

## **Planificación Estratégica y Fusiones & Adquisiciones: procesos y herramientas de apoyo para la toma de decisiones**

**Carlos Rodríguez Monroy<sup>1</sup>, Eugenio Mora García<sup>2</sup>,**

<sup>1</sup> Dpto. de Ingeniería de Organización, Administración de Empresas y Estadística. ETS Ingenieros Industriales – UPM. José Gutierrez Abascal, 2 Madrid 28006, crmonroy.etsii.upm.es

<sup>2</sup> Dpto. de Ingeniería de Organización. ETS Industriales –UPM, [eugenio.mora@amadeus.com](mailto:eugenio.mora@amadeus.com)

### **Resumen**

*El trabajo de investigación propone un enfoque que puede ser utilizado como guía para empresas involucradas o interesadas en conseguir una descripción formal de los procesos de planificación estratégica y de F&A así como de los mecanismos de ayuda a la toma de decisiones asociados a ellos. Para abordar el análisis y extraer conclusiones nos decantamos por un enfoque que combina teoría y práctica (a través del desarrollo de casos prácticos o "business cases").*

**Palabras clave:** Planificación Estratégica, Fusiones & Adquisiciones, Toma de Decisiones

### **1. Introducción**

El proceso de definición estratégica dentro de la empresa desencadena a su vez una serie de iniciativas que requieren de mecanismos o herramientas de análisis para la toma de decisiones: la vasta mayoría de las cuestiones estratégicas en el entorno empresarial distan de ser unidimensionales y esto se acentúa, por ejemplo, en casos de negociaciones de alianzas estratégicas o de valoración de empresas.

En este contexto las empresas tienen la oportunidad de mejorar la eficiencia de los procesos de Planificación Estratégica y de Fusiones y Adquisiciones (F&A) así como los mecanismos de apoyo a la toma de decisiones asociados. Dos casos específicos de disciplinas para lograrlo son la teoría de juegos analizada por autores como Raiffa, Richardson y Metcalfe (2002) o Garvin (1996) y la valoración relativa o por múltiples analizada por autores como Damodaran (1999) o Myers (2003). Las aportaciones de dichas disciplinas se describen en el trabajo de investigación.

### **2. Objetivo de la investigación y metodología**

#### **2.1. Objetivo de la investigación**

El objetivo del trabajo de investigación es analizar los procesos de planificación Estratégica y de Fusiones y Adquisiciones señalando posibles áreas de mejora a través del estudio de casos prácticos y entrevistas con profesionales. Igualmente se aportan vías de apoyo a la toma de decisiones en dichos procesos con una clara vocación de aplicación al entorno empresarial actual (Figura 1).

El presente trabajo en su primera parte realiza un estudio sobre mecanismos de ayuda a la toma de decisiones. Ello constituye el marco de análisis sobre el que se apoya en primera instancia la parte práctica (casos o *business cases* de empresas) para finalmente la obtener conclusiones aplicables al entorno de la empresa.

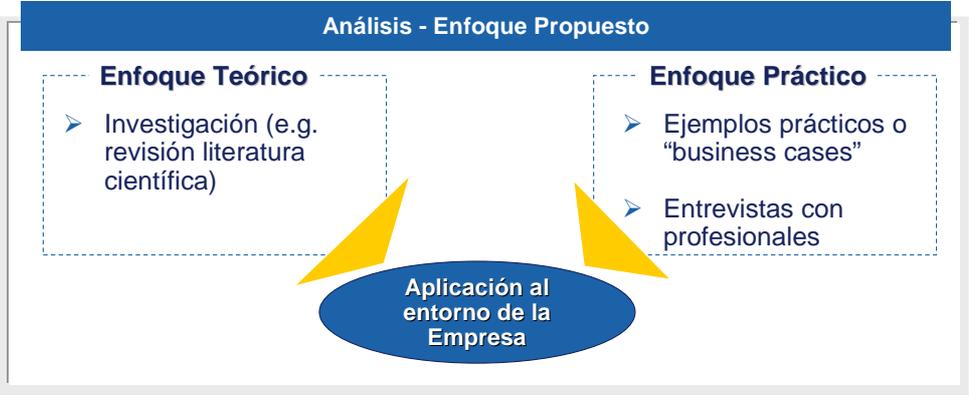


**Figura 1.** Objetivo del trabajo de investigación.

Gran parte del esfuerzo de la investigación se centra en encontrar el nexo entre diversas herramientas y su aplicación en procesos de las empresas. Por su relevancia se han elegido los dos procesos clave indicados anteriormente así como diversas disciplinas de las que se obtienen herramientas de apoyo.

**2.2. Metodología**

En el trabajo de investigación se comienza por una revisión de bibliografía, trabajos de investigación, autores y revistas científicas que abordan puntos relacionados con los procesos de Planificación Estratégica y de F&A así como de los mecanismos de apoyo para la toma de decisiones en los mismos. A continuación, se introduce una dimensión práctica en el trabajo de investigación mediante el desarrollo de casos prácticos o *business cases* y entrevistas con profesionales. Finalmente se agrupan las dos partes, revisión teórica y casos prácticos, para extraer conclusiones y señalar posibles áreas de investigación futura.



**Figura 2.** Metodología.

La segunda parte del trabajo de investigación aporta un contenido “real” al trabajo gracias a la introducción de ejemplos y casos reales. Además, dichos ejemplos deben permitir no sólo aclarar conceptos o teorías anteriormente expuestas sino que constituyen un mecanismo para extraer conclusiones.

La aportación de personas con una amplia experiencia en el entorno empresarial permite contrastar las principales líneas de investigación y dotar al estudio de un elevado grado de credibilidad. Así, teoría y práctica en el presente trabajo de investigación interaccionan y constituyen la base para extraer conclusiones (Figura 2).

### **3. Análisis**

#### **3.1. Proceso de Planificación Estratégica**

Sin lugar a dudas, el proceso que destaca por su criticidad dentro de la empresa es el de Planificación Estratégica pues de éste dependen otra serie de estrategias que deben ser definidas teniendo en cuenta la primera (p.e. planificación tecnológica o de Sistemas de Información).

Aunque el trabajo de investigación se centra en una descripción genérica del proceso de Planificación Estratégica dentro de una empresa conviene señalar que el enfoque varía enormemente en función de diversos parámetros. El tamaño de la empresa, el país en el que opera o la cultura de sus accionistas mayoritarios puede determinar la forma en la que se desarrolla dicho proceso.

El análisis de dichas diferencias en el proceso de definición estratégica no es necesario para los propósitos de este trabajo de investigación. Nos basta con señalar que los enfoques se pueden separar en dos familias. La variable que en último término determina el tipo de proceso es el grado de anticipación o “proactividad-reactividad” con que la empresa lo lleva a cabo. Se distinguen así:

- Procesos de “estrategia condicionada” en los que la empresa realiza una revisión de su estrategia de forma reactiva, adaptándose a los cambios marcados por el mercado.
- Procesos guiados por el futuro en los que la empresa utiliza el proceso de Planificación Estratégica como una herramienta para cuestionar su situación actual e intentar anticiparse a los cambios que se presentan en el mercado.

Se tiende a presentar el segundo como el único enfoque capaz de crear ventajas competitivas importantes que garanticen una sólida posición en el mercado. Sin embargo, la realidad es que ambos enfoques aportan importantes herramientas de diagnóstico y es la utilización de éstas lo que determina el éxito del proceso.

En el trabajo de investigación señalamos que una variable fundamental que determina la idoneidad de utilizar un enfoque u otro es la madurez de la industria y la intensidad competitiva en la que opera la empresa. Así, ambos procesos son positivos para analizar condiciones de mercado diferentes.

El proceso que se describe en el gráfico adjunto (Figura 3) es el asociado al segundo caso, en el que la empresa utiliza el proceso de planificación estratégica como un ejercicio para

anticiparse a las tendencias de mercado. Por ello recurre a herramientas que le permiten tratar la incertidumbre asociada al proceso. Estas herramientas pueden utilizarse en diversas fases del proceso, por ejemplo:

- Generación de escenarios futuros para la industria.
- Desarrollo de opciones estratégicas.
- Análisis de sensibilidades para el plan de negocio.



**Figura 3.** Proceso de planificación estratégica.

### 3.1.1. Teoría de juegos y alianzas estratégicas

Uno de los objetivos del presente trabajo es analizar la aportación de la Teoría de Juegos y los distintos modelos de negociación a procesos y situaciones clave dentro del entorno de la empresa.

La teoría de juegos, que comenzó siendo una orientación revolucionaria de los problemas de decisión y desde su aplicación a la teoría estratégica cobró un estatuto autónomo, se ha convertido en un campo científico capaz de ofrecer una ayuda fundamental: puesto que incluye el análisis de variables indeterminadas, se convierte en una candidata perfecta para apoyar el diseño de esquemas utilizados en la toma de decisiones estratégicas.

La constitución de alianzas y colaboraciones entre empresas aparece como uno de los caminos más comunes de llevar a cabo coaliciones estratégicas entre empresas. La mayor parte de los ejecutivos reconocen la importancia y el valor de negocio (“business value”) asociado a estas alianzas. Una alianza efectiva puede generar beneficios adicionales significativos para las partes implicadas.

Estas ganancias, no obstante, no son alcanzadas fácilmente y muchas alianzas fracasan en múltiples industrias (p.e. aerolíneas, farmacéuticas, telecomunicaciones). En ocasiones incluso las alianzas diseñadas en primera instancia no llegan a establecerse.

Según Vantage Partners un 78% de los procesos de F&A (Fusiones y Adquisiciones) fracasan tras tres años. Un porcentaje similar (70%) de empresas que se embarcan en alianzas estratégicas fracasan completamente o no consiguen los objetivos iniciales de la colaboración.

La Teoría de Juegos integradora ofrece un marco de apoyo para abordar este tipo de alianzas. Es especialmente útil para analizar empresas antes de comenzar las negociaciones, así como para obtener una división razonable y estable de las ganancias de la alianza potencial.

Pero la Teoría de Juegos ofrece una ayuda fundamental no solo durante el proceso de análisis sino a la hora de reflejar los acuerdos alcanzados en alianzas en los contratos. Tanto las opciones reales como mecanismos como el Earn Out constituyen herramientas que, teniendo su origen en la teoría financiera de Fusiones y Adquisiciones, tienen una gran aplicación en el contexto de los procesos de Fusiones y Adquisiciones ha aumentado en la última década.

Ambos mecanismos permiten introducir pagos diferidos en el tiempo sujetos al cumplimiento de unos objetivos futuros. Estos valores previamente fijados están en general relacionados con el rendimiento operativo o financiero de la empresa que debe recibir los pagos.

Puesto que la teoría de juegos incluye el análisis de variables indeterminadas, se convierte en una candidata perfecta para apoyar en el diseño de dichos esquemas utilizados para la resolución de problemas de valoración. Este método ayuda a salvar diferencias entre empresas compradora y comprada en relación con el precio final de la transacción. Como el pago de unas determinadas cuantías al vendedor están sujetas a su rendimiento o *performance* la empresa compradora se asegura que la empresa comprada continuará sus actividades al menos durante el periodo en que dura el earn out<sup>1</sup>.

### **3.2. Proceso de Fusiones y Adquisiciones.**

En ocasiones parte del plan estratégico resultado del proceso de planificación estratégica está destinado a indicar qué compañías del mercado son de interés para la empresa (estrategia de Fusiones y Adquisiciones). Dicho interés puede plasmarse de diversas formas: desde una alianza para comercializar un producto concreto hasta la compra o integración de una de las empresas.

Es en este segundo caso cuando se desencadena dentro de la empresa interesada el proceso de Fusiones y Adquisiciones. Nos interesa determinar algunas de las herramientas relacionadas con la Teoría de Juegos u otras disciplinas que son utilizados en dichas fases. En ocasiones dichas herramientas no están directamente relacionadas con la Teoría de Juegos o la Negociación pero constituyen de hecho una base sólida sobre la que apoyarse en la toma de decisiones y negociación de contratos durante la compra de empresas o el establecimiento de alianzas estratégicas. Algunos ejemplos son:

- Teoría de juegos integradora para facilitar alianzas estratégicas maximizando los beneficios de las partes involucradas.
- Mecanismos cuya base reside en la teoría financiera como el Earn Out o la teoría de opciones reales.
- Herramientas asociadas a la teoría de valoración como la valoración relativa y el ajuste de múltiplos.

#### **3.2.1. Valoración relativa y ajuste de múltiplos**

---

<sup>1</sup> Un Earn out se calcula generalmente como porcentaje de ventas, beneficio operativo o beneficio neto siendo común establecer un suelo y/o un techo (“floor” y “ceiling”) para el earn out.

La valoración relativa está basada en el supuesto de que el valor de un activo puede ser determinado por el precio que los mercados le asignan a un activo comparable. Dichos precios son estandarizados usando variables comunes como beneficios, cashflows, valor de ventas o márgenes operativos.

Un ejemplo de la valoración relativa es la utilización del PER (o Price/Earnings –P/E) o el P/S (o Price / Sales, Figura 4) medio de una determinada industria para valorar una empresa que pertenezca a la misma.

En cualquier caso el supuesto subyacente es que la empresa valorada es comparable con las empresas que pertenecen a dicha industria por lo que es necesario ser especialmente cuidadosos al escoger las compañías comparables.

Las ventajas de la valoración relativa son que a primera vista es muy simple de usar y muy fácil de comprender, y de ahí su intensa utilización (p.e. bancos de inversión, analistas), ya que permiten obtener estimaciones rápidas de valor. Su valor como herramienta para las negociaciones reside precisamente en que se convierte en un mecanismo que permite de forma fácil establecer una base o referencia común para las partes involucradas. Dicha referencia es la que establece el mercado y es el punto de partida en particular cuando las negociaciones llegan a una situación de punto muerto o incluso de “cut-off” o punto de ruptura de las negociaciones.

Ejemplo múltiplo P/S

$$P/S = PMar * \left[ \frac{PayoutRatio * (1+g) * \left[ 1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n} \right]}{r-g} + \frac{PayoutRatio_n * (1+g)^n * (1+g_n)}{(r_n - g_n) * (1+r)^n} \right]$$

➤ Variables múltiplo P/S (Price to Sales):

- r es el coste de capital (WACC) del periodo estable
- g es el crecimiento esperado en el periodo de crecimiento
- g<sub>n</sub> es el crecimiento esperado en el periodo estable
- PayoutRatio es la tasa de repartición de dividendos en el periodo de crecimiento
- PayoutRatio<sub>n</sub> es la tasa de repartición de dividendos en el periodo estable
- n es el número de años del periodo de crecimiento
- PMar es el margen neto (beneficio neto sobre ventas) de la empresa.

**Figura 4.** Valoración relativa o por múltiplos.

Existen sin embargo dos problemas fundamentales asociados a la utilización de múltiplos:

1. Dicha metodología es comúnmente mal utilizada y manipulada, en particular debido a la complejidad para encontrar firmas comparables con respecto a sus características fundamentales de riesgo, rentabilidad y crecimiento.
2. Otro problema serio de la metodología es que al ser una valoración relativa introduce en la valoración los errores que el mercado está cometiendo en la valoración de otras compañías.

Un ejemplo claro del segundo punto se vio en la década de los 90 y principios de la actual en lo que se refiere a las empresas de Internet ya que las empresas españolas estaban siendo valoradas con múltiplos de compañías americanas que estaban ya excesivamente sobrevaloradas. Cuando la llamada “burbuja de internet” estalló y los inversionistas trataron

de asignar un valor correcto a dichas empresas en EEUU el precio de las empresas españolas disminuyó en muchos casos hasta un 90% de su valor de mercado en menos de un año.

El segundo problema no es fácil de solucionar debido a que depende de la eficiencia de los mecanismos de asignación de precios en los mercados de capitales aunque siempre existe la alternativa de llevar a cabo la valoración por flujos de caja descontados y de esta manera asignar un valor absoluto a la empresa, valor que no depende del hecho de que las empresas comparables estén sobre o infravaloradas. Este es el método más utilizado y en cualquier caso los principales autores como Damodaran (1996) o Myers (2003) recomiendan realizar un análisis de Free Cash Flows y NPV (Net Present Value) en paralelo con la valoración relativa, que constituye una referencia.

Sin embargo, el primer problema es más fácil de evitar obedeciendo ciertos pasos sencillos durante la aplicación de la metodología de múltiplos.

- El primer paso es determinar cuales son las características fundamentales de la empresa que queremos valorar. Esto es, cuál es el nivel de riesgo, la rentabilidad de la misma (p.e. márgenes o el *payout ratio*<sup>2</sup>) y la tasa de crecimiento en los beneficios.
- El segundo paso es escoger empresas comparables. Es aquí donde la aplicación exitosa de la metodología reside. Las empresas comparables escogidas deben ser comparables en las tres variables fundamentales (riesgo, rentabilidad y crecimiento). Si bien lo ideal es escoger empresas de la misma industria con los mismos fundamentales, es más importante esto último que el hecho de pertenecer a la misma industria.
- El tercer y último paso es aplicar el múltiplo a la empresa que está siendo valorada para obtener una estimación preliminar y rápida.

Sin embargo el ajuste de múltiplos para la valoración de una empresa privada va más allá del mero ajuste de sus fundamentales, esto es rentabilidad, riesgo y crecimiento. Las características de una empresa privada hacen necesario una serie de ajustes adicionales para poder aplicar dichos múltiplos.

## **4. Principales conclusiones y áreas de investigación futura**

### **4.1. Conclusiones**

El análisis muestra que existen oportunidades para mejorar la eficiencia de los procesos estudiados en particular mediante la correcta utilización de determinadas disciplinas que dotan de la solidez necesaria a la toma de decisiones estratégicas en el entorno empresarial actual. De forma esquemática alguna de las conclusiones son:

- Los procesos estudiados (Planificación Estratégica y Fusiones & Adquisiciones) no siempre están integrados en la cultura de la empresa. Aunque no existe una relación biunívoca entre la calidad de dichos procesos y el tamaño de la empresa la afirmación anterior se acentúa en empresas de tamaño reducido.
- En numerosas instancias las herramientas, si se utilizan, se emplean como un paso necesario (p.e. “mero trámite”) más que como un verdadero mecanismo capaz de dotar

---

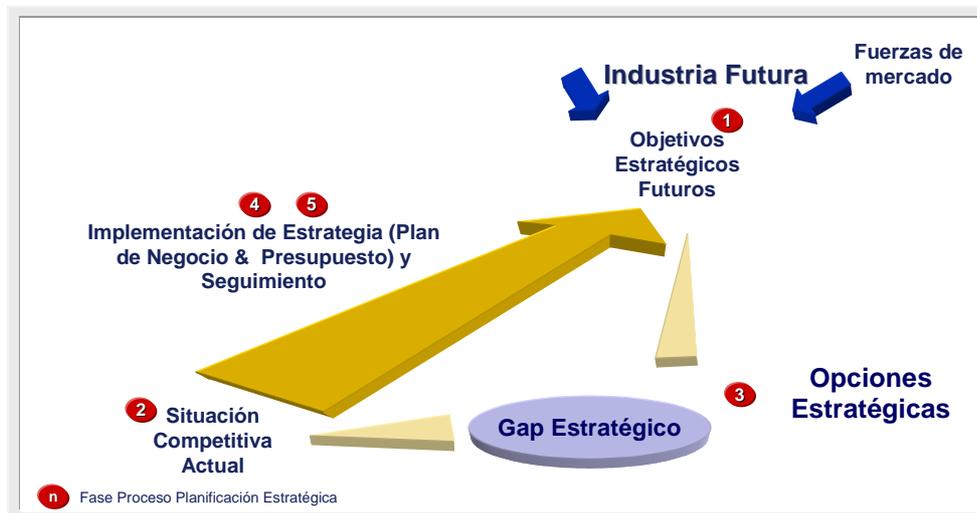
<sup>2</sup> proporción de distribución de beneficios

al análisis de la solidez necesaria. Como consecuencia las negociaciones no siempre se abordan con la mayor de las garantías al no determinarse en la fase inicial de análisis las fuentes de valor, variables de incertidumbre, etc

- Existen oportunidades para mejorar la eficiencia (mejora de herramientas) y la eficacia (mejora de procesos) de los procesos estudiados.

En el caso concreto del proceso de planificación estratégica algunas de las conclusiones son:

- La planificación estratégica se entiende en la mayor parte de los casos como una herramienta de adaptación a los cambios que acontecen en el entorno competitivo.
- Existe una diferencia fundamental con empresas que adoptan un enfoque pro-activo, esto es como mecanismo de anticipación a las fuerzas competitivas de la industria (Figura 5). En el caso de industrias emergentes este enfoque aparece como una necesidad.
- Dichas empresas utilizan las herramientas asociadas a dicho proceso de forma sistemática, lo que garantiza un análisis completo y unos mejores resultados.



**Figura 5.** Planificación estratégica: anticipación a las fuerzas de mercado.

En el caso concreto del proceso de Fusiones y Adquisiciones las principales conclusiones son:

- La complejidad de proceso fusiones y adquisiciones hace necesario una clara descripción del proceso, sus pasos y departamentos implicados (figura 6). En el trabajo de investigación hemos incluido una descripción detallada de cada uno de los pasos del proceso con departamentos implicados, actividades y resultados.

En el presente trabajo se han analizado los procesos de planificación estratégica y de fusiones y adquisiciones desde una perspectiva de teoría de juegos y otras disciplinas. Así se han estudiado qué mecanismos asisten a las empresas durante los procesos de decisión que se presentan, ya sea en un proceso de valoración de empresas o durante una negociación con otra empresa.



**Figura 6.** Proceso de fusiones y adquisiciones.

Algunas herramientas se presentan en ocasiones como teorías o ciencias con identidad propia. Dada su relevancia nadie podría objetar este punto pero en este trabajo se han presentado como elementos complementarios pertenecientes a un proceso común y con un fin compartido, ya sea definir una estrategia para una empresa o analizar y negociar la compra de otra empresa.

Aunque el enfoque del trabajo no ha sido el estudio estadístico de diversas empresas, tanto el análisis más teórico como los ejemplos de la parte práctica (así como las entrevistas con expertos del entorno empresarial) sugieren que las empresas que presentan una mayor calidad en sus decisiones tienen unos procesos definidos, con unos mecanismos que son conocidos por las personas o grupos de trabajo claves en la toma de las decisiones. Dichos procesos y sus herramientas asociadas deben servir como elementos de guía y no como rígidos pasos a seguir cada vez que un proceso de compra o de definición estratégica arranca.

### Referencias<sup>3</sup>

- Allen, F. y Morris, S., 1998, *Finance Applications of Game Theory*, Financial Institutions Center Wharton University.
- Damodaran, A., 1999, *Applied Corporate Finance*, John Wiley & Sons, New York, USA.
- Gaither, N., 1996, *Production Operations and Management*, pp.61-94, pp. 563-581, Duxbury Press, Wadsworth Publishing, Belmont, USA
- Myers, B., 2003, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York, USA.
- Nagle, T.T and Holden, R.D, 1995, *The Strategy and Tactics of Pricing: A Guide to Profitable Decision Making*, Prentice Hall, New Jersey, USA.
- Raiffa, H., Richardson, J. y Metcalfe, 2002, *Negotiation Analysis*, Belnap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, USA.
- Steinmetz, A., 1997, "The Art of conversations: Dialogue marketing and the business-to-business relationship", *Prism ADL quarterly review*, Fourth Quarter, pp67-80.
- Wu, G., 1997, "Canonical Decision Problems", Press of *Harvard University*, Junio.
- Yildiz, M. e Izmalkov, S., 2002, *Non Cooperative Bargaining Power*, Research presentation, Massachusetts Institute of Technology.

<sup>3</sup> Lista no exhaustiva.