a los cambios en sus ambientes geográficos, económicos, tecnológicos, entre otros.

Desempeño, medición y valuación disciplinados. Si no se puede medir, no se puede administrar, por lo que medir las cosas correctas en los momentos correctos es crucial para el buen desempeño de la empresa. En Daimler, el Consejo y el mismo Schrempp parecían no medir o no querer medir, el impacto que tenían los demás negocios (como Fokker) en el desempeño del portafolio de Daimler. Si a lo anterior añadimos, que el Consejo no podía o no quería medir el desempeño de Schrempp que durante una década estuvo en los mismos pasos de su antecesor Reuter, haciendo adquisiciones que mermaban la creación de valor, pues la situación solo podía empeorar. El Consejo estaba en posición de solicitar todos los tableros, BSC, e indicadores que mostraran cual era la situación de Daimler y hacia donde se movía, y poder reevaluar las estrategias y reaccionar mejor, pero al parecer fue otra de las omisiones que se presentaron en el Gobierno Corporativo.

En el cuadro 4.7 se mencionan algunas de las fuerzas que influenciaron el Gobierno Corporativo de DaimlerChrysler.

Cuadro 4.7 Fuerzas que influenciaron el GC de DaimlerChrysler



Fuente: Elaboración propia.

Las lecciones de este *deal* son muchas pero algunas de las principales son:

- No existen sociedades de iguales. Siempre se dará el caso en el que una de las partes sea la dominante, ya sea por su posición financiera, legal, tecnológica o de mercado o por fortaleza psicológica o de carácter. Cualquiera que se involucre en un *deal* “de iguales”, deberá tener conciencia de que eso no es cierto.

- Cuidado con los *CEO's* conducidos por su orgullo. Este tipo de “super” *CEO's* con personalidades fuertes y montañas de hibris, deben mantenerse bajo mucho control por Consejos fuertes. Los miembros del Consejo tienen la obligación de proteger a los accionistas de estrategias que dichos líderes pudieran poner en marcha. Mientras más fuerte sea el *CEO*, mas fuerte necesita ser el Consejo. Esto no significa que los *CEO's* fuertes no sean buenos, solo que necesitan ser monitoreados por Consejos de fuerza comparable.
- Cuidado con la arrogancia. Los miembros de una sociedad llegan siempre a la mesa con diferentes percepciones y contribuciones a la unión, y la arrogancia en cualquiera de ellas arriesga el valor de dicha unión al poner obstáculos a la integración y finalmente a la rentabilidad de la nueva entidad. Y dado que siempre una de las partes es dominante, este riesgo está latente y es muy real.
- Las empresas deben aprender de sus fusiones y adquisiciones fallidas. Cuando una empresa tiene una historia de adquisiciones fallidas, necesita poner precauciones extras en sus siguientes operaciones y como mínimo necesita aprender de sus errores con las empresas anteriores. Los Consejos de estas empresas deben exigir a la Dirección explicaciones extra convincentes de la estrategia que sustenta el siguiente *deal*, con sinergias que estén perfectamente definidas así como la manera en la que dichas estrategias se van a materializar.
- Admitir la falla y seguir adelante. Jurgen Schrempp a pesar de las pérdidas nunca admitió la falla, esto impedía seguir adelante mediante una desinversión o reestructura corporativa profunda a una Dirección diferente. Admitir la falla es el primer gran paso para corregir el rumbo.
- El cambio es inevitable. El decir a los empleados que nada va a cambiar no solo es impreciso, sino también resulta en la pérdida de fe y confianza en la Dirección. Los empleados saben que las cosas van a cambiar y lo que necesitan es que se les comunique el rumbo y la dimensión de los cambios. La incertidumbre sobre el futuro siempre se verá reflejada en el servicio a los clientes y debe ser abordada de forma frontal y a tiempo.
- La cultura como elemento integral del *deal*. De igual forma que es necesario crear una mentalidad y cultura estratégicas del riesgo para que el *ERM* pueda funcionar, es importante tomar en cuenta la cultura antes, durante y después del *deal* para que el proceso de integración sea exitoso. Cada cultura debe ser estudiada, diagnosticada y tratada con respeto y entendimiento, y el objetivo es mezclarla en vez de cambiarla o eliminarla. Hay que recordar desde el *Due Diligence* que no hay que pasar por alto este aspecto del posible *deal*.
- La comunicación debe ser holística. Comunicar a tiempo, con frecuencia y honestidad es esencial para el éxito, por lo que hay que asegurarse que esta función tenga presupuesto en dinero y en tiempo de la Alta Dirección. Cuando esta se encuentra involucrada personalmente en los programas de comunicación, la confusión y la baja productividad son poco probables. Solo hay que recalcar que el proceso de comunicación debe ser de dos vías.
- Los empleados son activos. Un típico objetivo en las fusiones es reducir los gastos de personal, y con mucha frecuencia este proceso se hace de forma apresurada y

sin la mínima visión del impacto de su ausencia, ni de los requerimientos futuros de personal. Debe ponerse una atención cuidadosa en este proceso ya que pueden dañar la moral y el compromiso con efectos económicos palpables en la productividad y la rentabilidad.

- Involucramiento de los empleados. La participación de los empleados –a todo nivel- es esencial en hacer realidad las sinergias planteadas para el *deal*, ya que aportan ideas creativas y esfuerzo a la consecución de los objetivos de la estrategia.
- Presupuestar suficiente tiempo. Las organizaciones generalmente son muy optimistas acerca del monto de tiempo y recursos que les tomará integrar a las dos empresas. Daimler pensó que sería rápido y fácil, y por eso al presentarse los problemas decidieron muy pronto dejar las empresas como divisiones separadas. Este proceso tomará siempre más tiempo del pensado y esto debe ser siempre considerado en la planeación de la post-fusión.

La fusión de DaimlerChrysler es un buen ejemplo de cómo dos empresas que tenían buenas posiciones financieras y comerciales, sucumbieron por cuestiones de Gobierno Corporativo y por no tener visiones amplias de lo que el riesgo implica.

4.3 Un ejemplo de éxito: Johnson & Johnson. (J&J)

Como se ha visto en este documento, el riesgo de fracasar en los procesos de fusiones y adquisiciones es alto, y desafortunadamente a pesar de las enseñanzas de la historia, muchas empresas siguen cayendo en omisiones fundamentales al momento de elegir una estrategia de diversificación o expansión por la vía inorgánica.

Sin embargo, existen ejemplos de empresas que han tenido un excelente desempeño, compañías que han encontrado la forma de evadir los peligros de la competencia y de convertirse en simples *commodities*¹¹⁶, al enfocarse en las metas adecuadas. Estas metas específicamente descritas, comunicadas y alineadas con las necesidades sociales, se traducen después en estrategias adecuadas, soportadas por habilidades y capacidades únicas, desarrolladas concienzudamente, y que al final les permiten cumplir ofertas en formas que otros no pueden.

Johnson & Johnson es una empresa que se dedica a la manufactura y comercialización de una amplia gama de productos para el cuidado de la salud. Durante el período de 1995 a 2005 la empresa se comprometió con una estrategia de crecimiento mediante adquisiciones, que la llevó a realizar más de 50 operaciones, destacando entre ellas por su monto las adquisiciones de Guidant por 25.4 billones USD, Alzar por 12.3 billones USD y Centecor por 6.3 billones.

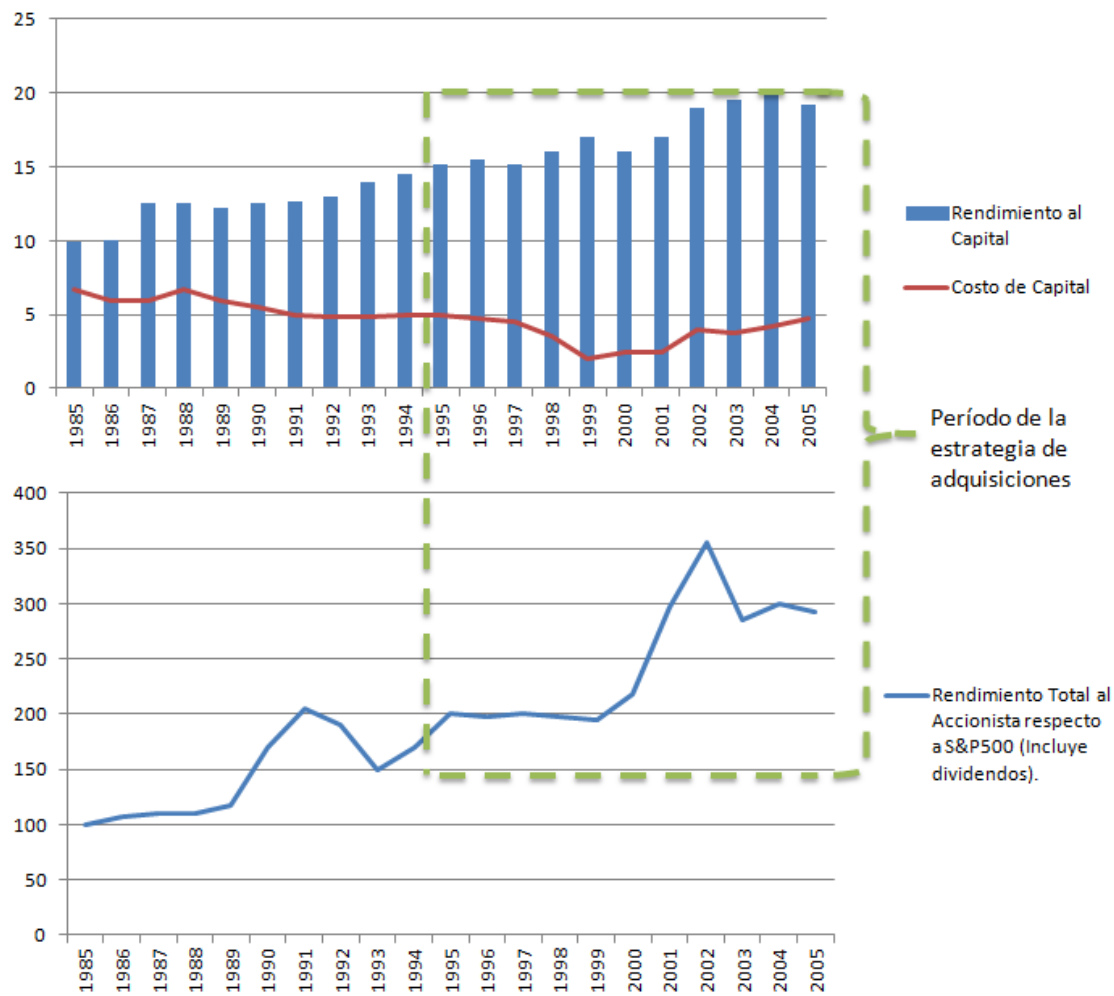
Esta estrategia es similar a las que persiguen otras compañías que compiten en industrias de mucha investigación y cambios rápidos, ya que en lugar de intentar estar a la cabeza

¹¹⁶ Un producto se convierte en *commodity* cuando pierde toda su diferenciación, sus cualidades se estandarizan a lo largo de su mercado y el único atributo por el cual el demandante lo adquiere o lo rechaza es por el precio.

de forma orgánica o interna en cada área de innovación, J&J ha buscado a las compañías que han desarrollado productos exitosos, y al hacerlo han reducido el riesgo de desperdiciar tiempo y recursos, además de que les ha dado capacidad para aprovechar sinergias y reaccionar con mayor rapidez a las fuerzas de cambio en el mercado.

El resultado financiero de esta estrategia fue que los flujos al capital crecieron y el costo del capital disminuyó, generando un *spread* mayor en beneficio de los accionistas. Y en el aspecto bursátil el desempeño de su acción (JNJ:US) respecto al S&P500 fue incrementalmente superior. Dicho en términos del *Return Driven Strategy Framework*, J&J cumplió con el principio de compromiso de maximizar de forma ética el valor para los accionistas. A continuación en el cuadro 4.8 se muestra lo mencionado en este párrafo.

Cuadro 4.8 Creación de valor para los accionistas en JNJ 85-05



Elaborado con datos de Credit Suisse Securities LLC

Como se puede apreciar J&J ha creado un impresionante nivel de riqueza, pero esto no es suerte, es resultado de una búsqueda consciente y deliberada de generar valor para todos sus constituyentes. En su credo J&J alinea la empresa y hace referencia a la

mayoría de los principios del *Return Driven Strategy*. A continuación se reproduce dicho credo:

“Creemos que nuestra primera responsabilidad es con los doctores, enfermeras y pacientes, con las madres y los padres, y todos aquellos que utilizan nuestros productos y servicios.

En la satisfacción de sus necesidades, todo lo que hacemos debemos hacerlo alta calidad. Debemos luchar constantemente para reducir los costos y poder mantener precios razonables.

Las órdenes de los clientes deben ser atendidas de forma pronta y precisa. Nuestros proveedores y distribuidores deben de tener una oportunidad de lograr una ganancia justa.

Somos responsables por nuestros empleados, los hombres y mujeres que trabajan con nosotros en todo el mundo. Todos deben ser considerados como individuos. Debemos respetar su dignidad y reconocer su mérito. Deben tener un sentido de seguridad en sus trabajos.

La compensación debe ser justa y adecuada, y trabajar en condiciones limpias, ordenadas y seguras. Debemos considerar formas para ayudar a nuestros empleados a cumplir sus responsabilidades con sus familias.

Los empleados deben sentirse en libertad de presentar sugerencias o quejas. Debe haber oportunidades iguales de empleo, desarrollo y promoción para aquellos que estén calificados. Debemos proveer una administración competente, con acciones justas y éticas.

Somos responsables de las comunidades en las cuales vivimos y trabajamos, así como de la comunidad mundial. Debemos ser buenos ciudadanos –apoyar las buenas acciones y caridades, y pagar nuestra parte justa de impuestos. Debemos alentar las mejoras cívicas, una mejor salud y educación. Debemos mantener en buen estado la propiedad con la que hemos sido privilegiados para usar, protegiendo el medio ambiente y los recursos naturales. Nuestra responsabilidad última es con nuestros accionistas.

El negocio debe generar una sólida ganancia. Debemos de experimentar con nuevas ideas. La investigación debe ser realizada, los programas de innovación llevados a cabo y los errores deben ser enfrentados.

Nuevos equipos deben ser adquiridos, nuevas instalaciones provistas y nuevos productos lanzados. Se deben crear reservas para dar cara a los tiempos adversos. Mientras operemos de acuerdo a todos estos principios, los accionistas recibirán un rendimiento justo.”

Dada la historia y éxito de este credo, se ha convertido en un activo genuino para J&J ya que es un fundamento base –y cultural- de todas las demás actividades de la empresa,

dándole una habilidad sostenible para la creación de valor –aun en los procesos de fusiones y adquisiciones-.

Concluyendo con los ejemplos, el riesgo en las fusiones y adquisiciones no está necesariamente en sus posiciones cambiarias, o en las fluctuaciones de los costos de sus suministros en los mercados de futuros, o en las calificaciones crediticias de sus deudores, o en la solidez de las cláusulas de sus contratos, o en las tasas de interés de sus financiamientos, o en la existencia de procesos de continuidad de negocio, de administración de registros, de seguridad de la información, de administración de fraudes, o de incumplimiento SOX.

El riesgo en las fusiones y adquisiciones –y en términos generales en cualquier negocio- yace en la debilidad e inconsistencia de su Gobierno Corporativo, materializado entre otras cosas en su Consejo y su *Enterprise Risk Management*.

Conclusiones

De todo lo plasmado en el presente documento, y retomando el objetivo de este trabajo de demostrar el papel fundamental del Enterprise Risk Management en el Gobierno Corporativo de la empresa para salvaguardar el valor de los accionistas en los procesos de fusiones y adquisiciones, se puede concluir que para que una fusión o adquisición no termine destruyendo el valor de los accionistas, deben existir ciertas condiciones antes, durante y después de la operación. Dichas condiciones deben ser creadas por una instancia apropiada, la cual es el Gobierno Corporativo, y a través de un marco de entendimiento global de la estrategia, del negocio y de sus riesgos, que constituye el Enterprise Risk Management.

A grandes rasgos la cadena lógica de todo este proceso se puede apreciar a continuación:

- El establecimiento de una estrategia robusta se basa en un autoconocimiento sólido (FODA) y en el ejercicio continuo de dos principios de gobierno: el rol de la estrategia en sí y el rol del *CEO*. El propósito de la estrategia que es maximizar el valor para los accionistas a lo largo del tiempo, y el rol del *CEO* que es asegurarse que todos los recursos de la empresa estén comprometidos con las estrategias que maximizan el crecimiento del valor a través del tiempo.
- Dado lo anterior, en algún momento la empresa se encontrará en la situación de tener que decidir entre un crecimiento orgánico o inorgánico. Si la decisión es el crecimiento inorgánico, aun hay varias opciones por evaluar y descartar antes de decidirse por las fusiones y adquisiciones. Pero no se debe perder de vista nunca, que la razón principal para una fusión o adquisición es habilitar –hacer posible- la ejecución de la estrategia con el fin de maximizar el crecimiento del valor a través del tiempo.
- Una vez que la decisión de fusionarse o adquirir se ha tomado, se debe realizar el proceso de búsqueda y originación, de *Due Diligence*, de valuación, de negociación, de cierre y post-fusión, con el firme propósito de lograr la excelencia en el mismo, sin atajos, sin prisas, sin menospreciar tópicos, siendo inquisitivos, basándose en hechos y realidades, pensando en el todo como un sistema, sin perder nunca de vista que literalmente está en juego el valor económico futuro de la empresa; de ahí la imperante necesidad de un liderazgo enorme para llevar a buen término todo este esfuerzo.
- El liderazgo de este esfuerzo debe ser ejercido a todos niveles, pero sobre todo debe ser ejercido desde la Alta Dirección en un estricto marco de responsabilidad fiduciaria, de transparencia, de ética y de valores que sirvan de contrapeso a los intereses individuales, a las distorsiones personales, a las redes políticas internas, y que sobre todo fomente una cultura a lo largo y ancho de la organización que apoye el propósito de la estrategia en sí: el crecimiento del valor a través del tiempo.
- El liderazgo del Gobierno Corporativo, recae y se debe materializar directamente en el Consejo, en sus comités y en el ejercicio de sus funciones clave, incluyendo la guía de la estrategia corporativa, el monitoreo de los resultados y prácticas de la

empresa, la selección y establecimiento de los sistemas de compensación de los ejecutivos clave, la supervisión de declaraciones y comunicación, las revisiones independientes de sistemas y procesos contables y de control, así como la guía y monitoreo de los marcos de tolerancia de riesgo.

- El Gobierno Corporativo es el instrumento de control de riesgos más importante que se puede tener, pero si éste no está trabajando, el riesgo se va al máximo nivel y eso siempre significará problemas para la empresa y sus *stakeholders*. De ahí la necesidad de incorporar el Enterprise Risk Management al Gobierno Corporativo.
- El Enterprise Risk Management es un proceso, llevado a cabo por el Consejo, la Dirección y demás personal de una entidad, aplicado en el establecimiento de la estrategia y a lo largo de la empresa, diseñado para identificar eventos potenciales que pueden afectar a la entidad y administrar el riesgo para mantenerlo dentro del apetito de la compañía para tener una razonable certeza del logro de los objetivos.
- En el pasado, muchas organizaciones ponían sus riesgos en “silos”, cada uno con un enfoque muy estrecho y como actividades fragmentadas. Los “silos” que separan las funciones de administración de riesgos en las organizaciones también crean barreras que separan el *ERM* de la planeación estratégica. Bajo el *ERM* todas las áreas de riesgo deben interactuar como partes de un sistema integrado, estratégico y que abarque toda la empresa en todos sus niveles.
- Para que el *ERM* pueda funcionar es necesario crear una mentalidad y cultura estratégicas del riesgo. Esto es, enfocarse en examinar que tan bien la estrategia se va a desempeñar bajo diferentes escenarios y eventos, el fomentar y apoyar el pensamiento de escenarios donde la estrategia pueda tener tan mal desempeño que resulte en pérdidas significativas, destrucción del valor para el accionista o una reputación corporativa dañada.
- El primer paso para una administración de riesgos estratégica es encontrar una forma para evaluar sistemáticamente el riesgo estratégico de negocio de la empresa. Y eso tiene que empezar con el Consejo y la Dirección asegurándose de entender las estrategias clave de la empresa que contribuyen a la preservación y creación del valor para el accionista. Un amplio entendimiento de los impulsores del valor para los accionistas es necesario por parte del Consejo y la Dirección para poder entender y considerar los riesgos que rodeen esos impulsores.
- En términos generales un marco conceptual de *ERM* necesita incluir tres características para su efectividad: alineación con el compromiso de crear valor para el accionista de manera ética, visión amplia y de conjunto, y capacidad de identificar y evaluar eventos y fuerzas de cambio.
- Los equipos directivos y ejecutivos deben utilizar un marco conceptual para tener una visión amplia e integral para establecer, evaluar, refinar y ejecutar la estrategia, así como integrar dicho marco a sus procesos de planeación y como forma de evaluar el impacto de eventos y escenarios –incluyendo las fusiones y adquisiciones- en el desempeño de la estrategia.
- Un ejemplo de marco conceptual para el *ERM* es el *Return Driven Strategy Framework* que describe la jerarquía de las actividades estratégicas de las

empresas con mejor desempeño, en términos de impacto financiero y valor para el accionista.

- Un proceso simple de análisis de riesgo estratégico involucra cuatro pasos: Análisis de riesgo de los planes, Identificar escenarios de riesgo críticos, Identificar medidas para contrarrestar y Establecer un proceso de monitoreo continuo.
- La necesidad de conectar la estrategia y el *ERM* no podría ser más relevante, sobre todo en el actual clima económico y empresarial. Una efectiva administración de riesgo estratégico puede ser la diferencia entre la permanencia o la desaparición, ya que diseñada efectivamente, la conexión del *ERM* y la estrategia debería de añadir valor permitiendo a la empresa ser más proactiva y flexible en administrar las incertidumbres ligadas a las estrategias, y obviamente a las fusiones y adquisiciones.

Dentro de este contexto, una de las líneas de investigación que se destaca por su potencial de desarrollo e investigación, es el flujo e interconexión práctica entre el Consejo, los Comités de Riesgo, la Dirección y el personal en términos de Enterprise Risk Management, ya que mientras más herramientas se desarrollen para clarificar y optimizar esta conexión estratégica, mayor será la probabilidad de que las empresas adopten estos enfoques, con los subsecuentes beneficios para la creación de valor. La naturaleza de estas herramientas y métodos es notablemente amplia y abarca los campos de la administración, las finanzas, el derecho, la psicología industrial, entre otros.

Anexo 1. Resumen de 29 estudios sobre Fusiones y Adquisiciones realizados de 1955 a 1999.

Investigador	Estudio	Hallazgos
KPMG International, 1999.	700 de las operaciones más cuantiosas de 1996 a 1998.	83% fallaron en incrementar el patrimonio de los accionistas. 53% redujeron el patrimonio de los accionistas.
Saikat Chaudhuri y Behnam Tabrizi, 1999.	24 empresas de alta tecnología en la ejecución de 53 adquisiciones.	11 fueron consideradas exitosas. 9 fueron fracasos. 33 proveyeron cero.
Arthur Andersen Consulting, 1999.	Todas las grandes fusiones realizadas desde 1994 hasta 1997.	44% quedaron cortas respecto a las expectativas financieras y de estrategia. 70% de las fusiones en industrias del petróleo no lograron los objetivos.
Mark Sirower, 1999.	100 grandes operaciones de 1994 a 1997.	66% de las operaciones se enfrentaron a reacciones negativas del mercado y la mayor parte permaneció con desempeño bajo el mercado durante un año después.
Right Management Consultants, 1999.	179 empresas fusionadas.	Menos de un tercio resultaron tener culturas combinadas exitosas.
Hay Group, 1999.	65 fusiones.	75% fallaron en poner a los empleados correctos en el puesto correcto en los primeros seis meses después de la fusión.
Daimler-Benz, 1998.	Estudio de Daimler de fusiones internacionales.	70% de las fusiones internacionales fallaron en prosperar.
J.P. Morgan, 1998.	116 adquisiciones de 1 billón USD o más por compañías europeas desde 1985.	44% no añadieron valor aun después de 3 años.
A.T. Kearney, 1998.	115 fusiones de 1993 a 1996.	58% no añadieron valor.
Kenneth W. Smith, 1997-8.	215 transacciones valuadas en 500 millones USD o mas durante las décadas de 1980 y 1990.	Las operaciones de la década de 1990 solo ofrecieron retornos por arriba de la industria el 52% del tiempo. Las operaciones de la década de 1980 solo el 37%. Encontró que el desempeño esta mas relacionado con la administración post-fusión que con la estrategia o el precio.
Healy, Palepu y Ruback, 1997.	Las 50 más grandes tomas de control en la industria de Estados Unidos de 1979 a mediados de 1984.	Tomas de control estratégicas y amistosas involucrando firmas en industrias relacionadas generaron ganancias sustanciales para los adquirentes. Transacciones hostiles involucrando empresas en negocios no relacionados, dieron rendimiento cero en el mejor de los casos.
Mark Sirower, 1997.	168 fusiones desde 1979 a 1990.	Los retornos promedio declinaron 20% aun cuatro años después de la operación.
Tim Loughran y Anand Vijh, 1997.	Compararon operaciones en efectivo, acciones y combinadas en 947 adquisiciones entre 1970 y 1989.	Las adquisiciones en acciones dieron resultados significativamente negativos respecto a las operaciones en efectivo.
Coopers y Lybrand, 1996.	125 empresas durante su periodo post-fusión.	66% fueron fracasos financieros. Se encontró correlación entre una transición a paso lento en el periodo post-fusión y niveles bajos de ingresos, flujo de caja y rentabilidad.
David Byrch, 1996.	Comparó empresas adquirentes contra no adquirentes entre 13 millones de empresas en los Estados Unidos entre 1992 y 1995.	Solo 60% de los adquirentes generaron crecimiento significativo en ingresos netos después de sus adquisiciones al compararlas con las no adquirentes.
David Mitchel, 1996.	Un estudio de 150 empresas adquirentes.	70% de todas las adquisiciones fallaron en alcanzar las expectativas de los diseñadores de la operación.

Anexo 1. Continuación

Ira Smolowitz y Clayton Hillyer, 1996.	Estudio 45 empresas de la lista de Forbes 500 para identificar factores de falla.	En entrevistas, los directores senior citaron como los factores de falla: incompatibilidad cultural disparidad de estilos de administración inhabilidad para implementar el cambio inhabilidad para pronosticar exceso de optimismo en lo referente a la sinergia.
Mercer Management Consulting y Business week, 1995.	Comparativa de 248 empresas que adquirieron 1,045 empresas desde 1990 a 1995 y 96 no adquirientes.	69% de las no adquirientes tuvieron mejores resultados que el índice industrial. 58% de los adquirientes tuvieron mejores resultados. Adjudican las fallas post-fusión a: Inadecuados <i>Due Dilligence</i> Falta de estrategia convincente Expectativas demasiado optimistas sobre la sinergia Conflictos de cultura corporativa Integración post-fusión demasiado lenta
Mercer Management Consulting y Business week, 1995.	150 operaciones de 500 millones USD o más de 1990 a 1995.	17% crearon retornos sustanciales para los adquirientes. 33% crearon retornos marginales 20% erosionaron los retornos. 30% erosionaron los retornos de los accionistas en relación con sus pares en la industria aun 3 años después de la operación.
Paul M. Healy, Krishma Palepu y Richard S. Ruback, 1992.	Las 50 mayores operaciones entre 1979 y 1984.	Las firmas fusionadas tuvieron mejoras significativas en la rentabilidad de sus activos en relación con sus industrias llevando a mayores flujos de caja operativos y rentabilidad. Estos resultados son particularmente marcados para empresas en negocios relacionados. El estudio sugiere que la integración post-fusión juega un rol importante en el valor post-fusión.
Phillippe C. Haspeslagh y David B. Jemison, 1991.	Estudio de 5 años de 20 empresas adquirientes establecidas en 6 países y adquiriendo empresas en 10 países.	Los adquirientes más exitosos fueron aquellos que aseguraron la compatibilidad y ajuste de la estrategia y de la operatividad. Los fracasos no aseguraron ninguno.
Alok Chakrabarti, 1990.	31 adquisiciones.	El desempeño post-fusión depende más de la integración post-fusión que de la estrategia.
American Management Association, segunda mitad de la década de 1980.	54 grandes fusiones.	50% llevó a menos productividad, utilidades o ambos.
PA Consulting de Londres, 1989.	28 mayores adquisiciones en la industria bancaria en Estados Unidos de 1982 a 1988.	80% de los adquirientes tuvieron un efecto negativo en el valor de su acción.

Anexo 1. Continuación

Michael Bradley, Anand Desai y E. Han Kim, 1987.	236 ofertas llevadas a cabo entre 1963 y 198.	La respuesta de los mercados a los anuncios de fusiones completadas dieron retornos positivos de 7.43% en promedio a los accionistas de las empresas tanto adquirientes como adquiridas.
Michael Porter, 1987.	3,788 por 33 empresas líderes de los Estados Unidos de 1950 a 1986.	Las empresas adquiridas fueron vendidas a una tasa que fue de 50% a 74%
McKinsey & Co., 1987.	116 adquisiciones.	77% no cubrieron los costos incurridos en la transacción.
		61% falló en recuperar el capital invertido aun en tres años después de la transacción.
Malcolm S. Salter y Wolf A. Weinhold, 1979.	36 empresas que crecieron a través de fusiones.	El retorno promedio del capital fue 44% menor que los niveles del NYSE.
		El retorno promedio sobre los activos fue 75% menor del NYSE.
Johan Brjokstan, 1965.	5,409 fusiones de empresas de manufactura de 1955 a 1965.	866 fallaron de forma financiera, estratégica y/o tecnológica.

Fuente: Todos los estudios son citados por Grubb, Thomas y Lamb, Robert en "Capitalize on Merger Chaos" The Free Press, 2000. Pág. 155-158.

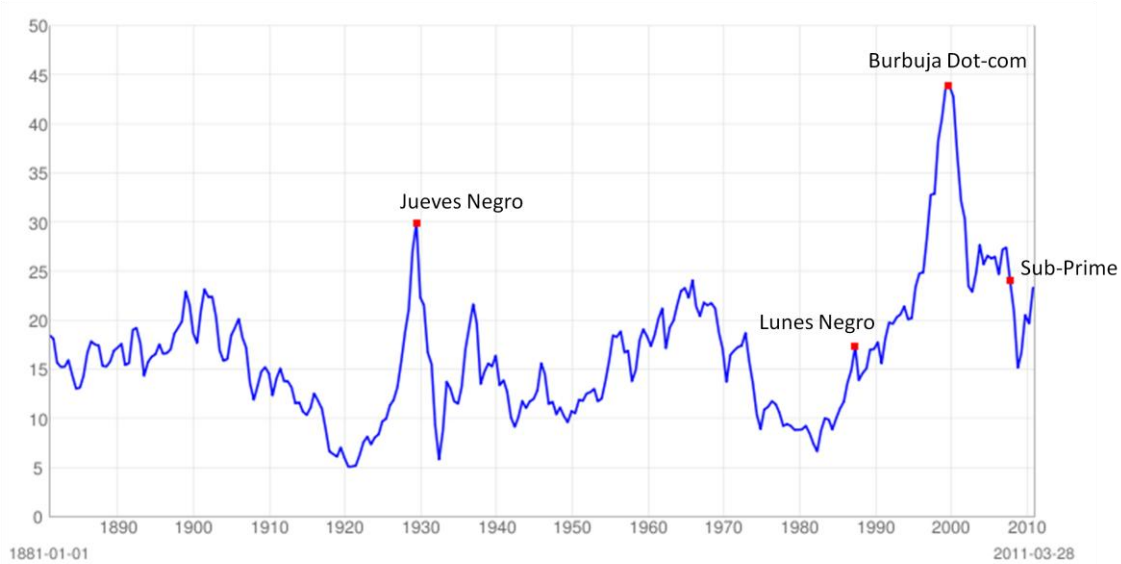
Anexo 2. Resumen de la Historia de las Fusiones y Adquisiciones

	Quando ocurrió	Características	Como termina
1a oleada	Después de la depresión de 1883. Auge entre 1898 y 1902	<p>Preponderantemente horizontales. Buscaban economías de escala, incrementar eficiencia y bajar en costos unitarios.</p> <p>Muchas estructuras resultantes eran cercanas al monopolio.</p> <p>Esta oleada se caracteriza por su papel en la creación de monopolios.</p> <p>Primera megafusión de \$1 billón USD US. Steel.</p> <p>300 combinaciones mayores que representaban 40% capital manufacturero USA.</p> <p>3000 empresas desaparecieron por las fusiones.</p> <p>Existía la ley Sherman antimonopolio de 1890 pero no estaba respaldada por recursos o personal para hacerla respetar.</p> <p>Las cortes no sabían interpretar la ley. Caso 1895 American Refining sugar 98% mkt y salió adelante y alentó a Dupont, US Steel, GE, etc.</p> <p>Los bancos de inversión ejercían influencia para las M&A, pero también "vetaban" las que no les convenían.</p>	<p>Dos factores: El colapso del monopolio de la construcción de barcos y el colapso del mercado bursátil de 1904, seguido del pánico bancario de 1907 que cerró muchos bancos. El cierre de Bancos delineó el camino para la creación de la reserva federal.</p>
2a oleada	Desde 1916 a 1929	<p>Muchas industrias se consolidaron con estructuras resultantes de oligopolio y fusiones verticales.</p> <p>La WWI dio auge a la economía de USA y fluyó mucho capital.</p> <p>Ambiente antimonopolio más estricto durante la década de 1920. Ley Clayton y Ley Sherman.</p> <p>Se da la primera formación a gran escala de conglomerados al fusionarse compañías no relacionadas.</p> <p>Se forman General Motors, IBM, John Deere, Union Carbide.</p> <p>Entre 1926 y 1930 hubo 4,600 fusiones. Entre 1919 y 1930 desaparecieron 12,000 empresas.</p> <p>Entre 1921 y 1933 13 billones USD de activos adquiridos en fusiones siendo el 17.5% del capital manufacturero USA</p> <p>Con la aparición del radio aparece la mercadotecnia masiva.</p> <p>Marcada concentración en la industria de la energía.</p> <p>Uso intensivo de deuda para las M&A's. Enormes ganancias para los accionistas si la economía va bien pero enorme riesgo si la economía va mal.</p> <p>Los bancos de inversión ejercían influencia para las M&A, pero también "vetaban" las que no les convenían.</p>	<p>Finaliza con el crack bursátil de 1929. Ante una demanda reducida las empresas se dedicaron a subsistir.</p>
Periodo intermedio	Décadas de 1940 y 1950	<p><i>Aunque el número de fusiones fue mucho menor a su periodo antecesor, dicho número seguía siendo una preocupación para el Congreso de los Estados Unidos, el cual reaccionó pasando la Ley Celler-Kefauver en 1950. Esta ley fortalecía la sección 7 de la Ley Clayton que establece que la adquisición de acciones de una compañía competidora estaba prohibida si el efecto resultante era la disminución de competencia. Muchas compañías daban vuelta a esta ley comprando los activos de la empresa competidora en lugar de sus acciones. Esta laguna jurídica se eliminó con la ley Celler-Kefauver.</i></p>	
3a oleada	Desde 1965 a 1969	<p>Incremento histórico en el número de M&A's y provocada en gran parte por el gran auge económico de los EU.</p> <p>Estos años tienen como característica las fusiones de conglomerados.</p> <p>En esta época se dieron transacciones en las que las empresas adquirentes eran más pequeñas que las adquiridas.</p> <p>Los avances de la ciencia de la administración aceleró el movimiento de los conglomerados. La ciencia de la administración desarrollo metodologías que facilitaban la administración organizacional y -en teoría- podían facilitar la administración de una gran variedad de organizaciones.</p> <p>Al haberse enfocado en conglomerados en vez de integraciones, no hubo un incremento apreciable en la concentración industrial. El grado de competencia y concentración no se modificó de forma notable a pesar de haberse presentado cerca de 6,000 operaciones con la desaparición de 25,000 firmas.</p> <p>La banca de inversión no financió preponderantemente esta oleada. Se financió con deuda inicialmente, pero al subir las tasas se movió el financiamiento al mercado de capitales aprovechando/provocando el mercado Bull de esta década, y provocando el juego P/E.</p>	<p>Cuando el mercado cayó en 1969 ya no se podía jugar el juego de P/E. Además hubo muchas presiones del gobierno contra los conglomerados en materia fiscal (contra la manipulación contable) y de competencia.</p>
4a oleada	Desde 1984 a 1989	<p>En esta oleada es significativo el papel que jugaron las fusiones hostiles y el espíritu especulativo de las mismas.</p> <p>Es una era de megafusiones de billones de dólares.</p> <p>Aparecen los corporate raiders y el greenmail.</p> <p>Los banqueros de inversión tienen un papel muy agresivo al perseguir M&A's por cuantiosas comisiones.</p> <p>En este período se crean herramientas sofisticadas de tomas de control y de defensa como Poison Pills y sistemas de detección temprana.</p> <p>Es también la época de las mega LBO.</p> <p>Es una época de uso intensivo de los junk bonds para financiar las transacciones.</p> <p>La desregulación jugó un papel importante en industrias como transportes, comunicaciones, entretenimiento, etc.</p>	<p>Termina en 1989 derivado de que la expansión económica llegó a su fin aunado al colapso del mercado de junk bonds.</p>
5a oleada	Desde 1992 a 2000	<p>Durante la década de 1990 EU entra en su más grande expansión post-guerra. Y las empresas buscaron responder al aumento en la demanda agregada con M&A's.</p> <p>Aunque hubo muchas megafusiones, hubo mucho menos operaciones hostiles y más fusiones estratégicas.</p> <p>No estuvieron financiadas por grandes pasivos sino mayormente con capital.</p> <p>Los roll-up's fueron la operación característica de la oleada.</p> <p>La 5a oleada es una oleada internacional, hay operaciones importantes en Europa, Asia, y América Latina.</p> <p>Al principio de la oleada hubo mucha mesura, pero al final se dieron muchas pérdidas por la falta de disciplina y estrategia y el impulso de una burbuja de sobrevaluación.</p>	<p>Finaliza en el 2000 con la burbuja de las dot-com.</p>

Anexo 3. Razones P/U S&P 500

La evolución que ha tenido la razón precio/utilidad del S&P 500 a lo largo del tiempo muestra como hubo un crecimiento de los precios desde comienzos de la década de 1980 hasta el 2000 y por lo tanto de la psicología colectiva del mercado de ir valuando cada vez mas alto las utilidades de las empresas, llevando al mercado a una burbuja que terminó en el 2000 con la crisis de las empresas tecnológicas (conocida como burbuja Dot-com).

Razones Precio Utilidad S&P 500



Fuente: Standard & Poor's S&P500 P/E Ratio

Anexo 4. Gold Strategies

Peter Kontes profesor de la escuela de negocios de Yale utiliza el término *Gold Strategies* para definir aquellas estrategias que incluyen y cumplen todos los objetivos de desempeño que una empresa que genera valor para sus accionistas debe tener:

- Que la empresa genere valor.
- Que esa generación de valor sea cuando menos igual al del mercado que en el que participa.
- Y que dados las diferentes opciones/escenarios considerados para la estrategia consiga una maximización del valor patrimonial de los accionistas.

En el siguiente ejemplo, una unidad de negocio está considerando tres opciones estratégicas diferentes, las cuales cumplen el mínimo requerimiento de generación de valor positiva. Sin embargo la estrategia roja con un enfoque en el precio, no cumple con los requerimientos de generar valor cuando menos al nivel de la competencia, ni con la maximización del valor patrimonial. La estrategia enfocada en el servicio genera valor y al nivel de su mercado, es buena estrategia pero no la mejor. La estrategia dorada (*Gold Strategy*) cumple con la generación de valor, con un crecimiento mayor que el de la competencia y además maximiza el valor patrimonial. De ahí que esta debería de ser la estrategia que el *CEO* querría aprobar junto con los recursos asociados a ella.

Crecimiento promedio de este mercado=5%

	Estrategia Roja	Estrategia Azul	Estrategia Dorada
Enfoque	Precio	Servicio	Calidad
Generación de valor	\$6	\$6	\$6
Crecimiento de la generación:	4%	5%	6%
Valor del capital:	\$200	\$220	\$250
<u>Objetivos de desempeño.</u>			
Generación > 0	Si ☀️	Si ☀️	Si ☀️
Umbral estratégico <small>(Crecimiento es mayor que el crecimiento del mercado)</small>	No ☁️	Si ☀️	Si ☀️
Maximiza el valor del capital	No ☁️	No ☁️	Si ☀️

Así que ¿cuáles serían los objetivos de desempeño adecuados para esta unidad de negocio? Se debe tener coherencia cuando se elige una estrategia y se exigen resultados de otra. Continuando con el ejemplo anterior, si el *CEO* se decidiera por la estrategia azul pero exigiera un crecimiento del 6% sería totalmente incoherente, no se

puede pedir a la unidad de negocio que se comprometa con la estrategia azul pero de resultados de estrategia dorada, además de que esto generaría una tensión improductiva entre la unidad de negocio y el *CEO*. Las estrategias y los objetivos deben estar alineados, y establecer los objetivos de desempeño adecuados depende en primer lugar de escoger la estrategia correcta.

Anexo 5. Los impulsores estratégicos de la ganancia económica y el valor del capital

Para entender el porqué del desempeño de la unidad de negocio y de la empresa se deben observar dos impulsores de alto nivel estratégico:

- La economía del mercado. El retorno y tasas de crecimiento promedio que presentan los competidores en un producto/mercado en el cual la empresa compite.
- La posición competitiva. La ventaja o desventaja en el desempeño financiero que la empresa tiene en relación con sus competidores en ese producto/mercado.

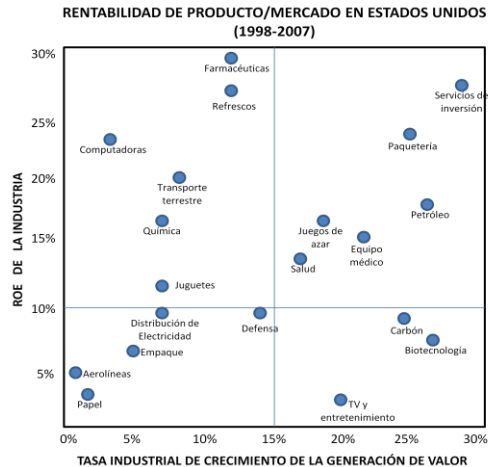
Los efectos combinados de la economía del mercado y la posición competitiva, aunado a la capitalización de la empresa, determinan el nivel y tasa de crecimiento la generación de valor.

Una medida clave de la economía del mercado es el *spread* promedio que existe entre el retorno y el costo del capital de las empresas que compiten en un determinado producto/mercado. Cuando el desempeño combinado de todos los competidores arroja una generación de valor positiva podemos decir que es un mercado rentable. Esto lo podemos ver en el siguiente ejemplo:

Competidor	Ingreso neto	Capital	ROE	COE	Spread	Generación de valor
W	\$ 500.00	\$ 5,000.00	10.00%	10%	0.0%	\$ -
X	\$ 2,000.00	\$ 8,000.00	25.00%	10%	15.0%	\$ 1,200.00
Y	\$ 1,200.00	\$ 10,000.00	12.00%	10%	2.0%	\$ 200.00
Z	\$ 500.00	\$ 7,000.00	7.10%	10%	-2.9%	-\$ 203.00
Mkt total	\$ 4,200.00	\$ 30,000.00	13.53%	10.00%	3.53%	\$ 1,197.00

Podemos ver que hay competidores que ganan, que pierden y que quedan en cero, pero en el agregado el mercado es rentable.

Podemos ver también que analizar la economía del mercado nos puede llevar a tomar mejores decisiones de participación (en que producto/mercado queremos participar). Por ejemplo, Peter Kontes profesor de la escuela de negocios de Yale, hizo un estudio de ciertas industrias de los Estados Unidos del periodo 1998 a 2007 sobre su ROE y su tasa de crecimiento.



El costo estimado de capital está representado por la línea horizontal en 10% y la tasa promedio de crecimiento está representada por la línea vertical en 14.7% para dicho periodo.

En este estudio se pueden apreciar las enormes variaciones que existen entre los productos/mercados, así como ver ejemplos interesantes, como la industria de la TV y entretenimiento, que puede parecer glamorosa y de alto rendimiento, pero que en realidad las empresas de esta industria en conjunto han generado una enorme destrucción de valor para los accionistas ya que no cubre (por mucho) ni siquiera el costo del capital. Y en contraste la industria del transporte en camiones, que puede parecer aburrida y de bajo crecimiento, generó mucho más valor para sus accionistas.

Dentro de un producto/mercado en particular hay un rango de desempeño de generación de valor entre los diferentes competidores. Como vimos en el ejemplo,

Competidor	Ingreso neto	Capital	ROE	COE	Spread	Generación de valor
W	\$ 500.00	\$ 5,000.00	10.00%	10%	0.0%	\$ -
X	\$ 2,000.00	\$ 8,000.00	25.00%	10%	15.0%	\$ 1,200.00
Y	\$ 1,200.00	\$ 10,000.00	12.00%	10%	2.0%	\$ 200.00
Z	\$ 500.00	\$ 7,000.00	7.10%	10%	-2.9%	-\$ 203.00
Mkt total	\$ 4,200.00	\$ 30,000.00	13.53%	10.00%	3.53%	\$ 1,197.00

la compañía Z destruye el valor y en el extremo opuesto la compañía X es la que presenta la mayor generación de valor. La compañía X tiene una ventaja competitiva tangible que hace que dentro de su producto/mercado tenga el mejor desempeño.

En resumen los grandes impulsores estratégicos que el *CEO* debe tomar en cuenta son: la economía del mercado –que nos dice cuales son las expectativas generales de la industria- y la ventaja competitiva –que va a impulsar a la empresa a destacar dentro de ese mercado-.

Anexo 6. Johnson & Johnson. Caso Tylenol 1982

El 29 de septiembre de 1982 la peor pesadilla de una empresa de productos de consumo se volvió realidad para J&J, al comenzar una serie de muertes por envenenamiento en el área de Chicago de usuarios de Tylenol Extra-Strength que había sido alterado.

James Burke el *CEO* de Johnson & Johnson de inmediato ordenó el retiro de 31 millones de botellas de Tylenol del mercado. De acuerdo con Albert Tortorella -director de Burson-Marsteller Inc. la compañía de relaciones públicas de Nueva York- ninguna empresa antes de 1982 había retirado su producto, dice “las empresas suelen hacer chanchullo cuando arde Roma”.

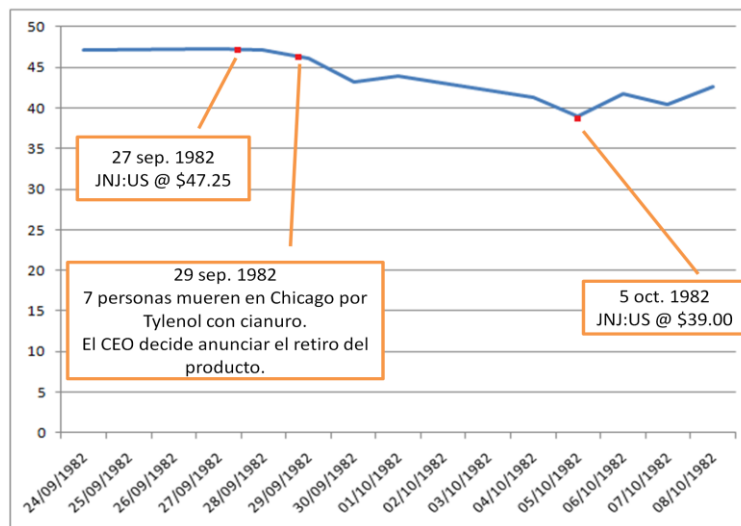
Tylenol en ese momento el producto más importante de J&J, representó en 1981 el 17% de los ingresos totales de la compañía, y el daño de un evento así al valor de las acciones y de la marca se especulaba como desastroso.

Dos meses después Tylenol estaba de regreso en el mercado con un nuevo empaque y un gran apoyo de marketing. James Burke fue reconocido por los medios y el público por su liderazgo al decidir retirar el producto y por el valor de dar un paso al frente ante los medios, además de “siempre haberse visto en completo control” según Tortorella.

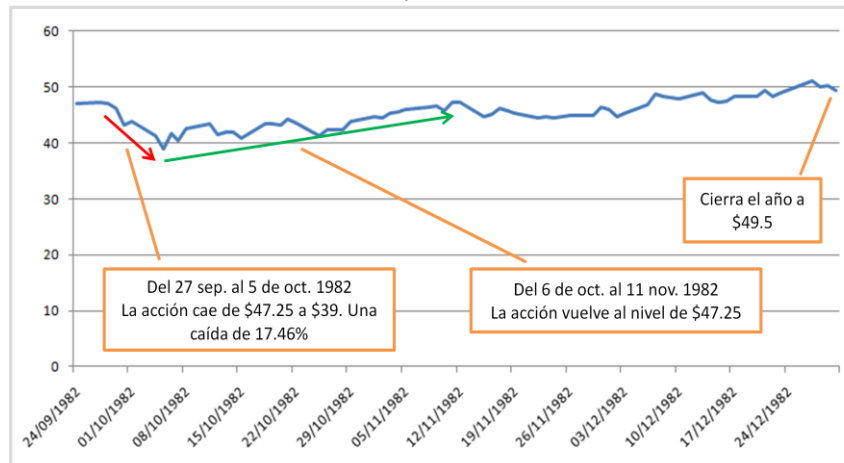
¿Qué fue lo que hizo J&J que lo hace especial y diferente? Puso a los clientes primero, y fue abierto al reconocer el problema, ofrecer una solución inmediata y comunicarse al exterior de forma eficiente.

En las siguientes gráficas se puede apreciar el efecto que tuvo el evento sobre el precio de la acción.

Gráfica del evento



Grafica del evento y cuarto trimestre de 1982



Desde luego que hubo un costo (aproximadamente 100 millones USD en costos y gastos operativos) pero si se le compara con la destrucción de la marca y el valor a los accionistas que pudo haber sido muchas veces más que eso, parece arrojar algo de luz sobre la regla general de: reportar con rapidez y precisión, y más aún deja ver que las decisiones éticas, son de hecho decisiones de administración de riesgos.

Fuentes:

Rehak, Judith, Tylenol made a hero of Johnson & Johnson: The recall that started them all, NYT, Marzo 23, 2002.

Kontes, Peter, *The CEO strategy, and Shareholder value*, Wiley 2010, p.179

Series históricas de precios de JNJ: US de Yahoo Finance.

Anexo 7. Ejemplos de “Flexibilidad” Contable

Desafortunadamente ejemplos de “flexibilidad” contable abundan, aquí unos ejemplos:

Enron. Empresa de energía con 22,000 empleados con base en Houston Texas. Considerada por Fortune durante 6 años consecutivos “America’s Most Innovative Company”. El cuerpo directivo participó en un fraude contable al ocultar deuda y pérdidas de los libros oficiales al desviar dichos registros a empresas satélites aparentemente con el conocimiento de sus auditores externos Arthur Andersen. Una vez que el fraude fue del conocimiento público la acción de Enron bajó de \$90USD a menos de \$1USD y el 2 de diciembre de 2001 se declaró en quiebra.

Arthur Andersen fue encontrada culpable de obstrucción de la justicia y aunque quedó libre para seguir operando, el daño a su imagen fue tal que de 85,000 empleados que tenía en todo el mundo, solo conserva 200 en Chicago, básicamente para seguir enfrentando cerca de 100 demandas que tiene pendientes todavía. (No excuses. A Business Process Approach to Managing Operational Risk, 2009, 82-83)

Adelphia. Fue la quinta empresa de cable más grande en Estados Unidos. Se declaró en quiebra en 2002 tras darse a conocer que ocultó deuda por 2.3billones USD usada básicamente por los directores para recomprar a título personal acciones de la empresa. También se supo que inflaban el número de suscriptores que tenían y que a gastos operativos se les daba tratamiento de inversiones de capital inflando el flujo de efectivo. Pero lo que más llamó la atención fue como se gastaban el dinero de los accionistas en muebles, decoraciones y otros dispendios. (The Adelphia story, 2002, Fortune 146, 3)

WorldCom. En el año 2000, descubrieron que los ingresos trimestrales eran mucho menores que lo que ya habían anunciado a los inversionistas, lo cual habría castigado el precio de la acción. Por esta razón decidieron capitalizar gastos operativos (como los de interconexión y otros gastos recurrentes) como si fueran inversiones en equipos. Adicionalmente inflaron los ingresos con cuentas contables ficticias. Eventualmente todo fue develado y la empresa fue acusada de fraude por la Securities Exchange Commission. Arthur Andersen también era la empresa que auditaba a WorldCom. (No excuses. A Business Process Approach to Managing Operational Risk, 2009, 250-251)

AIG. Tuvo que pagar en el 2004 1.6 billones de dólares de multa tras una investigación por fraude al revelarse que su contabilidad había sido inflada. Y el CEO, Maurice Greenberg pagó 15 millones en multas. (NYT, 21 abril 2010)

Anexo 8. Perspectiva General del *Due Diligence*: Conocimiento, Información, Datos

Este es un ejemplo genérico de la revisión *Due Diligence* haciendo la diferenciación entre datos, información y conocimiento.

ASUNTOS LEGALES	
<i>Conocimiento</i>	
Organización corporativa y propiedad	
Riesgo de litigio: actual y potencial	
Cumplimiento con las leyes y regulaciones	
<i>Información</i>	
Obtención y opinión legal de la validez de la emisión accionaria de la empresa objetivo, íntegramente pagadas, status de nonassessable, y situación en el estado donde se constituyó.	
Identificar asuntos legales pendientes.	
Identificación de propiedades reales, intelectuales, intangibles.	
Identificación de asuntos ambientales.	
Inspección de las instalaciones para verificar que son incluyentes para personas con capacidades diferentes y no sean discriminatorias.	
<i>Datos</i>	
Lista de cargos locales, estatales y federales en contra de la empresa.	
Resumen de disputas con proveedores, competidores y clientes.	
Correspondencia con auditores o contadores respecto a litigios, análisis, quejas actuales y pendientes	
Copias de declaraciones o correspondencias sobre demandas pendientes o anteriores que involucre a la empresa y a sus fundadores.	
Copias de contratos para revisión.	
Revisión de documentos relacionados con las agencias de seguridad laboral y del trabajo.	
Quejas de empleados ante las agencias del trabajo y la seguridad laboral.	

ASUNTOS CONTABLES	
<i>Conocimiento</i>	
Verificación de los procedimientos contables.	
Aceptabilidad de los estados financieros auditados o no auditados.	
Cumplimiento de los principios contables generalmente aceptados.	
Identificación de tendencias buenas y malas en los reportes financieros, así como comparaciones con la competencia.	
Identificación de problemas administrativos en las áreas de tesorería, trabajos en proceso, inventarios, obsolescencia, deudas, costos, obligaciones con proveedores, pasivos contingentes, fondos de pensiones, garantías, presupuestos, etc.	
Efectividad de los procesos de auditoría y exposición a fraudes.	
<i>Información</i>	
Análisis de tendencias en ventas, ingresos netos, nóminas, etc.	
Determinar la tasa de crecimiento.	
Revisión de comisiones, gastos de ventas, gastos de administración y generales, sus tendencias con énfasis en los gastos controlables, así como gastos extraordinarios y no recurrentes.	
Análisis de múltiplos y comparaciones con la competencia.	
Preparación de estados financieros proforma y comparaciones con industria.	
Análisis de la administración de tesorería, políticas de inversiones, de crédito, de pagos y cobranzas.	
Opinión de auditor sobre los asuntos contables.	
Análisis del sistema de información gerencial.	
<i>Datos</i>	
Estados financieros mensuales, trimestrales y anuales de por lo menos tres años y proyectados.	
Resultados financieros comparativos por división.	
Catalogo de cuentas contables.	
Bancos con las que se mantienen cuentas y estados de cuenta.	
Lista de cuentas por cobrar de clientes, funcionarios, empleados y otros, su antigüedad y porcentaje de cuentas vencidas en los rangos de 30, 60, 90 o más días.	
Lista de cuentas por pagar, tipos y prácticas para cada tipo.	
Lista de proveedores con sus montos anuales aproximados.	
Lista de pasivos contingentes y su historial.	
Lista de contratos y acuerdos en los cuales la empresa participa incluyendo los OBS's.	

ASUNTOS FISCALES	
<i>Conocimiento</i>	
Cumplimiento con las leyes y regulaciones fiscales.	
Exposición del comprador a impuestos no pagados por la empresa objetivo.	
Multas, exposición a fraudes, ineficiencias en manejos fiscales.	
<i>Información</i>	
Reconciliaciones por devoluciones de impuestos.	
Comparaciones entre estados financieros fiscales y administrativos incluyendo subsidiarias.	
Análisis de las pérdidas acumuladas y créditos fiscales y como la M&A afectará estas acumulaciones.	
Análisis de los precios de transferencia.	
Identificación de oportunidades fiscales.	
Opinión de experto fiscal.	
<i>Datos</i>	
Devoluciones fiscales locales, estatales, federales, internacionales de los últimos 5 años.	
Correspondencia con la autoridad fiscal, programa de créditos fiscales por pérdidas.	
Lista de todos los impuestos a los que la empresa está sujeta.	
Fechas y resultados de la última auditoría realizada.	
Registros de cumplimiento con las retenciones a nóminas.	

Anexo 8. Continuación.

ASUNTOS DE TECNOLOGÍA DE LA INFORMACIÓN	
<i>Conocimiento</i>	
Suficiencia y aptitud de los sistemas de información gerencial.	
Evaluación de efectividad del departamento de TI.	
Compatibilidad entre la empresa adquiriente y objetivo.	
<i>Información</i>	
Análisis de cada departamento de TI, con enfoque en su habilidad de permitir la terminación del trabajo por parte de los empleados de forma eficiente y eficaz, así como en su habilidad de innovar para mejorar.	
Análisis de la habilidad de TI para cubrir necesidades de la empresa.	
Análisis de las políticas de TI en materia de desarrollo y operación.	
Análisis de las dependencias de TI internas y externas.	
Estimados de costos de homologación de niveles tecnológicos para la nueva empresa.	
Plan estimado de la integración del MIS (Costos, recursos humanos, etc.).	
<i>Datos</i>	
Lista de software y hardware incluyendo fechas de adquisición e integración.	
Lista de proyectos de TI, con sus flujos y estatus actualizados.	
Lista de solicitudes no atendidas.	
Presupuesto operativo de TI.	

ASUNTOS DE ADMINISTRACION DE RIESGOS	
<i>Conocimiento</i>	
Suficiencia y aptitud de las coberturas y sistemas de administración de riesgos.	
Compatibilidad con el comprador.	
<i>Información</i>	
Análisis de términos y suficiencia de las políticas. Enfoque especial en el director y sus colaboradores.	
Evaluación de la estrategia de administración de riesgo, con especial atención a las prácticas de auto-aseguramiento.	
Identificar actividades o riesgos que no se pueden cubrir.	
Análisis en inspección del conocimiento y efectividad del staff en materia de riesgos.	
<i>Datos</i>	
Lista de todas las pólizas de seguros de la empresa.	
Lista de las pólizas que cubren al personal clave.	
Lista de reclamaciones hechas y experiencias de pérdidas por categoría.	
Reportes de crédito y calificaciones de la empresa, sus aseguradoras y emisores.	
Reportes de posiciones en derivados, motivos, montos, montos contingentes, etc.	

ASUNTOS AMBIENTALES	
<i>Conocimiento</i>	
Cumplimiento con las leyes y regulaciones.	
Exposición a responsabilidades ambientales y estimación de los costos de remediar.	
Compatibilidad con la estrategia ambiental del comprador.	
Ineficiencias en reciclado e irregularidades en venta de sobrantes y desperdicios.	
<i>Información</i>	
Revisión de las prácticas de manejo de desechos, tanto internas como de subcontratos.	
Estudios de contaminación del área y patrones de esparcimiento de partículas.	
Estudios por parte de expertos.	
<i>Datos</i>	
Procedimientos y políticas de la empresa en materia de manejo, transporte, almacenamiento y desecho de materiales peligrosos y no peligrosos.	
Listas de multas, sanciones y asuntos pendientes en materia ambiental.	
Reportes geológicos y técnicos, mapas, diagramas.	
Lista de permisos operativos, registros y requerimientos.	
Correspondencia con reguladores, ciudadanos, servicios de aguas y alcantarillados, etc.	
Resultados de auditorías y monitoreos en materia ambiental y manejos residuales.	

Anexo 8. Continuación.

ASUNTOS DE MERCADO Y VENTAS	
<i>Conocimiento</i>	
Imagen general de la empresa, fortaleza de su marca, franquicia y confianza de los clientes.	
Fortaleza de la organización de mercadotecnia y ventas.	
Percepción de la calidad del producto, el servicio y la variedad de los productos en el mercado.	
Efectividad de las ventas y mercadotecnia en términos de cobertura, costo, rentabilidad, etc.	
Ventajas y desventajas competitivas frente a la competencia.	
Oportunidades de mejora y posibles sinergias.	
Exposición por garantías en productos o servicios.	
Compatibilidad con el comprador en materia de mercadotecnia, imagen y prácticas.	
Fortaleza de la empresa en materia de relaciones públicas y programas de comunicación integral de mercadotecnia con <i>stakeholders</i> .	
Perspectivas de desempeño futuro: base de clientes, unidades, ingresos y cobranza.	
<i>Información</i>	
Tendencia de la participación de mercado, identificación de segmentos y posición en cada uno.	
Análisis de políticas actuales y futuras de precios de la línea de productos y comparación con la competencia, identificación del líder en precios, análisis de demanda agregada y sus impulsores, capacidad de trasladar los incrementos en costos a los precios.	
Análisis de la rentabilidad de la relación con los mayores clientes.	
Análisis de la efectividad y rentabilidad de los programas de promoción de ventas.	
Análisis de las tendencias de ventas, cancelaciones de ventas, costos, variaciones respecto a presupuestos, quejas, clientes perdidos, patrones de descuentos.	
Entrevistas de campo y <i>focus groups</i> , análisis de percepción de la empresa y la competencia.	
Entrevistas de campo y <i>focus groups</i> , análisis de la organización de ventas, conocimiento, frecuencia de contacto con los clientes y prospectos, respuestas a inquietudes, formas de representación, costos de atracción de nuevos clientes y mantener antiguos clientes, rentabilidad de las campañas.	
<i>Datos</i>	
Publicaciones en prensa, artículos y estudios de mercadotecnia de la empresa y la industria.	
Catálogos, panfletos y demás materiales de promoción y publicidad.	
Mapa e impresión del sitio web.	
Comentarios de clientes en entrevistas y cuestionarios.	
Presupuestos de gastos de publicidad y programa.	
Listas de clientes, reportes de ventas, organigramas, etc.	
Revisiones instrumentales de efectividad de mercadotecnia.	

ASUNTOS DE OPERACIONES	
<i>Conocimiento</i>	
Fortaleza de las operaciones de manufactura o servicio.	
Oportunidades de mejora, posibles sinergias y capacidad de innovación.	
Exposición a sindicatos u otros riesgos relacionados con la fuerza de trabajo.	
Exposición a riesgos por cambios tecnológicos.	
Congruencia entre las políticas de operación con las de la empresa adquiriente, con el cliente y con la estrategia competitiva.	
Perspectivas de futuro desempeño: tendencias de los costos operacionales, de eficiencia, de manejo de inventarios, etc.	
<i>Información</i>	
Suficiencia y adecuación de los procesos de operaciones.	
Calidad de las operaciones basado en medidas externas e internas.	
Análisis de la administración de investigación y desarrollo.	
Análisis presencial de las operaciones, inspecciones de equipos y de inventarios.	
Suficiencia y adecuación de los procesos subcontratados.	
Entrevistas con proveedores.	
Análisis de puntos de equilibrio en volumen.	
Adecuación y suficiencia de los controles y de la logística.	
<i>Datos</i>	
Arquitectura de los procesos, diagramas de flujo, reportes de materiales, programas de producción, de mantenimiento, de certificación de calidad, listas de trabajos con retraso, manuales, etc.	
Listas de proveedores con cifras de volumen y montos.	
Copias de contratos de distribución, logística, etc.	
Registros de capacitación a la mano de obra, historial de accidentes, huelgas, etc.	
Lista de insumos e identificación de su riesgo de precio o proveeduría, y sus respectivas coberturas, copias de los contratos de las coberturas.	

ASUNTOS DE PROPIEDAD	
<i>Conocimiento</i>	
Condición de las propiedades, oportunidad de crear valor con ellas, implicaciones de integración.	
Estatus de la propiedad de los activos y exposición a posibles reclamaciones.	
Compatibilidad con las políticas de propiedad de la empresa adquiriente.	
<i>Información</i>	
Análisis de las condiciones de las propiedades por inspecciones y visitas.	
Identificación de exposición por clima, peligros naturales, cambios tecnológicos, uso o abuso.	
Valuaciones por parte de expertos.	
<i>Datos</i>	
Lista y descripción de las propiedades, uso que se le da, usos previos, proximidad física, etc.	
Registros de mantenimiento.	
Listas de hipotecas, estatus de garantías y otros gravámenes a la propiedad.	
Registros fiscales de las propiedades.	
Copia de los títulos y escrituras de las propiedades.	
Valuaciones de las propiedades en libros y a mercado.	

Anexo 8. Continuación.

ASUNTOS DE PROPIEDAD INTELECTUAL Y ACTIVOS INTANGIBLES	
<i>Conocimiento</i>	
Propiedad o derechos de uso.	
Exposición a violaciones de derechos.	
Compatibilidad de políticas de protección con la estrategia del comprador.	
<i>Información</i>	
Evaluaciones de derechos de competidores o socios para el uso de tecnología patentada por la empresa, material registrado, marcas, y procesos.	
Análisis de la significación económica y el impacto de tecnología comparable desarrollada por otros.	
Perfil de la empresa en materia de desarrollo de tecnología, patentes, etc.	
Análisis costo-beneficio de transferir la propiedad intelectual y activos intangibles al comprador.	
<i>Datos</i>	
Lista de patentes registradas, pendientes y por tramitar y posibles reclamos sobre estos activos.	
Lista de registros, marcas registradas, etc. y posibles reclamos sobre esos activos.	
Lista de disputas sobre patentes, marcas, etc.	
Lista de registros similares de la competencia o potencialmente disponible para la competencia.	
Historial de regalías pagadas o recibidas.	
Contratos y documentación relacionada a la protección intelectual y de activos intangibles.	

ASUNTOS FINANCIEROS	
<i>Conocimiento</i>	
Suficiencia y adecuación del sistema de administración de tesorería.	
Exposición a cláusulas y garantías.	
Compatibilidad con las políticas financieras y estrategia del comprador.	
<i>Información</i>	
Evaluación de la mezcla deuda y capital comparada con la industria y con la adquirente.	
Analizar las oportunidades de incrementar el apalancamiento de la empresa.	
Analizar la situación crediticia de la empresa con bancos y otras fuentes de financiamiento.	
Análisis de la capacidad de pago de la empresa (interés y principal) a través de diferentes escenarios de tasas.	
Informes de expertos en solvencia.	
<i>Datos</i>	
Lista de todos los montos relacionados con compromisos, garantías, acuerdos, etc.	
Lista de activos puestos como colaterales y garantías, sus condiciones y valores contra los cuales son garantía.	
Reportes de crédito.	
Lista de líneas de crédito, montos, términos, etc.	
Lista de accionistas, derechos y clases de accionistas.	
Detalles de las acciones preferentes.	
Presupuestos y registros de inversiones de capital actuales y previos.	
Lista de arrendamientos y sus términos.	

ASUNTOS INTERNACIONALES	
<i>Conocimiento</i>	
Exposición a riesgos cambiarios, regulaciones y leyes extranjeras.	
Suficiencia y adecuación de la administración y monitoreo de operaciones en el extranjero.	
<i>Información</i>	
Análisis de todas las exposiciones en el extranjero sobre todos los temas de las demás áreas	
<i>Datos</i>	
Lista de países donde la empresa tiene operaciones, hace negocios, mantiene inversiones, inversionistas, acreedores o deudores.	
Lista del riesgo país y riesgos asociados por país.	
Lista de instrumentos usados para coberturas internacionales, sus status, montos y montos contingentes.	
Organigrama internacional, indicando relaciones financieras, estratégicas y administrativas.	

ASUNTOS DE ORGANIZACIÓN Y RECURSOS HUMANOS	
<i>Conocimiento</i>	
Suficiencia y adecuación del talento y liderazgo.	
Exposición a problemas con la fuerza laboral, en especial sindicatos.	
Suficiencia y adecuación en los esquemas de compensación y beneficios.	
Compatibilidad de la organización y los recursos humanos con la empresa adquirente.	
<i>Información</i>	
Análisis de la adecuación y suficiencia de los planes de compensación y beneficios, comparaciones con la competencia, costos de elevarlos al nivel de la industria y/o el comprador.	
Revisión general del desempeño, por áreas geográficas, departamentos, etc.	
Estimar el sub o sobre financiamiento a los planes de retiro, pensiones, salud, etc.	
Evaluar las condiciones de trabajo, estadísticas de bajas, razones de las bajas, rotación, etc.	
Análisis de la posibilidad de retener a la administración vía análisis de talento y liderazgo.	
Opiniones actuariales y legales sobre los planes de beneficios.	
<i>Datos</i>	
Número de empleados, agrupados en horas, salarios, y descripciones de puestos.	
Nóminas, comisiones, beneficios, incentivos.	
Organigrama, información y CV de los directores	
Contratos colectivos de trabajo.	
Copia de todas las auditorías, correspondencia, reportes, y cuestiones relacionadas con la seguridad social, impuestos, pensiones y beneficios.	
Programa de compensación de los altos directivos y empleados clave, separando salario, bonos, y compensaciones no en efectivo.	
Políticas de vacaciones, beneficios, gastos de mudanza, viáticos, autos utilitarios, prestaciones, etc.	
Historial de empleados clave reclutados por la competencia.	
Convenios de no competencia con ex-empleados y empleados.	

Anexo 8. Continuación.

ASUNTOS CULTURALES	
<i>Conocimiento</i>	
Congruencia de la cultura de la empresa con su visión y creencias.	
Congruencia de las culturas del comprador y el vendedor.	
Congruencia de la cultura de la empresa con la estrategia del comprador.	
Compatibilidad cultural y social de ambas empresas.	
<i>Información</i>	
Entrevistas para determinar los estilos de comunicación formal e informal, los procesos de toma de decisiones, la actitud multifuncional, el espíritu de innovación, la búsqueda de soluciones, el entrenamiento y la orientación del trabajo.	
<i>Datos</i>	
Copia de la declaración de misión, visión y valores.	
Copia de los objetivos y metas departamentales.	
Historiales de conflictos internos y sus resoluciones	
Tradiciones y celebraciones.	
Planos de las áreas.	
Observaciones de etiqueta telefónica y escrita.	
Observaciones de interacciones entre los empleados y los empleados y los clientes, etc.	
Historias de conflicto o armonía en temas raciales, de género, religión u orientación sexual.	
Historial de relación de la empresa con la sociedad, responsabilidad social, etc.	
Copia del código de conducta.	

ASUNTOS DE ÉTICA	
<i>Conocimiento</i>	
Cumplimiento con las regulaciones y leyes relacionadas con Ética.	
Exposición a riesgos por asuntos Éticos.	
Compatibilidad en materia de Ética con el comprador.	
<i>Información</i>	
Análisis de patrones en infracciones al código para determinar problemas.	
Análisis de conductas que puedan ser indicadores de comportamientos no éticos.	
Focus groups con empleados de la empresa en temas de ética y manejo de problemas.	
Focus groups con proveedores, clientes y otros <i>stakeholders</i> acerca de temas de ética.	
<i>Datos</i>	
Código de ética de la empresa y procedimientos de manejo y solución de problemas.	
Registros de infracciones.	
Registro de capacitación en temas de ética.	
Registro en agencias de gobierno contra conductas de la empresa.	
Entrevistas con empleados sobre contabilidad flexible, fijación de precios, sobre pagos, discriminación, infracciones ambientales, publicidad falsa, sobornos, acoso, seguridad, etc.	

Anexo 9. Premio por Control

Control es el derecho de dirigir la estrategia y las actividades de la empresa, de asignar recursos y distribuir el patrimonio económico de la empresa. Definido en la forma de derechos, el control es una opción *call* sobre las estrategias y políticas alternativas de la empresa. Pensando el control de esta manera se desprenden dos ideas fundamentales:

1. El valor del control es contingente, no fijo. Cuando la estrategia actual está funcionando bien, la opción de cambiar estrategias esta fuera del dinero. Cuando la estrategia actual está funcionando pobremente la opción de cambiar de estrategia estará en el dinero. De este modo el valor del control va a variar dependiendo del éxito económico de la estrategia actual.
2. Los impulsores del valor del control están basado en la volatilidad de los valores de la empresa bajo las estrategias actual y alternativa y de la incertidumbre en la volatilidad de esos valores. Esto sugiere que el control se vuelve más valioso mientras más grande sea la incertidumbre.

Siguiendo esta lógica, el premio por control es el precio del derecho de control. Pero no se debe de usar de forma indistinta el término premio por control que el premio por compra – el cual es ofrecido por el comprador para inducir al vendedor a vender-. El premio de compra incluye el premio de control y el del valor esperado de las sinergias.

A continuación se muestra un ejemplo de cómo se comporta el premio por control, para lo cual se asumen los siguientes supuestos:

Supuestos		
Valor base de las acciones, mercadeables y sin asimetrías	\$	100.00
Número de acciones		100
Porcentaje de descuento por no ser líquidas		30%
Porcentaje de premio por control		40%
Tamaño del bloque de control		51%

Caso I. Empresa con acciones que cotizan públicamente, es decir no existe dificultad para hacerlas líquidas y que no tiene asimetría por control, es decir que no cuenta con un bloque de control –esto último es irreal pero se considera así para fines comparativos-.

Caso II. Empresa con acciones que cotizan públicamente y que si tiene asimetría o cuenta con un bloque de control.

Caso III. Empresa privada, es decir que no cotiza en bolsa y por lo tanto sus acciones no son fácilmente liquidables, y que cuenta con accionistas dispersos sin asimetría o bloque de control –también esto último es irreal pero se considera para fines de comparación-.

Caso IV. Empresa privada con asimetría o bloque de control.

	Caso I	Caso II	Caso III	Caso IV	
No son líquidas (Sí, para las acciones que no son líquidas)	No	No	Si	Si	
Asimetría por control	No	Si	No	Si	
Valor base de las acciones, mercadeables y sin asimetrías	\$100.00	\$100.00	\$100.00	\$100.00	A
Ajuste por no ser líquidas	<u>0%</u>	<u>0%</u>	<u>-30%</u>	<u>-30%</u>	B
Valor del capital ajustado por su poca liquidez	\$100.00	\$100.00	\$ 70.00	\$ 70.00	B
Porcentaje de premio por control	0%	40%	0%	40%	C
Tamaño del bloque de control	0%	51%	0%	51%	D
Valor del bloque de control	\$ -	\$ 71.40	\$ -	\$ 49.98	E
Valor del bloque minoritario	<u>\$100.00</u>	<u>\$ 28.60</u>	<u>\$ 70.00</u>	<u>\$ 20.02</u>	F
	\$100.00	\$100.00	\$ 70.00	\$ 70.00	G
Precio de las acciones del bloque de control	NA	\$ 1.40	NA	\$ 0.98	H
Precio de las acciones de los minoritarios	NA	\$ 0.58	NA	\$ 0.41	I
Precio de todas las acciones sin asimetría de control	\$ 1.00	NA	\$ 0.70	NA	J

Notas:

- A. Es el valor con el que la valuación empieza, sin premio ni descuento.
- B. El descuento por no liquidez se aplica a todas las acciones por igual, por eso se aplica primero, en el caso I y II el valor no se altera ya que las acciones son líquidas, en el caso III y IV el valor se ajusta por dicha situación.
- C. En donde si hay bloques de control como el caso II y IV, se aplicará la tasa de premio.
- D. De igual forma en los casos II y IV se pone el porcentaje de las acciones que son del bloque de control.
- E. $100 \text{ títulos} * 51\% = 51 \text{ títulos de control} * \$1 \text{ precio base} = \$51 * (1+40\% \text{ premio}) = \71.40
Obvio, los casos I y III permanecen igual porque no hay premio por control.
- F. El valor del bloque minoritario es la diferencia entre el valor del capital ajustado por liquidez menos el valor del bloque mayoritario.
- G. La suma del bloque mayoritario mas el minoritario da el valor del capital ajustado por liquidez.
- H. El precio de las acciones del bloque de control sale dividiendo el valor del bloque entre el número de acciones, en el caso II $\$71.40/51 \text{ acciones} = \$1.40 \text{ por acción de control}$ y en el caso IV $\$49.98/51 \text{ acciones} = \0.98 por acción .
- I. El precio de las acciones minoritarias, sale dividiendo el valor del bloque minoritario entre el número de acciones, en el caso II $\$28.60/49 \text{ acciones} = \0.58 y en el caso IV $\$20.02/49 \text{ acciones} = \0.41
- J. En el caso de las acciones sin asimetrías de control, solo hay que dividir el valor del capital ajustado a liquidez entre el numero total de acciones, para el caso I $\$100/100 \text{ acciones} = \1 y el caso III $\$70/100 = \0.70

Como se puede observar en el ejemplo, el valor de las acciones del bloque de control en los casos II y IV es superior al de las acciones del bloque minoritario ya que trae inmerso, el valor de la opción *call* sobre las estrategias y políticas alternativas de la empresa.

Los analistas obtienen los parámetros del descuento por poca liquidez y del premio estudiando otras transacciones de fusiones y adquisiciones que sean equiparables en términos de dimensión, industria y otros factores. Los consultores especializados, conservan bases de datos privadas con el propósito de generar los descuentos y premios sugeridos, aunque encontrar suficientes ejemplos de los cuales sacar una conclusión válida de descuento y premio para un grado específico de control y liquidez, en una industria específica correspondiente a un período de tiempo que sea significativo, es prácticamente imposible.

Lo anterior confirma lo que ya se ha visto en diferentes puntos de la valuación de empresas: el análisis de transacciones semejantes es una ayuda, pero no provee respuestas definitivas. El analista necesita preguntarse ¿de donde salen los premios y los descuentos?, ¿cuáles son los factores que los impulsan?, ¿una sola regla se ajusta a todos los casos?

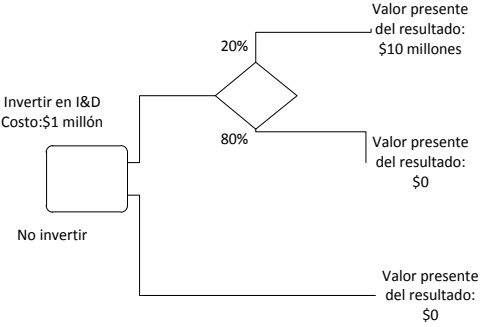
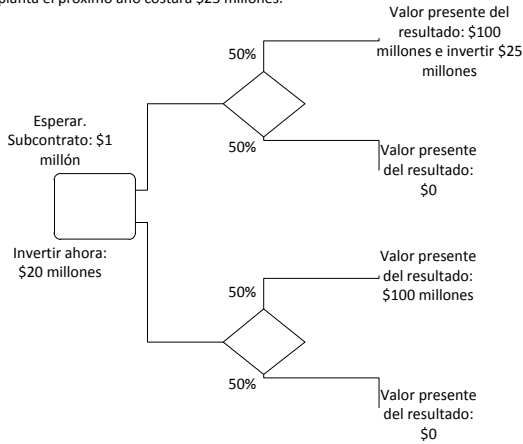
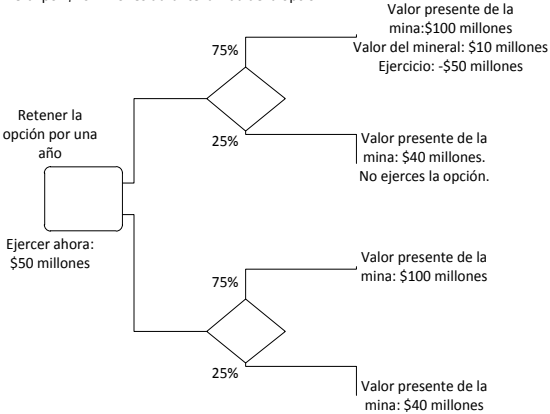
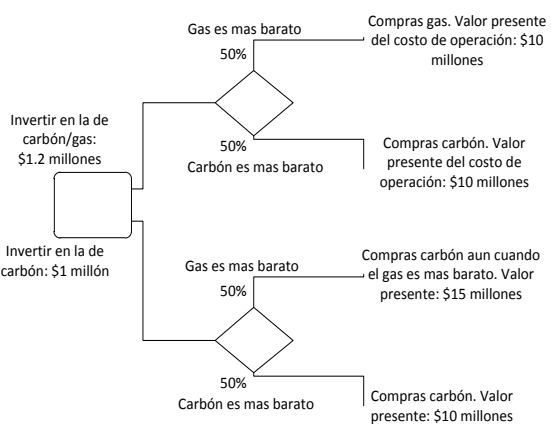
Para entender el premio por control se deben de entender tres realidades económicas básicas:

- Los premios y los descuentos se originan en la opcionalidad inmersa en la liquidez y el control de la empresa.
- La incertidumbre acerca del valor de la empresa objetivo es un impulsor significativo de los descuentos y premios, esto porque la liquidez y los derechos de control son impulsados por los mismos factores subyacentes, las dos opciones interactúan una con la otra: los efectos de la liquidez y el control no son independientes.
- Una sola regla para todos los casos no es real, los diseñadores de los *deals* no deben de imponer descuentos o premios de “tabulador” en diferentes transacciones, generalizar en estos casos resulta inapropiado.

Si bien hoy día el concepto de premio por control es utilizado en las transacciones de fusiones y adquisiciones, todavía queda pendiente para investigaciones futuras, el ampliar la capacidad de los analistas para estimar los premios y descuentos por control y liquidez, y sobre todo el estudio de la interacción entre estos dos factores.

Anexo 10. Opciones reales

A continuación se muestran algunos ejemplos de opciones reales.

<p>Problema: Debe decidir si invertir \$1 millón en un programa de investigación y desarrollo. Si el programa tiene éxito se cree que generará negocio por \$10 millones a valor presente, pero si fracasa el valor presente es de 0. La probabilidad de que tenga éxito el programa se cree de 20%.</p>  <p>La decisión de invertir se decide en este ejemplo en base a la maximización: invertir si se crea valor. El valor del árbol se puede modelar: $\text{Valor} = -\\$1 + (.20 * \\$10) + (.80 * \\$0) = \\1</p>	<p>Problema: Debe decidir si invertir \$20 millones ahora en nueva capacidad de manufactura o esperar un año. Si se retrasa, se debe de subcontratar con un costo de \$1 millón. La demanda del producto es incierta hay un 50/50 de probabilidad de que genere negocio por \$100 millones a valor presente o \$0. Si se retrasa la nueva planta el próximo año costará \$25 millones.</p>  <p>La decisión de invertir o esperar se decide en este ejemplo en base a la maximización: retrasar si se crea valor. El valor del árbol se puede modelar: $\text{Valor de esperar} = -\\$1 + (.5 * (\\$100 - \\$25)) + (.5 * \\$0) = \\36.5 $\text{Valor de invertir} = -\\$20 + (.5 * \\$100) + (.5 * \\$0) = \\$30$ En este ejemplo la opción de esperar es la mejor debido a la incertidumbre sobre el valor del activo subyacente.</p>
<p>Problema: Ya posee una opción sobre una mina de oro con precio de ejercicio en \$50 millones. La mina tiene un valor presente de \$100 millones si el precio del oro sube pero de \$40 millones si el precio del oro baja. El precio del oro tiene 75% de probabilidad de subir y 25% de bajar. El dueño actual va a continuar extrayendo mineral por \$10 millones durante la vida de la opción.</p>  <p>La decisión de retener o ejercer ahora se decide en este ejemplo en base a la maximización: retrasar si se crea valor. El valor del árbol se puede modelar: $\text{Valor de esperar} = (.75 * (\\$100 - \\$10 - \\$50)) + (.25 * \\$0) = \\30 $\text{Valor de ejercer} = -\\$50 + (.75 * \\$100) + (.25 * \\$40) = \\$35$ En este ejemplo dado la gran certidumbre del valor del subyacente conviene ejercer la opción y apropiarse del valor del mineral que será extraído durante el próximo año.</p>	<p>Problema: Esta contemplando invertir en una planta de poder y la cuestión es si se elige una que solo usa carbón o una que usa carbón/gas natural. La de carbón cuesta \$1 millón y la otra \$1.2 millones. Hay una probabilidad 50/50 de que el carbón o el gas sean mas baratos en el futuro.</p>  <p>La decisión de esta opción se basa en la maximización -en este caso los ingresos se mantienen igual-el enfoque está en los costos y las inversiones, es decir minimizar los flujos de efectivo hacia afuera. El valor del árbol de decisiones se puede modelar: $\text{Valor del carbón/gas} = -\\$1.2 + (.50 * -\\$10) + (.50 * -\\$10) = -\\$11.2$ $\text{Valor del carbón} = -\\$1 + (.50 * -\\$15) + (.50 * -\\$10) = -\\$13.5$ En este ejemplo, la capacidad de cambiar entre carbón y gas es mas valiosa que el costo marginal del derecho. Dada la relativamente alta incertidumbre del activo subyacente hace que la opción carbón/gas sea la más conveniente.</p>

Fuente: Elaborado con información de Bruner (2004)

Glosario

Acción. Título-valor que representa la propiedad de una sociedad y otorga a su poseedor derechos patrimoniales y corporativos.

Acción común. Acción sin prioridad de dividendos o liquidación en caso de quiebra.

Acción preferente. Acción con prioridad de dividendos sobre la acción común que puede tener una tasa de dividendos fija y no contar con derechos de voto.

Activo. Una propiedad física o activo intangible que tiene valor económico. Por ejemplo equipos, terrenos, patentes, derechos de autor, instrumentos financieros, dinero, etc.

Activos Financieros. Derechos u obligaciones monetarias de una parte contra otra. Ejemplos son bonos, hipotecas, etc.

Activos Intangibles. Son aquellos que no tienen una existencia física pero que tienen un valor económico. Ejemplos patentes, derechos de autor, usos de marca, etc.

Activos Tangibles. Son activos físicos como la tierra o los bienes de capital que se utilizan para producir otros bienes y servicios.

Assessable Stock. Un tipo de acción en el que la empresa emisora puede imponer cargos a los *Stockholders* para obtener más fondos. En el pasado, no existía restricción sobre el tope y frecuencia de estas demandas de fondos. Antes del siglo XX eran el tipo de acción prevaleciente que las empresas emitían, y para motivar a los inversionistas a comprar estas acciones las empresas las ofrecían a descuento. P.ej. una *Assessable Stock* tenía un valor nominal de \$20 pero se ofrecía a descuento de 75%, es decir en 5\$. Naturalmente, visto desde el punto de vista del emisor que solo recibía una fracción de la capitalización, debía posteriormente regresar con los inversionistas para pedir más dinero y en algunos casos las empresas terminaban obteniendo más dinero que la capitalización nominal prevista. Sin embargo hoy día las acciones se emiten *non-assessable* por lo que los inversionistas no deben preocuparse porque se les demande más dinero.

At the Money. En el dinero. Una opción cuyo precio de ejercicio es igual o aproximadamente igual al precio actual de mercado del bien subyacente.

Bear market. Es un mercado financiero para un grupo de valores cuyos precios bajan y la expectativa de los inversionistas por pérdidas y el pesimismo generalizado hace que esta expectativa negativa se vuelva autosustentable y por lo tanto los precios sigan bajando. De forma general una baja del 20% en múltiples mercados e índices amplios como el DJ o el S&P 500 por un periodo mayor a dos meses se considera la entrada a un mercado *Bear*. No se debe confundir con las

correcciones normales del mercado que duran menos de dos meses y que ofrecen una gran oportunidad de entrada a los inversionistas, en los mercados *Bear* es muy difícil saber cuándo se ha llegado al fondo y es muy riesgoso tratar de obtener ganancias en un mercado así a menos que se hagan ventas en corto.

Blockholder. Es el propietario de una gran cantidad de acciones de una empresa, y por lo tanto está en capacidad de influenciar a la empresa mediante su voto.

BSC. Acrónimo en inglés para *Balanced Scorecard*. Es un sistema de planeación y administración estratégica, ampliamente usado en la actualidad y cuyos beneficios incluye un mayor enfoque en los resultados, alineación de las actividades con la estrategia de la empresa y una mejora en el desempeño y las comunicaciones. El *BSC* propone que los procesos de la empresa deben ser observados desde cuatro perspectivas con métricas desarrolladas, datos recolectados y analizados para cada una de ellas. Las cuatro perspectivas son: Financiera, Cliente, Proceso y Aprendizaje y crecimiento.

Bull market. Es un mercado financiero para un grupo de valores cuyos precios crecen y se espera que sigan creciendo. Los mercados *bull* se caracterizan por el optimismo, la confianza y las expectativas de los inversionistas de que los buenos resultados seguirán, por consiguiente los precios de las acciones se mueven al alza durante un período relativamente prolongado.

Buyouts. Es la adquisición de las acciones de una empresa en la cual la parte adquiriente gana el control de dicha empresa.

CAE. Acrónimo en inglés para *Chief Audit Executive*. Director de Auditoría. Es un puesto ejecutivo independiente del más alto nivel cuya responsabilidad es la auditoría interna de la empresa.

Calificación crediticia. Representa la opinión de una agencia calificadora sobre la solvencia de un obligado respecto a un instrumento de deuda en particular u otra obligación financiera o su solvencia crediticia general como emisor. En términos generales las calificaciones –que se expresan con combinaciones de letras en varios niveles- caen en dos tipos de rangos: grado de inversión y grado especulativo, siendo el primero el más confiable y el segundo el más riesgoso. Las agencias calificadoras más importantes son Moody's y Standard & Poor's.

Cap. Es un método que utilizan los accionistas de la empresa adquiriente, en las operaciones de fusiones o adquisiciones que involucran intercambio de acciones. Y consiste en poner un techo (*cap*) al precio de sus propias acciones, previniendo con ello la posibilidad de un sobrepago por la empresa objetivo. Usualmente se combina con otro método llamado *floor*, para lograr un efecto *collar*. Ver *floor* y *collar* en glosario.

CCO. Acrónimo en inglés para *Chief Compliance Officer*. Director de Cumplimiento. Es el responsable principal de la vigilancia y administración de los asuntos de

cumplimiento dentro de una organización que incluyen requerimientos regulatorios (tanto de gobierno como de su industria o gremio) y políticas y procedimientos dentro de la empresa. Las responsabilidades frecuentemente incluye liderar los esfuerzos de cumplimiento de la empresa, diseñar, coordinar e implementar controles internos, políticas, procedimientos, administrar auditorias e investigaciones, responder a requerimientos de autoridades regulatorias, entre otras.

CEO. Acrónimo en inglés americano para *Chief Executive Officer*. Es el Director General y el puesto de mayor rango dentro de la empresa reportando al Consejo de Administración. Sus responsabilidades abarcan el establecimiento de la visión y misión estratégica de la empresa y la alineación de todos los recursos financieros, materiales y humanos con dicha estrategia, es el principal responsable por la creación de valor para los accionistas de la empresa.

CFO. Acrónimo en inglés para *Chief Financial Officer*. Es el Director de Finanzas y el responsable de la obtención, administración, registro, cobertura y salvaguarda de los activos financieros de empresa.

Collar. En las transacciones de fusiones y adquisiciones donde el pago se hace con intercambio de acciones, los accionistas de la empresa objetivo asumen un riesgo en relación al precio de la acción de la empresa adquiriente hasta el momento en que reciben las acciones. Los accionistas de la empresa objetivo buscan mitigar este riesgo poniendo un piso (*floor*) a su exposición. De manera similar, los accionistas de la empresa adquiriente corren el riesgo de que al mercado “le encante” el *deal* y sus acciones se incrementen de forma desmesurada, logrando con esto un sobrepago. Así que los accionistas adquirientes quieren poner un techo (*cap*) a su exposición. La combinación de un *cap* y un *floor* crea un *collar*. Existen varios perfiles de collar en formatos fijos o flotantes y que utilizan diferentes combinaciones de opciones para lograr el efecto de cobertura deseado.

COO. Acrónimo en inglés para *Chief Operating Officer*. Es el Director de Operaciones. Su rol cambia de industria a industria y de organización a organización. Por ejemplo en las industrias de manufactura es responsable por el desarrollo, diseño, operación y mejora de los sistemas que crean y entregan los productos de la empresa. También es responsable de que las operaciones del negocio sean eficientes y efectivas y que se están llevando apropiadas acciones de administración de los recursos, logística y distribución de los bienes y servicios a los clientes.

Corporate raider. Es un término que fue acuñado a finales de la década de 1970 y principios de la década de 1980 que se refiere a los inversionistas que usaban estrategias muy agresivas para conseguir ganancias rápidas mediante la adquisición hostil de empresas o de paquetes accionarios importantes que les daban control sobre la misma y que les permitía vender activos, o manipular las circunstancias concretas de la empresa para subir el precio de la acción. En

ocasiones las compras de paquetes las realizaban con información privilegiada previamente al anuncio de fusión o adquisición por parte de un tercero y cobraban un premio muy importante por liberar los paquetes accionarios que estaban en su poder.

Costo de Agencia. Se refiere a los costos del conflicto de intereses entre los accionistas y la administración. Estos costos pueden ser indirectos como puede ser una oportunidad perdida por el temor de la administración a que el resultado sea un recorte de puestos administrativos; o directo como sería un gasto corporativo que beneficia a la administración pero les cuesta a los accionistas, como un avión corporativo; o el gasto de una auditoría para supervisar las acciones de la administración.

CRO. Acrónimo en inglés para *Chief Risk Officer*. Es el Director de Administración de Riesgos y es responsable de posibilitar de forma coordinada, efectiva y eficiente, la gobernabilidad corporativa de todos los riesgos significativos relacionados con el negocio y sus diferentes segmentos.

Deal. En el contexto de las fusiones y adquisiciones se le denomina *deal* a toda la operación, independientemente de si termina o no, en una transacción realizada.

Dividendos. Pago en efectivo o en acciones que realiza una empresa a los accionistas como parte de las ganancias de la empresa. Se representa usualmente con la razón dividendos/acción.

DRP. Acrónimo en inglés para *Disaster Recovery Plan*. Es un término que abarca las políticas, procesos y procedimientos relacionados con la prevención y recuperación de la infraestructura tecnológica crítica para el negocio, en el caso de un evento disruptivo. El *DRP* es un subconjunto de planes relacionados con las prácticas de *Business Continuity* que abarcan un abanico más amplio de eventos a considerar.

Due Diligence. En términos generales *Due Diligence* es el cuidado que una persona razonable debería tener antes de aceptar un acuerdo o transacción con otra parte. En el contexto de mas fusiones y adquisiciones el *Due Diligence* implica toda una investigación que se hace a la empresa objetivo con la finalidad de valorar la empresa, valorar las sinergias resultantes así como anticipar riesgos y en su caso limitarlos.

Floor. Es un método que utilizan los accionistas de la empresa objetivo, en las operaciones de fusiones o adquisiciones que involucran intercambio de acciones. Y consiste en poner un piso (*floor*) al precio de las acciones de la empresa adquiriente, mitigando con ello el riesgo de que esas acciones que serán su pago, pierdan valor en exceso. Usualmente se combina con otro método llamado *cap*, para lograr un efecto *collar*. Ver *cap* y *collar* en glosario.

GATT. Acrónimo en inglés para *General Agreement on Tariffs and Trade*. Es un acuerdo multilateral creado en la Habana en 1948 para establecer un conjunto de normas comerciales y concesiones arancelarias. Era un “código de conducta” basado en el principio de no discriminación, reducción de aranceles y prohibición de cárteles y dumpings. Se le considera como el precursor de la Organización Mundial de Comercio.

Greenmail. Es una práctica de adquirir suficientes acciones de una compañía como para amenazarla con una toma de control y entonces forzarla para que recompre esas acciones con un premio importante para detener el intento de toma de control. El término es un neologismo que viene del término *blackmail* que significa chantaje y *greenback* que significa dólar.

Hibris (*Hubris* en inglés). Es un concepto griego que se puede traducir como desmesura y que alude a una desmedida confianza en uno mismo u orgullo desmedido. Viene de una evaluación del yo y toma la forma de amor propio o egoísmo, y en su forma psicopatológica puede relacionarse con el orgullo neurótico y las pretensiones neuróticas (afirmaciones infundadas de un derecho o título).

High Yield Bonds. Ver *Junk Bonds*.

In the money. Dentro del dinero. Una opción de compra está *in the money* si su precio de ejercicio esta debajo del precio actual de mercado del activo subyacente. Una opción de venta esta *in the Money* si su precio de ejercicio esta por arriba del precio actual de mercado del activo subyacente.

Junk Bonds. También conocidos como *High Yield Bonds* son bonos emitidos con calificación de grado especulativo (BB o menos en S&P o Ba o menos en Moody's) por su alto riesgo de impago.

KRI. Acrónimo en inglés para *Key Risk Indicator*. Es una medida que indica el nivel, tendencia, o presencia potencial de un riesgo. Los *KRI's* proveen información sobre una situación de riesgo que puede o no existir, y proveen una señal para una acción subsecuente.

LBO. Acrónimo en inglés para *Leveraged Buyout*. Es un *buyout* en el cual se utiliza una gran cantidad de deuda para pagar el monto de la transacción. Frecuentemente los activos de la empresa objetivo se usan como colateral y garantía. Debido a los altos niveles de apalancamiento –y riesgo- que suelen tener este tipo de operaciones, los bonos emitidos para tal fin suelen llevar calificaciones de crédito de grado especulativo muy bajo y se conocen como *Junk Bonds*.

Ley Antimonopolio. Ley cuyo objetivo es proporcionar a los consumidores los beneficios económicos de una competencia vigorosa. Este tipo de leyes atacan los abusos anticompetitivos de dos maneras diferentes: en primer lugar, prohíben ciertos tipos de conducta de negocios, como la fijación de precios, que limitan las fuerza

competitivas; y segundo, limitan ciertas estructuras de mercado, como los monopolios.

Lock-up. Es una opción que da derecho al tenedor, de adquirir el 19.9% de las acciones de la empresa o de sus activos clave, en el caso de que un competidor trate de cruzar el umbral de tolerancia al querer adquirir la empresa. El 19.9% está precisamente abajo del 20%, punto en el cual la mayoría de las bolsas de los Estados Unidos requieren la aprobación de los accionistas para vender.

LOI. Acrónimo en inglés para *Letter Of Intent* que en español significa Carta de Intención. Es un documento que describe la estructura básica de la transacción y es usada para registrar la intención de negociar una transacción solo como un punto de guía para completar el proceso de la operación. También se le conoce como Memorando de entendimiento o Carta de entendimiento.

M&A. Acrónimo en inglés para *Mergers and Acquisitions* que en español significa Fusiones y Adquisiciones.

Monopolio. Estructura de mercado en la que una sola empresa es la que ofrece un producto o servicio sin que exista una industria que produzca un sustituto cercano. Los monopolios verdaderos son raros en la actualidad, la mayoría de ellos persiste debido a alguna forma de regulación o protección gubernamental, y en el largo plazo ningún monopolio está totalmente seguro contra el ataque de competidores.

Networking. Término en inglés que significa interconexión. Es un proceso activo de construcción y administración –inteligente, ingeniosa y ética- de relaciones productivas. Este proceso abarca relaciones dentro, y entre las unidades organizacionales de la empresa, e incluye instancias externas como clientes, proveedores, competidores, inversionistas, gobiernos y comunidades.

Non-Assessable Stock. Un tipo de acción en la cual la empresa emisora no tiene permitido imponer cargos a sus *Stockholders* para obtener fondos adicionales para invertir. *Non-Assessable Stock* típicamente llevan impresa la leyenda “Integramente pagada y *non-Assessable*” Cayeron en desuso prácticamente desde los inicios del siglo XX.

Oligopolio. Situación de competencia imperfecta en la que una industria está dominada por un pequeño número de proveedores. Los oligopolios son relativamente comunes en muchas economías, en especial en los sectores de manufactura, transporte y comunicaciones.

Oligopolio colusivo. Estructura de mercado en la que un pequeño número de empresas (es decir unos cuantos oligopolistas) se coluden y toman conjuntamente decisiones. Cuando tienen éxito en maximizar sus utilidades conjuntas, el precio y la cantidad en el mercado se acercan mucho a los que prevalecen en condiciones de monopolio.

Opción. Es un contrato que da al tenedor el derecho (pero no la obligación) de comprar o vender un activo en una fecha determinada (o antes) y a un precio establecido. Hay dos tipos básicos: *Call*, que da el derecho de comprar y *Put* que da el derecho de vender. Las opciones europeas pueden ser ejercidas solo en la fecha determinada, mientras que las americanas pueden ser ejercidas a lo largo de todo el período de vida de la opción.

Opción real. Es una opción que involucra activos reales como terrenos, maquinaria, derechos de explotación de minerales, entre otros.

Out of the Money. Fuera del dinero. Una opción de compra esta *out of the money* si su precio de ejercicio está por encima del precio de mercado del activo subyacente. Una opción de venta esta *out of the money* cuando el precio de ejercicio está por debajo del precio de mercado del activo subyacente. Cuando una opción esta *out of the money* su valor intrínseco es de cero.

Poison Pills. Es una estrategia usada por las empresas para desalentar las compras hostiles. Las dos más comunes son: la *flip-in* que permite a los accionistas actuales (excepto al adquirente) adquirir más acciones a descuento; y las *flip-over* que permiten a los accionistas adquirir acciones de la empresa compradora a precio de descuento después de la fusión.

Precio sombra. Es la asignación de un valor monetario a bienes que no necesariamente cotizan en un mercado. Cuando se hace un análisis de costo-beneficio, ciertos costos o beneficios pueden ser intangibles, pero con la finalidad de analizar el escenario de forma completa se les asignan valores.

Problema (o teoría) de Agencia. La relación entre los accionistas y la administración se conoce como relación de agencia. Esta existe siempre que alguien (el principal o jefe) contrata a otra persona (el agente) para que represente sus intereses. En todas estas relaciones hay una posibilidad de un conflicto de intereses entre el principal y el agente. Ese conflicto se llama problema de agencia y es el sustento de la necesidad de monitorear a la Dirección en sus acciones y decisiones para cerciorarse que estén alineados con los intereses de los dueños (accionistas).

Record Management. Es una práctica para mitigar el riesgo legal, financiero y operacional asociado con la administración de registros, al asegurar la creación y administración de registros auténticos, confiables y utilizables, que dan soporte a las actividades, funciones y requerimientos de negocio para los cuales han sido creados y por el tiempo que son requeridos.

Roll-Up. Se refiere –dentro del contexto de las inversiones de capital de riesgo- a la acción de obligar a empresas pequeñas a fusionarse con el objetivo de reducir costos mediante las economías de escala.

SEC. Securities and Exchange Commission. Agencia gubernamental de los Estados Unidos encargada de regular el mercado de valores protegiendo a los

inversionistas y manteniendo un mercado justo, ordenado y eficiente, así como facilitar la formación de mercados.

Stakeholders. Son aquellos que tienen una acción o un interés en una empresa, pueden ser accionistas, directores, proveedores, gobiernos, empleados y la comunidad.

Stockholders. También se puede referir como *shareholders* o accionistas y es cualquier persona, compañía u otra institución que es propietaria de cuando menos una acción de una empresa.

Spinning. Es una práctica que explota los conflictos de interés llevada a cabo por casas de bolsa y bancos de inversión, de favorecer a altos directivos de empresas importantes, con asignaciones de acciones en ofertas públicas iniciales, con la finalidad de obtener a cambio negocios con dichas empresas o tener influencia sobre las mismas. Como las ofertas iniciales públicas por lo general aumentan de precio de forma inmediata después que se compran por primera vez, esta es una forma de soborno. Esta práctica puede aumentar el costo de capital de la empresa, ya que las decisiones se basan en dicho favor y no en la obtención de las mejores condiciones financieras para la empresa.

Subprime. Aquellos prestatarios cuyo historial crediticio está empañado o es muy limitado. Los préstamos subprime tienen un mayor riesgo crédito y mayores tasas de interés.

WACC. Acrónimo en inglés para Weighted Average Cost of Capital, en español es el Costo Promedio Ponderado de Capital.

Bibliografía

- Aguirre, O. (1992) *El Manual del Financiero*, México, Acuario.
- Baker, W.E. (2000) *Networking Smart*, USA, Backinprint.com Edition.
- Barton, T., Shenkir, W., Walker, P. (2002) *Making Enterprise Risk Management Pay Off*, USA, FEI.
- Bhide A., Sahlman W., McNell J., Block Z. (2004) *Harvard Business Review, La iniciativa emprendedora*, Barcelona, Deusto.
- Blowers, S., Griffith, P., Milan, T. (1999) *The Ernst & Young Guide to IPO Value Journey*, USA, Wiley.
- Bruner, R. F. (2004) *Applied Mergers & Acquisitions*. USA, Wiley.
- Business Roundtable (2010) *Principles of Corporate Governance*, April 2010, USA, Business Roundtable.
- Capron, L., Guillén, N. (2009) National Corporate Governance Institutions and Post-acquisition Target Reorganization, *Strategic Management Journal*, 30, pp. 803-833.
- Conlin, J. (1997) *The American Past*, USA, Harcourt Press, p. 500.
- Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. USA, Wiley.
- De los Ríos, V. (2005) Las fusiones y adquisiciones en México en el período reciente 1986-2005. Pág. 81.
- Delaware, Court of Chancery (1996) *In re Caremark International Inc. Derivative litigation*.
- Díaz, J., Hernández, F. (1996) *Futuros y opciones financieras*, México, Limusa.
- Dicaprio, N. (1985) *Teorías de la personalidad*, México, Interamericana.
- Dickstein, D., Flast, R. (2009) *No Excuses, A Business Process Approach to Managing Operational Risk*. USA, Wiley.
- Dobbs, K., (2008) Risk Chiefs: As the bar rises, so does demand. *American Banker*, January 31, 2008.
- Faría, Hugo, Millán Natalie, Villa René (2006) *Debates IESA Vol. VI* pp. 14-18.
- Fraser, J., Simkins B. J. (2010) *Enterprise Risk Management*. USA, Wiley.
- Frigo, M., Litman, J. (2007) *Driven: Business Strategy, Human Actions and the Creation of Wealth*, USA, Strategy & Execution L.L.C.

- Gardfield, C. (1992) *Los empleados son primero*, México, McGrawHill.
- Gaughan, P. A. (2005) *Mergers, What can go wrong and how to prevent it*. USA, Wiley.
- Gaughan, P. A. (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. USA, Wiley.
- Gobé, M. (2001) *Emotional Branding*, USA, Allworth Press.
- Grubb, T. M. (2000) *Capitalize on Merger Chaos*. USA, The Free Press.
- Hampton, D.R. (1989) *Administración*. México, McGrawHill.
- Harford, J. (2005) What Drives Merger Waves, *Journal of Financial Economics*, 77(3), pp. 529-560.
- Hayes, N. (2002) People, processes, systems: Deutsche's Bank Hugo Banziger knows it takes all three. *RMA Journal* December 2002.
- Hull, J.C. (2008) *Fundamentals of futures and options markets*, USA Prentice Hall.
- IBM Global Business Services (2008) Balancing Risk and Performance with an integrated finance organization, p. 4.
- Jeter, L.W. (2003) *Disconnected*, USA, Wiley.
- Kaplan, R., Norton D. (1996) *The Balanced Scorecard*, USA, HBR Press.
- Kee, C., Elder, J., Kim, J. (2010) Corporate Governance and Liquidity, *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol 45, n.2, pp. 265-291.
- Kennedy, P. (1992) *Auge y caída de las grandes potencias*, España, Plaza & Janes.
- Kintner, E. (1973) *Primer on the Law of Mergers*, USA, Macmillan, p. 9.
- Kontes, P. (2010) *The CEO, Strategy, and Shareholder Value*. USA, Wiley.
- Kotler, P. (2003) *Marketing Management*. USA, Prentice Hall.
- Lajoux, A. R., Elson, C. M. (2000) *The Art of M&A Due Diligence*. USA. McGrawHill.
- Ley General de Sociedades Mercantiles para los Estados Unidos Mexicanos DOF 02-06-2009.
- Manganelli, R., Klein, M. (1994) *Reingeniería*. México, Grupo Editorial Norma.
- Mitchell, M., Mulherin, J. H. (1996) The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity, *Journal of Financial Economics*, 41, pp. 193-229.
- Moeller, S., Schlingemann, F., Stulz, R. (2005) Wealth Destruction on a Massive Scale: A Study of Acquiring Firm Returns in the Recent Merger Wave, *Journal of Finance*, Vol. LX, No.2, pp. 758, 759.

- Monahan, G. (2008) *Enterprise Risk Management*, USA, Wiley.
- Nelson, R. (1959) *Merger Movements in American Industry: 1895-1956*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- OECD (2004) *Principles of Corporate Governance 2004 Edition*.
- Pelofsky J., (2010) U.S. judge OKs settlement in Daimler bribery case, USA, April 1, 2010, Reuters.
- Porter, M. E. (1982) *Estrategia Competitiva, Técnicas para el Análisis de los Sectores Industriales y de la Competencia*. México, CECSA.
- Reid R.D., Sanders N.R. (2010) *Operations Management*, Wiley.
- Reuters (2005) G.M. warned of a cut in debt rating, New York Times, February 15 2005.
- Rosenbaum, J., Pearl, J. (2009) *Investment Banking, Valuation, Leveraged Buyouts, and M&A*. USA, Wiley.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jordan, B.D. (2006) *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. México, McGrawHill.
- Ryan, L., Buchholtz, A., Kolb, R. (2010) New Directions in Corporate Governance and Finance: Implications for Business Ethics Research, *Business Ethics Quarterly*, 20:4, pp. 673-694
- Samuelson P., Norhaus W. (2010) *Microeconomía*, México McGrawHill.
- Servigny, A., Renault, O. (2004) *Measuring and Managing Credit Risk*. USA, McGrawHill.
- Sirower, M. (1997) *The Synergy Trap: How does companies lose the acquisition game*, New York, Free Press.
- Smith, A. (1776) *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, London, W. Strahan and T. Cadell.
- Stigler, G. (1950) Monopoly and Oligopoly by Merger, *American Economic Review*, 40, pp. 23-24.
- Sun, T. (2002) *The Art of War*, USA, Dover Publications.
- Vlasic, B., Stertz, B. (2001) *Taken for a ride*, USA, HarperCollins.
- Zeithaml V.A., Bitner M.J. (2000) *Marketing de Servicios*, México, McGrawHill.