

UN MODELO PARA EVALUAR EL IMPACTO SOBRE LOS RECURSOS HUMANOS DE LAS FUSIONES/ADQUISICIONES

Neira Fontela, E.

RESUME

Dans une perspective de direction, il existe un besoin significatif d'aller au delà des considérations stratégiques et financières en soi, et d'examiner la dynamique organisationnelle et les problèmes de ressources humaines émergeant des processus de fusion-acquisition.

Comme nous le montre le modèle proposé, la réflexion sur les dimensions sous-jacentes à la fusion/acquisition doit constituer notre point de départ. Seule la caractérisation adéquate du type concret d'intégration permettra la prise de décision post-combinaison effective.

Por ejemplo, desde una perspectiva estratégica, una fusión/adquisición puede utilizarse para lograr una mayor diversificación, alcanzar nuevos mercados, integrarse verticalmente, etc. En adquisiciones conglomeradas, donde la meta es una integración financiera antes que operativa, los procesos y resultados para las personas implicadas pueden ser muy diferentes de las fusiones cuyo objetivo principal sea ganar sinergias operativas entre dos empresas del mismo sector (Lubatkin, 1983). Cada tipo implicará, pues, diferentes dinámicas y sinergias. Sin embargo, varias razones hacen que las fusiones/adquisiciones de tipo conglomerado se vean críticamente. Dos primarias son: (a) el nivel de complejidad añadido que la alta dirección tiene que tratar al operar en diferentes negocios, y (b) la imposibilidad virtual de imponer políticas de negocio uniformes entre las divisiones de una empresa no-relacionada en alto grado (Hall, 1987).

De acuerdo con esto, las intervenciones directivas en empresas adquiridas serán más efectivas cuando los directivos de la empresa matriz estén familiarizados con el producto, el mercado y las características técnicas de la empresa blanco (Bettis y Hall, 1982).

1. INTRODUCCIÓN

Una de las dificultades que complican nuestra comprensión de las dinámicas y resultados de las fusiones/adquisiciones proviene de los diferentes tipos existentes, cada uno de los cuales conlleva problemas distintos en la planificación de la precombinación y, más tarde, en la consolidación que sigue a la integración.

2. DIMENSIONES DEL MODELO PROPUESTO

Aunque mucha de la literatura sobre fusiones/adquisiciones sugiere que estas combinaciones son homogéneas en su naturaleza y, general-

mente, tienen las mismas repercusiones para las empresas y sus recursos humanos, existen diferencias entre ambos fenómenos que van más allá de las puramente semánticas.

Una primera diferencia tiene que ver con el grado de cooperación e interacción entre los participantes. En esta línea, en general, las fusiones parecen conllevar un mayor grado de colaboración entre las empresas integradas que las adquisiciones. MACE y MONTGOMERY (1962, p. 3-4) afirman: "Parece que el término 'fusión' tiene un carácter inofensivo que no posee el de 'adquisición'. Como un ejecutivo señala: "Las razones para la diferencia no están claras, pero la dirección se encuentra cómoda en el caso de una fusión de intereses mutuos. Ser adquirido connota algo malo".

Por otra parte, KREKEL, Van der WOERD y WONTERSE (1969) han asociado ambos tipos de combinaciones con el tamaño de las empresas participantes. Según esta perspectiva, las fusiones tienden a implicar empresas de tamaño similar; mientras que, en las adquisiciones, una empresa suele ser más grande y poderosa que la otra. Sin embargo, esta variable resulta secundaria, siendo el factor clave el grado en que una empresa se espera que ceda su independencia a la otra.

Para propósitos analíticos, un modelo que sea capaz de evaluar el impacto en los recursos humanos de las fusiones/adquisiciones debe considerar cinco dimensiones, que varían considerablemente de unas combinaciones a otras:

- a) el propósito estratégico dominante que subyace a la decisión,
- b) el nivel de eficacia y eficiencia de ambas empresas (o de la adquirida),
- c) el grado de amistad versus hostilidad implicado en la combinación,
- d) la forma y el nivel de integración buscado después de la amalgama,
- e) la intensidad del impacto en directivos y empleados.

Junto al impacto en los recursos humanos, otros resultados del modelo —no considerados en este trabajo— son: (a) la intensidad de las intervenciones directivas en el período postcombinación, (b) la intensidad del conflicto entre las

culturas de ambas organizaciones.

2.1. PROPÓSITO ESTRATÉGICO

Un punto de partida útil para examinar el objetivo estratégico de las fusiones/adquisiciones viene dado por la siguiente clasificación de cinco tipos básicos:

a) *Horizontal*. Esta integración ocurre cuando las empresas combinadas fabrican y venden productos similares o estrechamente relacionados destinados al mismo mercado geográfico.

b) *Vertical*. En este caso, las dos empresas tienen previamente a la combinación una relación comprador-vendedor, real o potencial. Consecuentemente, la integración puede ser hacia atrás o hacia adelante, según que la empresa considerada adquiera a un proveedor o a un distribuidor de sus productos.

Para HOPKINS (1983), las fusiones/adquisiciones de naturaleza vertical tienen un objetivo defensivo, pues tratan de reducir la incertidumbre de su entorno y ejercer más control sobre sus operaciones.

c) *Extensión de producto*. Se da cuando las empresas participantes están relacionadas funcionalmente en la producción y/o distribución, pero venden productos que no compiten directamente unos con otros. Este tipo de combinación se denomina, a menudo, diversificación concéntrica. A veces, la distinción entre una extensión de producto y una fusión/adquisición horizontal es bastante sutil.

d) *Extensión de mercado*. Ocurre cuando las empresas integradas fabrican los mismos productos, pero los venden en mercados geográficos diferentes. Con frecuencia, la distinción entre fusiones de extensión de mercado y de productos es muy tenue.

e) *No relacionada*. Implica la combinación de dos empresas en esencia desconectadas. La integración no-relacionada se conoce, generalmente, como diversificación conglomerada.

La razón argüida para realizar integraciones de tipo conglomerado es que la combina-

ción facilita la entrada a una industria atractiva, al tiempo que reparte el riesgo de la empresa (Hopkins, 1983).

Es importante señalar que aunque la FTC argumenta que estas cinco categorías son mutuamente excluyentes, en realidad muchas fusiones/adquisiciones no son tipos 'puros', sino que contienen elementos de dos o más categorías, como sucede frecuentemente cuando una empresa (o las dos) tiene varios negocios y/o subsidiarias.

En tales casos, las estrategias empleadas por la empresa adquirente para integrar las diversas divisiones de la adquirida, y sus ramificaciones para las personas implicadas, pueden variar considerablemente.

2.2. NIVEL DE EFICACIA Y EFICIENCIA DE LAS EMPRESAS

Incluso en el caso de adquisiciones no relacionadas, en las que se puede esperar un nivel de cambios mínimo en las empresas participantes, la integración puede concluir en modificaciones intensas, sobre todo en la empresa blanco, si la compradora cree que la adquirida puede mejorar su nivel de eficacia y eficiencia (Perry, 1986).

2.3. GRADO DE AMISTAD U HOSTILIDAD

Aunque cualquier forma de fusión/adquisición es probable que cree problemas y dificultades a las empresas y sus empleados, ciertos tipos de integración pueden generar más dificultades que otros.

Las combinaciones estratégicas también pueden ir de tomas abiertamente hostiles a consolidaciones amistosas. En absorciones hostiles, el impacto potencial sobre la organización adquirida y sus miembros tenderá a ser más severo que en combinaciones más cooperativas.

PRITCHETT (1985) ha identificado cuatro categorías amplias en base al continuo 'cooperativo-adverso': (a) rescates organizativos; (b) colaboraciones; (c) situaciones contestadas; y (d) asaltos. En este marco, un rescate representa el extremo más cooperativo, mientras que el asalto conlleva el mayor nivel de hostilidad.

a) *Rescate organizativo*, por el que una empresa trata de ayudar a otra. PRITCHETT (1985) ha identificado dos formas básicas de rescate: la salvación financiera y la opción amistosa a una toma hostil.

En una operación de salvamento financiero, la empresa en dificultades busca activamente una fusión/adquisición para afianzarse financieramente.

Aunque suele haber un sentimiento de alivio posterior al acuerdo de integración, pues la empresa podrá sobrevivir, la seguridad lograda en razón del apoyo financiero de una empresa matriz fuerte puede experimentarse únicamente a corto plazo, ya que en el esfuerzo por reflotarla, la compradora puede cerrar plantas, vender divisiones, etc. Además, dado que generalmente se hace responsable del pobre rendimiento de la empresa adquirida a su dirección, a un número significativo de directivos se le puede 'pedir cortésmente que deje la empresa'.

La investigación sugiere que las fusiones/adquisiciones son mecanismos útiles a través de los cuales el mercado reemplaza a directivos incompetentes (Mandelker, 1974).

La marcha de los directivos puede generar en los empleados, incluso si sus puestos no están directamente afectados, un profundo sentimiento de inseguridad e incertidumbre.

El rescate por un 'caballero andante', en contraste, no significa que la empresa adquirida esté en dificultades financieras; sino únicamente que busca evitar su adquisición por un 'enemigo'.

Puesto que la presión temporal rara vez permite un análisis pausado y cuidadoso de la situación, estas tomas amistosas a menudo dan lugar a numerosas sorpresas post-combinación. En efecto, muchos de estos rescates son absorciones disfrazadas, en las que si bien existe la posibilidad de que la empresa compradora permita a la adquirida operar autónomamente, como antes de la adquisición, en muchos casos no ocurre.

b) *Colaboración*. De acuerdo con PRITCHETT (1985), en muchas fusiones/adquisiciones subyace un clima de colaboración, una atmósfera de respeto y comprensión mutua entre

las partes. En estos casos, el énfasis en las negociaciones previas se centra en llegar a un acuerdo adecuado para los participantes.

Estas combinaciones, sin embargo, también pueden crear problemas y dificultades a nivel humano. Como generalmente se asume que los empleados comprenden la importancia del acuerdo, la forma en que se comunica la consolidación con frecuencia no es adecuada. Como resultado muchas fusiones/adquisiciones iniciadas en un clima de colaboración concluyen con problemas a causa de la ineficaz actuación directiva.

c) *Combinación contestada*. Se caracteriza por un nivel creciente de resistencia por parte de la empresa adquirida y por negociaciones agresivas, cargadas de tensión y ansiedad, aunque no tanto como los asaltos.

Una combinación contestada puede producirse por dos motivos. En primer lugar, cuando sólo una de las organizaciones tiene interés en la consumación de la integración. Segundo, cuando las dos empresas desean acuerdos bastante diferentes.

La evidencia empírica sugiere que, al contrario de la teoría de la 'empresa que fracasa', los blancos favoritos para adquisiciones contestadas son empresas rentables, bien dirigidas y frecuentemente líderes en sus mercados y productos principales (Conn, 1976).

Aunque es bastante común que ambas empresas emerjan de este tipo de combinación relativamente satisfechas con el compromiso alcanzado, la lucha por el poder tiende a precipitar una pérdida de productividad durante las negociaciones y un notable enfrentamiento entre las empresas y sus miembros.

d) *Asalto*. Es la forma más adversa de adquisición, una toma hostil de una empresa por otra, que produce el mayor grado de incertidumbre y resistencia.

La respuesta común a los asaltos consiste en el intento de la dirección de la empresa a adquirir de crear antagonismo entre sus empleados, accionistas y demás hacia el asaltante. La empresa blanco generalmente diseña una variedad de defensas, en casos desesperadas, para evitar tales tomas (Berg, 1984).

2.4. ESTRATEGIAS DE INTEGRACIÓN Y NIVEL DE ASIMILACIÓN DESEADO

Después de una fusión/adquisición siempre resultará algún grado de integración entre las empresas participantes.

Los investigadores del Center for Effective Organizations (Siehl, Ledford y Siehl, 1986), han propuesto cuatro estrategias de integración básicas, que comienzan a crear una visión contingencial de la post-combinación:

a) *Pillaje y saqueo*: La empresa compradora asalta a una empresa blanco y reemplaza todos sus sistemas culturales, estratégicos y operativos por los suyos propios. La meta principal es maximizar los beneficios tan rápidamente como sea posible. Este enfoque se piensa que resulta potencialmente efectivo en adquisiciones horizontales y en extensiones de producto y mercado, ya que la empresa compradora tiene experiencia del negocio relevante.

En adquisiciones verticales y no-relacionadas, el enfoque 'pillaje y saqueo' no parece viable, pues la falta de experiencia del comprador hace que necesite de las capacidades de dirección y tecnológicas de la empresa blanco.

b) *Soportada una noche*: Una empresa adquirida se divide en partes que son, luego, desinvertidas o integradas de acuerdo con las necesidades. Este enfoque se asocia a las operaciones de conglomerado.

Se argumenta que esta técnica es potencialmente efectiva en adquisiciones verticales y no relacionadas, ya que puede proporcionar a la empresa compradora recursos y activos específicos. Será menos efectiva en adquisiciones horizontales y extensiones de producto y de mercado, donde presumiblemente habrá necesidad de una integración más completa.

c) *Cortejo, sólo amigos*: Conformar una combinación amistosa, que permite que existan diferencias culturales y operativas entre las empresas. La meta principal es lograr una relación de trabajo eficiente entre las dos empresas más que una integración completa.

Los investigadores sugieren que esta forma generalmente resultará inefectiva en fusiones horizontales.

A veces una estrategia de integración minimalista puede ser bastante exitosa, especialmente adquisiciones no relacionadas.

d) *Amor y matrimonio*: Se centra en la consolidación completa de las dos empresas. Los esfuerzos de integración estarían orientados hacia una asimilación de los dos sistemas de operaciones. Aunque supone un proceso bastante consumidor de tiempo y difícil de manejar, este enfoque se piensa potencialmente efectivo en fusiones horizontales y extensiones de producto y de mercado, pero menos efectivo en fusiones verticales y no relacionadas.

Aunque la idea común subyacente a una fusión/adquisición sugiere que las dos empresas se asimilan totalmente, existen varios niveles de integración: (a) financiera, o de bajo nivel; (b) estratégica, o de nivel medio; y (c) operativa, en cuyo caso habrá una fuerte integración (Buono y Bowditch, 1989).

A nivel funcional, cada área de las organizaciones fusionadas necesita ser evaluada para determinar el nivel apropiado de integración postcombinación. En un extremo del continuo, las diferentes funciones pueden mantenerse separadas; en tal caso los cambios de personal serán mínimos y el control ejercido limitado.

En el otro extremo, las funciones similares pueden ser totalmente consolidadas en una única unidad. Esta situación implica cambios importantes, generalmente para la empresa adquirida, a nivel de reducciones del nivel de empleo y control de las operaciones.

En un 'terreno medio', las empresas pueden ser integradas coordinando funciones y fijando guías claras para la cooperación.

Analíticamente, el nivel de integración de las funciones depende de dos variables: (a) su importancia estratégica; y (b) la facilidad con que la integración puede ser alcanzada.

Como norma general, las funciones que son críticas para la estrategia de la empresa y que son relativamente sencillas de integrar deberían consolidarse; las periféricas y difíciles se deberían mantener separadas.

Los esfuerzos de integración y consolidación son parte de un proceso que se puede extender a lo largo de varios años (Quinn, 1980), en el que no siempre resulta claro donde,

cuando y como hacer los cambios necesarios para la integración.

2.5. IMPLICACIONES SOBRE LOS RECURSOS HUMANOS

La última dimensión, resultante del efecto de las anteriores, es el impacto de la fusión/adquisición en los recursos humanos de las empresas participantes. Los aspectos que se consideran atañen a: (a) el nivel de retención del personal directivo; (b) la tasa de marcha en el estamento operario; (c) la tensión o estrés sentido por los individuos; (d) la incertidumbre que experimentan; (e) la productividad; (f) la satisfacción; y (g) otros comportamientos disfuncionales.

3. MODELO PROPUESTO

Una representación gráfica del modelo que se propone se recoge en el cuadro 1.

A nivel global, el propósito estratégico de la combinación es un determinante significativo de la estrategia de integración y del nivel de asimilación deseado.

En gran medida, los mayores niveles de integración tienden a ser característicos de aquellas combinaciones, tales como fusiones/adquisiciones verticales u horizontales, donde se desean varias sinergias operativas. Así, por ejemplo, los asaltos horizontales no se dan con propósitos financieros únicamente; antes bien, generalmente implican un intento de asimilar a la otra empresa en las operaciones de la matriz.

Cuando se desean sinergias financieras, tales como reducción de riesgo a través de la diversificación (Steiner, 1975) o acceso a acuerdos financieros más favorables (Lubatkin, 1983), la situación es más probable que sea la adquisición de una empresa no relacionada, con un nivel de integración deseada de ambas entidades relativamente bajo (Shrivastava, 1986). En tales casos, las operaciones de la empresa adquirida pueden mantenerse relativamente autónomas, centrandose la integración únicamente en los sistemas financieros y contables (Wallum, 1980). Aunque el propósito estratégico de la combinación tiende a determinar el nivel de integración buscado, incluso las adquisiciones no relacionadas pueden concluir con

cambios significativos en la empresa blanco, si la compradora cree que la adquirida puede mejorar su nivel de eficacia y eficiencia (Perry, 1986).

Del mismo modo, el grado de hostilidad también incide en el nivel de integración. Pero aún más, las combinaciones de los dos factores —propósito estratégico y nivel de colaboración— genera un patrón de esfuerzos de integración probables.

Cuando se actúa con un enfoque de asaltante en una diversificación conglomerante, el resultado puede ser una toma financiera, en la que la meta de la adquisición es liquidar la empresa. Especialmente si la adquirida está subvalorada —el valor de sus activos es mayor que el valor de mercado—, los especuladores pueden comprar la empresa, despedir empleados, vender las plantas y equipos (Hirsch, 1987). Esta filosofía, seguida por inversores y asaltantes, plantea una realidad dura para los empleados y directivos de la organización adquirida, puesto que no hay deseo real de combinar o integrar a la empresa con la matriz.

Las tentativas financieras han devenido crecientemente controvertidas. Los especuladores las apoyan, como una forma de aumentar el valor para los accionistas. Los críticos describen el proceso como "una evolución darwiniana al revés" —antes que contribuir a la evolución del sistema empresarial—, estas tomas financieras reducen las operaciones organizativas a meros fragmentos de lo que una vez fueron (Behr y Vise, 1986).

El propósito estratégico y el grado de hostilidad, a través del nivel de integración, afectarán significativamente a la retención de miembros clave, la importancia dada a los recursos humanos de la empresa adquirida, y la preocupación por las personas. Por ejemplo, en las fusiones horizontales, que generalmente tratan de lograr economías de escala significativas y eficiencias operativas mediante la integración de departamentos y funciones similares (Hopkins, 1983; Imberman, 1985)), se darán niveles de rotación de la alta dirección más elevados que en las combinaciones de tipo conglomerado. Esta misma tendencia reductora parece mantenerse para directivos medios, supervisores y personal operativo en puestos que

se solapan.

La mayor retención de personal directivo clave en adquisiciones no-relacionadas, resulta de que la empresa compradora no puede permitirse el lujo de perder la experiencia de producto y mercado de la dirección actual (Pitts, 1976). Especialmente si la dirección de la empresa compradora no está familiarizada con el negocio de la organización adquirida, es probable que se tomen medidas para retener a este personal (Walsh, 1988).

Además, en estas situaciones, los miembros organizativos lógicamente esperan la pérdida de la identificación de su empresa, cambios en las relaciones y transferencia de empleados a nuevas localizaciones. Tales expectativas tienen un efecto determinante en como los empleados ven la combinación. Sin embargo, aunque esta dinámica tiende a influir en como los empleados responden inicialmente a las fusiones/adquisiciones, la forma en que se toman las decisiones de integración, se comunican a los empleados y se implantan tienen el impacto mayor en su respuesta a largo plazo.

Cuando una empresa adquiere a otra que actúa en áreas de negocio diferentes, la meta es una diversificación financiera antes que el logro de una fuerte integración operativa, por lo que los empleados de ésta tienden a sentirse razonablemente seguros de que su empresa permanecerá intacta.

Los rescates y colaboraciones son relativamente bien recibidos por la empresa adquirida si bien, incluso en situaciones relativamente amistosas, es probable que haya resistencia pasiva a los cambios organizativos, a las nuevas políticas y procedimientos.

En el otro extremo, las combinaciones contestadas y asaltos generalmente producen niveles elevados de antagonismo, interacciones adversas y oposición prolongada durante el período posterior.

Las ramificaciones de los cuatro enfoques anteriores en los recursos humanos parecen bastante obvias. Las dos últimas orientaciones generarán mayor tensión y tendrán repercusiones más severas, especialmente para la dirección y empleados de la empresa adquirida, que las dos primeras. Sin embargo, éste no es siempre el caso, pues los enfoques inicialmente favora-

bles precisan de intervenciones directivas bien enfocadas para influir positivamente en la forma en que las personas reaccionan a la combinación. Si no se llevan a cabo eficientemente, la tensión entre las empresas, cada vez mayor, puede llevar a interacciones bastante hostiles entre los diversos grupos de empleados.

4. CONCLUSIONES

Desde una perspectiva de dirección, hay una necesidad significativa de ir más allá de las consideraciones estratégicas y financieras 'per se' y de examinar la dinámica organizativa y los problemas de recursos humanos que emergen en los procesos de fusión/adquisición.

Aunque hay procesos, incertidumbres y tensiones básicas que caracterizan todas las fusiones/adquisiciones, el modelo sugiere que la naturaleza exacta del proceso y la magnitud de las ambigüedades y tensiones sentidas por los miembros organizativos pueden variar de acuerdo con el tipo de combinación en cuestión. Su comprensión se aliviará a través de intervenciones y sistemas de apoyo apropiados.

Como señala el modelo propuesto, la reflexión sobre las dimensiones subyacentes a la fusión/adquisición debe constituir el punto de partida. Sólo la caracterización adecuada del tipo concreto de integración, permitirá la toma de decisiones post-combinación efectivas.

BIBLIOGRAFÍA

BEHR, P.; VISE, D.A. (1986). Not with My Company You Don't: Managers Are Mobilizing to Stave Off Takeovers, *Washington Post National Weekly*, 4(3), p. 17.

BERG, N. (1984). *General Management: An Analytical Approach*. Irwin.

BETTIS, R.A.; HALL, W.K. (1982). Diversification Strategy, Accounting Determined Risk, and Accounting Determined Return, *Academy of Management Journal*, 25(1), pp. 254-264.

BUONO, A.F.; BOWDITCH, J.L. (1989). *The Human Side of Mergers and Acquisitions*. Jossey-Bass Publishers.

CONN, R.L. (1976). The Failing Firm/Industry Doctrines in Conglomerate Mergers, *Journal of Industrial Economics*, 24(3), pp. 181-187.

HALL, G.E. (1987). Reflections on Running a Diversified Company, *Harvard Business Review*, 65(1), pp. 84-92.

HIRSCH, P. (1987). *Pack Your Own Parachute: How to Survive Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Disasters*. Addison-Wesley.

HOPKINS, T.H. (1983). *Mergers, Acquisitions, and Divestitures: A Guide to Their Impact for Investors and Directors*. Dow Jones-Irwin.

IMBERMAN, A.J. (1985). The Human Element of Mergers, *Management Review*, junio, pp. 35-37.

KREKEL, N.R.A.; VAN DER WOERD, T.G.; WOUTERSE, J.J. (1969). *Mergers: A European Approach to Technique*. Business Books.

LUBATKIN, M. (1983). Mergers and the Performance of the Acquiring Firm, *Academy of Management Review*, 8(2), pp. 218-225.

MACE, M.L.; MONTGOMERY, G.G., JR. (1962). *Management Problems of Corporate Acquisitions*. Harvard University.

MANDELKER, G. (1974). Risk and Return: The Case of Merging Firms, *Journal of Financial Economics*, diciembre, pp. 303-335.

PERRY, L.T. (1986). Merging Successfully: Sending the Right Signals, *Sloan Management Review*, primavera, pp. 47-57.

PITTS, R.A. (1976). Diversification Strategies and Organizational Policies of Large Diversified Firms, *Journal of Economics and Business*, 28, pp. 181-188.

PRITCHETT, P. (1985). *After the Merger: Managing the Shockwaves*. Dow Jones-Irwin.

QUINN, J.B. (1980). *Strategies for Change: Logical Incrementalism*. Irwin.

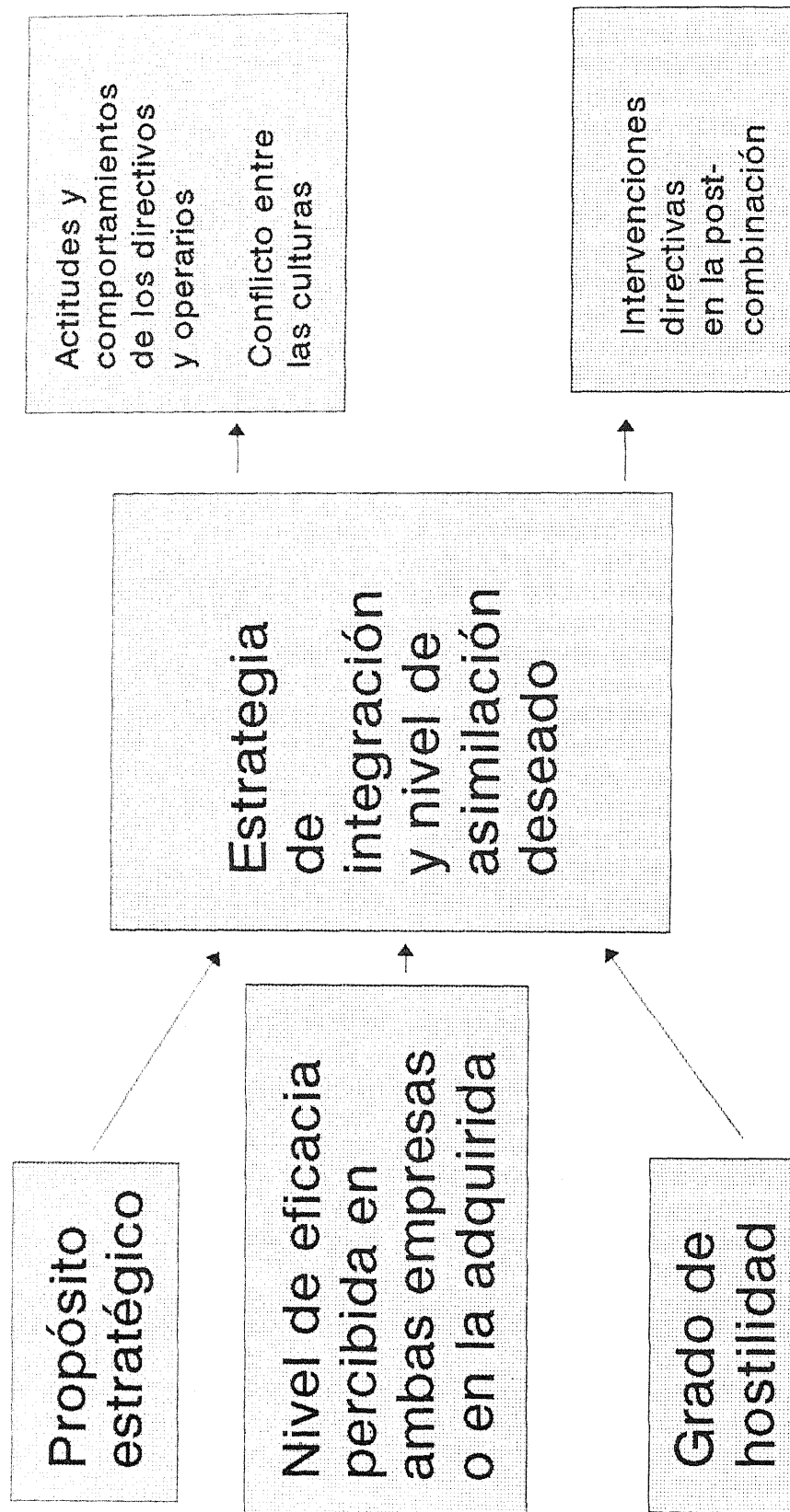
SHRIVASTAVA, P. (1986). Postmerger Integration, *Journal of Business Strategy*, 7, pp. 65-76.

SIEHL, C.; LEDFORD, G.; SIEHL, J. (1986). Strategies for Managing Post-Merger Integration. Paper presentado en el 46 encuentro anual de la Academy of Management, Chicago.

STEINER, P.O. (1975). *Mergers: Motives, Effects, Policies*. Ann Arbor: University of Michigan Press.

WALLUM, P. (1980). Personnel's Role in Company Mergers, *Personnel Management*, octubre, pp. 58-61.

WALSH, J.P. (1988). Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions" *Strategic Management Journal*, 9, pp. 173-183.



Cuadro 1