



¿Cómo pueden crear valor las empresas adquirida y adquirente en un proceso de integración aprendiendo del socio o con el socio?*

ÁREA: 1
TIPO: Aplicación

How target and acquirer firm can create value in the integration process in order to learn with and of the partner?

Como é que podem criar valor as empresas adquirida e adquirente num processo de integração, aprendendo do sócio ou com o sócio?

AUTORES

Consuelo Dolz¹
Universitat de València,
España
Consuelo.dolz@uv.es

María Iborra
Universitat de València,
España
miborra@uv.es

1. Autora de contacto:
Facultat d'Economia;
Universitat de València;
Departament de Direcció
d'Empreses. Juan José
Renau Piqueras; Avda
Tarongers s/n; 46022
Valencia; España.

Las adquisiciones de empresas pueden crear valor mediante el aprendizaje entre empresa adquirida y adquirente transfiriendo conocimiento de un socio a otro o creando nuevo conocimiento de su combinación. El éxito de estas adquisiciones reside en conseguir que durante la integración no se pierda el conocimiento que poseen los socios. El objetivo de este trabajo es demostrar que el conocimiento es una fuente de creación de valor en las adquisiciones y analizar cómo deben integrarse las adquisiciones para transferir y crear conocimiento. Específicamente, analizamos tres decisiones clave del proceso de integración, el nivel de autonomía, el nivel de socialización y el de formalización. Mediante el estudio de 45 adquisiciones, en la que han participado empresas españolas, demostramos que las operaciones con elevada transferencia de conocimiento crean valor y se integran mediante la socialización, la formalización y la centralización. La creación de conocimiento también se asocia con la creación de valor y, en este caso, los procesos de integración deben basarse en la socialización.

Acquisitions between firms can create value through learning between acquirer and target firm well transferring knowledge from one partner to the other well creating new knowledge. The success in these acquisitions relies on the integration process, achieving that the knowledge of both partners is retained in the combined firm and that new knowledge is created or transferred. The aim of this work is to demonstrate that knowledge is a source of value creation in acquisitions and to analyze how firms are integrated in order to achieve knowledge transfer or knowledge creation. Specifically, we analyze three key management choices of the integration process, the autonomy level, the level of socialization and the level of formalization. Through a study of 45 Spanish acquisitions we demonstrate that the transference and the generation of knowledge are source of value creation. We demonstrate that knowledge transfer between the partners demands an integrations process with low autonomy, high socialization and high formalization. We also demonstrate that integration process when the aim is to generate new knowledge and innovation relies on high socialization.

As aquisições de empresas podem criar valor mediante a aprendizagem entre empresa adquirida e adquirente, transferindo conhecimento de um sócio a outro ou criando novo conhecimento a partir da sua combinação. O sucesso destas aquisições reside em conseguir que durante a integração não se perca o conhecimento que possuem os sócios. O objetivo deste trabalho é demonstrar que o conhecimento é uma fonte de criação de valor nas aquisições e analisar como é que se devem integrar as aquisições para transferir e criar conhecimento. Especificamente, analisamos três decisões chave do processo de integração, o nível de autonomia, o nível de socialização e o de formalização. Mediante o estudo de 45 aquisições, na qual participaram empresas espanholas, demonstramos que as operações com elevada transferência de conhecimento geram valor e se integram, mediante a socialização, a formalização e a centralização. A criação de conhecimento também se associa com a criação de valor e, neste caso, os processos de integração devem basear-se na socialização.

* Este trabajo se ha realizado con el apoyo financiero del Ministerio de Economía y Competitividad a través del proyecto de investigación ECO2012- 32718.

DOI
10.3232/GCG.2014.V8.N3.06

RECIBIDO
03.06.2014

ACEPTADO
14.10.2014

1. Introducción

El número de adquisiciones realizadas en el mundo sigue siendo elevado, alcanzando en 2012 un valor de más de 3 billones de dólares estadounidenses (Zephyr, 2013). Entre ellas, se han incrementado las realizadas con el objetivo de aprender del socio; bien de sus conocimientos sobre mercados, productos, canales de distribución o bien del know-how tecnológico de la empresa adquirida o adquirente (Bower, 2001; Villalonga y McGahan, 2005; Makri, Hitt y Lane, 2010; Stiebale, 2013; Park y Choi, 2014). Así, entre los motivos de las adquisiciones emerge con frecuencia el de crear valor a través de la transferencia de conocimiento entre adquirida y adquirente o a través de la creación de nuevo conocimiento. Aunque el objetivo de aprender del socio está presente en multitud de adquisiciones, en algunas es el motivo central, como es el caso de la mayoría de las adquisiciones tecnológicas (Ahuja y Katila, 2001; Ranft y Lord, 2002; Paruchuri, Nerkar y Hambrick, 2006; Makri et al., 2010), las desarrolladas en empresas de consultoría, auditoría o actividades profesionales (Empson, 2002), o en algunas adquisiciones internacionales (Park y Ghauri, 2011; Stiebale, 2013; Park y Choi, 2014).

A pesar de la relevancia de esta vía de creación de valor, la evidencia empírica, tanto de corte académico como profesional, muestra que es difícil que estas adquisiciones tengan éxito, sobre todo, si el conocimiento que se quiere aprender está vinculado o depende de las personas de la empresa adquirida (Empson, 2002; Paruchuri, et al. 2006). En estos casos, el aprendizaje se alcanza en la etapa de integración y para que se complete con éxito hay que retener a las personas que poseen el conocimiento (Coff, 1997; Ranft y Lord, 2002) y hay que mantener su motivación para crear, desarrollar y transferir dicho conocimiento. Ambos retos, la retención del personal clave y su motivación durante la integración de las empresas, son difíciles (Cartwright y Schoenberg, 2006). En este sentido, el trabajo de Empson (2002) sobre empresas de servicios profesionales, evidencia los miedos a compartir conocimiento -miedo a ser explotado y miedo a ser contaminado- por parte de los consultores de la empresa adquirida. Paruchuri et al. (2006) demuestran que tras la adquisición, los inventores que trabajaban en la empresa adquirida paralizaban la generación de patentes y, además, se aumenta el riesgo de perder al personal clave que forma parte de los equipos de inventores. En esta línea, Werbach (2011), declaraba respecto a la adquisición de Skype por parte de Microsoft en 2011: *“Lo que motiva a los ingenieros de Skype, en mi opinión, es la magnitud que ofrece esta oportunidad -el desafío técnico y la capacidad de cambiar el mundo mediante la conexión de miles de millones de personas. Eso es lo que quieren. En la medida en que Microsoft facilite esto, creo que estos profesionales seguirán siendo entusiastas. De lo contrario, Microsoft perderá a esas personas”*.

Entre las razones que explican por qué en algunas adquisiciones se retiene al personal clave y en otras el nivel de rotación es muy elevado o por qué se consigue motivar a los empleados a aprender, la literatura ha aducido la importancia de definir correctamente el estilo y el nivel de integración tras la adquisición (Dolz e Iborra, 2005; Iborra y Dolz, 2006; Puraman, Singh y Zollo, 2006; Park y Choi, 2014). Así, los directivos deben determinar cuánto y cómo integrar a las personas de ambas empresas para aprender del socio y con el socio pero, al hacerlo, deben evitar destruir el conocimiento en ambas empresas. Estas propuestas sobre cuánto y cómo integrar la empresa adquirida y adquirente se concretan en que los directivos deben decidir cuánta autonomía permiten a la empresa adquirida, qué importancia y esfuerzos destinan a las actividades de socialización y cuánto se formaliza el comportamiento de la adquirida. Es decir, qué mecanismos de coordinación y control se introducen para facilitar el aprendizaje (Park

PALABRAS CLAVE

Adquisiciones, conocimiento, socialización, formalización, centralización, autonomía

KEY WORDS

Acquisition, knowledge, socialization, formalization, centralization, autonomy

PALAVRAS-CHAVE

Aquisições, conhecimento, socialização, formalização, centralização, autonomia

CÓDIGO JEL:

M19

y Choi, 2014). Aprender cómo y cuánto integrar en las adquisiciones no es fácil pues el aprendizaje depende del tipo de adquisición (Nadolska y Barkema, 2013). Aunque la literatura ha analizado el papel de alguno de estos mecanismos aisladamente, como es el caso de la autonomía (Zollo y Singh, 2004), son escasos los estudios que han analizado conjuntamente varios mecanismos; éstos se han enfocado exclusivamente en las adquisiciones tecnológicas, y lo han hecho con frecuencia mediante el estudio de casos (Ranft y Lord, 2002; Bresman et al., 1999). Por todo ello, el objetivo de este trabajo es analizar las decisiones de integración en las adquisiciones; concretamente, el papel del nivel de autonomía o de centralización, de socialización y de formalización en la potenciación del aprendizaje entre las empresas adquirida y adquirente, bien transfiriéndose conocimiento o fomentando la creación de conocimiento nuevo combinando el que poseen ambas empresas.

Con el fin de alcanzar este objetivo, en la siguiente sección analizamos el conocimiento como fuente de creación de valor en las adquisiciones para, posteriormente, establecer la relación entre las decisiones de integración –autonomía-centralización, formalización y socialización- y el nivel de aprendizaje por transferencia y creación de conocimiento. Exploramos nuestra propuesta a través del estudio de 45 adquisiciones realizadas en España.

.....

2. Desarrollo Teórico

2.1. Aprender en las adquisiciones y crear valor

En las adquisiciones se puede aprender ya sea mediante la transferencia del saber de una empresa a otra o bien mediante la creación de nuevo conocimiento fruto de la combinación del de ambas empresas.

En primer lugar, respecto a la transferencia del saber de una empresa a otra, en la última década, hemos asistido a un incremento de las adquisiciones en las que el conocimiento, principalmente tecnológico, pero también en otras áreas funcionales, es considerado una fuente de creación de valor (Öberg y Tarba, 2013). Con frecuencia, la empresa tomadora aplica sus conocimientos en la adquirida; de esta forma mejora la eficiencia en el uso de su conocimiento y refina su aplicación al extender su utilización (March, 1991). En el mundo académico, el trabajo pionero de Ranft y Lord (2002) demostró que las adquisiciones podían crear valor a través de la transferencia de conocimiento tecnológico entre adquirida y adquirente. Además, mediante las adquisiciones, las empresas también pueden reasignar los recursos relacionados con el conocimiento a usos más productivos (Capron, Dussauge y Mitchell, 1998). Park y Ghauri (2011) sugieren que la mayor fortaleza de las adquisiciones internacionales reside en que ambas empresas pueden aprender de las habilidades complementarias y del know-how del socio. En algunos casos se produce una transferencia a la inversa¹ (Mudambi, Piscitello y Rabbiosi, 2014). Un ejemplo lo encontramos en la adquisición de Jaguar Land Rover por parte de Tata Motors; esta adquisición realizada en 2008 dotó a Tata de unos centros de desarrollo tecnológico y diseño punteros en el mundo que la compañía India habría tardado décadas en poder construir por sí misma. Con esta operación Tata adquirió el control

1. El término anglosajón, *reverse acquisition*, recoge aquellas adquisiciones en las que el proceso de creación de valor está dominado por la empresa adquirida y no por la empresa adquirente. En nuestro caso, recogería aquellas adquisiciones en las que la empresa adquirente espera aprender de la adquirida.

sobre más de 3.500 ingenieros en el Reino Unido y todos sus conocimientos en gestión y en procesos de alta tecnología, incluidos los desarrollos de automóviles híbridos.

En segundo lugar, la creación de conocimiento a través de la combinación de lo que saben hacer ambas empresas, incluiría las adquisiciones con la motivación de explorar nuevas tecnologías, de buscar nuevos segmentos de mercado, conseguir nuevos clientes, nuevas relaciones y nuevas formas de satisfacerlos o con el afán de buscar ideas novedosas que rompan con las comúnmente aceptadas, así como de crear productos o servicios innovadores para las empresas implicadas (March, 1991; Öberg y Tarba, 2013). En este sentido, las adquisiciones pueden favorecer la exploración de carácter tecnológico siendo una fuente de innovación tecnológica (Paruchuri et al., 2006; Puranam, et al., 2006; Stiebale, 2013) y también pueden facilitar y fomentar la existencia de puntos de vista alternativos en la resolución de problemas y promover la visión crítica de los directivos en la búsqueda de mejoras (Birkinshaw y Gibson, 2004). Vermeulen (2005) enfatiza que las adquisiciones, con frecuencia, estimulan el desarrollo de diferentes perspectivas y distintas formas de hacer las cosas, generando frescura y vitalidad en la nueva entidad y propone que pueden crear valor al favorecer una orientación hacia la revitalización y exploración de conocimiento en la nueva compañía. Graebner, Eisenhardt y Roundy (2010) postulan que uno de los motivos en las adquisiciones es la renovación estratégica a través del cambio que genera en los mapas mentales y que facilita el cambio y la adaptación.

En conclusión, la transferencia y utilización del conocimiento de las empresas implicadas en la adquisición así como la creación de nuevo conocimiento para las mismas pueden contribuir a la creación de valor para la empresa resultante.

Por todo ello proponemos que,

Hipótesis 1a. Las adquisiciones con alta transferencia de conocimiento crearán más valor que las adquisiciones con baja transferencia de conocimiento.

Hipótesis 1b. Las adquisiciones en las que la creación de conocimiento es elevada crearán más valor que las adquisiciones con baja creación de conocimiento.

2.2. Decisiones de integración en las adquisiciones para crear valor a través de la transferencia o creación de conocimiento

Una vez se ha producido la adquisición ¿Cómo consiguen las empresas una elevada transferencia o creación de conocimiento? Tras la adquisición los directivos deben decidir qué mecanismos de coordinación implementan para, por un lado, crear el valor esperado de la operación y, por otro, asegurarse de no destruir el valor que han comprado (Zaheer, Castañer y Souder, 2013). Este equilibrio es especialmente complejo cuando el valor de lo que se compra reside, principalmente, en el conocimiento (Graebner et al., 2010). En este estudio destacamos los principales mecanismos que han sido analizados para esta situación (Ranft y Lord, 2002; Paruchuri et al., 2006; Park y Choi, 2014). A este respecto, las decisiones clave de los directivos en la integración consistirían en determinar: qué nivel de autonomía o de centralización se mantiene en la empresa adquirida; qué nivel de socialización se adopta a través de la comunicación directa entre el personal de ambas empresas y con qué riqueza de medios de comunicación se lleva a cabo; y qué nivel de estandarización de los procesos y procedimientos se implementa en la empresa adquirida. Proponemos que estas tres decisiones sobre autonomía, socialización y formalización pueden asociarse con los niveles de aprendizaje que se alcanzan entre las empresas mediante la transferencia o a través de la creación de conocimiento.

Para que sea posible una elevada transferencia de conocimiento entre las empresas adquirida y la adquirente es necesario cierto nivel de integración entre ellas (Ranft y Lord, 2002; Zollo y Singh, 2004). Es decir, para que una empresa utilice el conocimiento de su socio requiere que se diluyan las fronteras entre ambas empresas y que sus miembros interactúen. Por tanto, es de esperar que la utilización de conocimiento haya de ir acompañada de un elevado nivel de integración y, por tanto, pérdida de autonomía. Este objetivo de transferencia de conocimiento requiere que los individuos que lo poseen lo compartan, lo que implica cierto grado de centralización de la toma de decisiones que posibilite conducir el proceso hacia unos objetivos comunes orientados a dicha colaboración. Park y Choi (2014) en una muestra de 119 adquisiciones de empresas en Korea obtienen evidencia de que en las adquisiciones internacionales la participación de la empresa adquirente en las decisiones de la adquirida –y por tanto, la pérdida de autonomía–, guarda una relación positiva con la transferencia de conocimiento de la adquirente hacia la adquirida.

La formalización, como mecanismo de coordinación, ha recibido poca atención en los estudios sobre fusiones y adquisiciones y no han sido analizadas sus implicaciones sobre la transferencia de conocimiento. La formalización permite homogeneizar y estandarizar los procedimientos de trabajo de las empresas adquirente y adquirida. Dicha homogenización y el establecimiento de normas y protocolos promueve el acercamiento entre los miembros de ambas empresas al estar todos sometidos a los mismos estándares, lo que debería contribuir a promover una mayor transferencia de conocimiento. Al establecer y especificar las pautas de comportamiento, los empleados de ambas organizaciones saben de antemano lo que se espera de ellos y esto implica reducir la incertidumbre y fomentar la estabilidad, características fundamentales para facilitar la transferencia de conocimiento (Ranft y Lord, 2002).

Respecto a la socialización, los trabajos sobre adquisiciones tecnológicas relacionan la frecuencia, la riqueza y el carácter personal de la comunicación con la creación de un contexto social y con la posibilidad de compartir y transferir conocimiento en las adquisiciones (Håkanson, 1995; Bresman, Birkinshaw y Nobel, 1999; Birkinshaw, Nobel y Ridderstrale, 2000). Ranft y Lord (2002) encuentran en su estudio que las distintas formas de comunicación personal analizadas –comunicaciones directas, visitas, reuniones– fueron esenciales para facilitar que el conocimiento fluyera entre las empresas adquirida y adquirente. La elevada y rica comunicación permitió, al final, la transferencia e integración de las tecnologías y capacidades de las empresas adquirida y adquirente. Así pues, de los resultados de los estudios se desprende que la creación de un nuevo contexto social, necesario para transferir conocimiento, se encuentra asociada con la riqueza y la frecuencia de comunicación formal e informal entre las empresas implicadas. También Park y Choi (2014) encuentran evidencia de que las visitas, encuentros y los diversos mecanismos de interacción personal favorecen la transferencia de conocimiento. Graebner et al. (2010) también enfatizan la existencia de soporte empírico a través de casos de estudio al papel de la comunicación rica y frecuente en el performance de las adquisiciones tecnológicas.

En síntesis, tal y como se recoge en el **cuadro 1**, esperamos que las empresas que alcanzan elevados niveles de utilización y transferencia de conocimiento se caractericen por una integración basada en la socialización y la formalización pero concediendo poca autonomía a la empresa adquirida. La baja autonomía y la elevada formalización son características de otros tipos de adquisiciones (por ejemplo de las adquisiciones de sobrecapacidad en términos de Bower, 2001) por lo que no cabe esperar grandes diferencias entre las adquisiciones que explotan o transfieren conocimiento y las que no. Sin embargo, el nivel de socialización, necesario para obtener elevados grados de transferencia de conocimiento, esperamos que sea mayor que en el resto de adquisiciones.

Cuadro 1. Decisiones de integración para la transferencia de conocimiento

	Transferencia de Conocimiento		Diferencias esperadas
	Alta	Baja	
Autonomía	Baja	Baja	No
Socialización	Elevada	Normal	Sí
Formalización	Elevada	Elevada	No

Por tanto, proponemos que,

Hipótesis 2a. El nivel de autonomía en las adquisiciones con alta transferencia de conocimiento no presenta diferencias respecto al de las de baja transferencia de conocimiento.

Hipótesis 3a. El nivel de socialización en las adquisiciones con alta transferencia de conocimiento es mayor que en las de baja transferencia de conocimiento.

Hipótesis 4a. El nivel de formalización en las adquisiciones con alta transferencia de conocimiento no presenta diferencias respecto al de las de baja transferencia de conocimiento.

Respecto a cómo se deben integrar las empresas adquirida y adquirente para conseguir generar conocimiento nuevo, muy pocos son los estudios que se han centrado en esta cuestión.

Los trabajos clásicos sobre diseño organizativo plantean que la descentralización es más apropiada cuando se pretende estimular la creatividad de determinados miembros de la organización, lo que en nuestro estudio vendría determinado por la generación y creación de nuevo conocimiento. En el caso de las adquisiciones, la centralización implica una serie de cambios que pueden alterar las rutinas organizativas en la empresa adquirida y, de esta manera, minar su capacidad de innovación (Ranft y Lord, 2002; Benner y Thusman, 2003). Así, diversos autores argumentan que la centralización causa importantes alteraciones en el seno de la empresa adquirida que, en general, afectan negativamente a los resultados de innovación y creación de conocimiento (Haspeslagh y Jemison, 1991; Paruchuri et al. 2006; Puranam et al. 2006).

Respecto a la formalización, la imposición de nuevos procedimientos puede alterar el contexto que se necesita para la creación de conocimiento. Tal y como plantean Paruchuri et al. (2006) en su estudio sobre las implicaciones de la integración sobre los inventores de las empresas adquiridas, el cambio que implican las nuevas normas y procedimientos trastorna a los inventores al eliminar sus sistemas familiares de apoyo y reemplazarlos por sistemas nuevos y ajenos. El resultado de dicho trastorno es una pérdida de productividad de los científicos de las empresas adquiridas. Además, la rigidez que impone la formalización obstaculiza la generación de nuevas ideas, colapsando la innovación.

Por último, la creación de un nuevo contexto social es determinante para la generación de nuevo conocimiento. La comunicación facilita y promueve la innovación en el conocimiento al generar confianza entre las partes y un ambiente de trabajo compartido. Las visitas, reuniones y contactos frecuentes entre los miembros de las empresas adquirida y adquirente ayudan a mitigar las emociones negativas que puede provocar la adquisición en los empleados de la adquirida y que pueden afectar a su productividad y creatividad (Graebner, 2004). La comunicación es esencial para facilitar el flujo de conocimiento y la integración de las tecnologías y capacidades de ambas empresas, particularmente, en los casos en los que se ha mantenido un funcionamiento autónomo de la empresa adquirida tras

la adquisición (Ranft y Lord, 2002). Mediante los distintos mecanismos de socialización los directivos de la compradora pueden facilitar la coordinación entre las empresas adquirida y adquirente y abonar el cruce de conocimiento entre ambas, al tiempo que le conceden autonomía a la empresa adquirida, todo ello necesario para fomentar la creación y la innovación. Como señala Graebner et al. (2010) la empresa adquirente debe equilibrar la oferta de autonomía que motive y retenga a los empleados y la creación de confianza y mutuo aprendizaje que permita obtener las sinergias. En el ámbito internacional –tanto para las subsidiarias creadas por adquisición como propias- Mudambi et al. (2014) destacan que la coordinación personal tiene un fuerte efecto sobre la creación de conocimiento en las relaciones entre subsidiaria y matriz.

En síntesis, tal y como se recoge en el **cuadro 2**, las adquisiciones en las que se alcanzan altos niveles de creación de conocimiento estarían caracterizadas por una integración basada en elevados niveles de autonomía y socialización y un escaso uso de formalización, en comparación con aquellas adquisiciones en las que la creación de conocimiento es escasa.

Cuadro 2. Decisiones de integración para la creación de conocimiento

	Creación de Conocimiento		Diferencias esperadas
	Alta	Baja	
Autonomía	Elevada	Baja	Sí
Socialización	Elevada	Normal	Sí
Formalización	Baja	Elevada	Sí

Proponemos que,

Hipótesis 2b. El nivel de autonomía en las adquisiciones con alta creación de conocimiento es mayor que en las de baja creación de conocimiento.

Hipótesis 3b. El nivel de socialización en las adquisiciones con alta creación de conocimiento es mayor que en las de baja creación de conocimiento.

Hipótesis 4b. El nivel de formalización en las adquisiciones con alta creación de conocimiento es mayor que en las de baja creación de conocimiento.

3. Metodología

La literatura sobre fusiones y adquisiciones (F&A) establece que éstas se llevan a cabo históricamente en forma de olas. Estos ciclos responden a diferentes objetivos estratégicos y presentan características diversas. Mascareñas y González (2013) describen que la ola más reciente, iniciada en el actual siglo, finalizaría en el 2007 con la crisis financiera mundial. Este cambio de ciclo coincidiría con los informes de F&A elaborados por One to One Capital Partners (2008, 2009, 2010) que analizan las operaciones de empresas españolas y describen un cambio de tendencia en el segundo semestre de 2007. Como

consecuencia, son diversos los trabajos sobre F&A en España² que optan por utilizar periodos de estudio que finalizan en 2006 o 2007, año en que se inicia un cambio de ciclo en las F&A que todavía no se ha cerrado.

Por ello las adquisiciones analizadas en este estudio forman parte de una población que comprende las operaciones realizadas entre 2000 y 2006 en las que participó una empresa española. Dicha población fue obtenida de la base de datos *Thomson One Banker Web*. De la base inicial se eliminaron los inversores financieros anónimos y las empresas con identificación incompleta, obteniendo al final 716 casos de adquisición.

Se envió por correo postal un único cuestionario por empresa -por lo que aquellas que habían realizado más de una adquisición sólo fueron encuestadas una vez-, dirigido a los altos directivos. Los cuestionarios fueron enviados tanto a directivos de la empresa adquirente como de la adquirida para evitar el sesgo en las respuestas. Finalmente, se recibieron 45 cuestionarios correctamente cumplimentados entre enero y junio de 2007 lo que da un error muestral del 14,5% para un nivel de confianza del 95%.

Las empresas adquirentes de la muestra tenían experiencia previa en adquisiciones en un 80% de los casos y, más de la mitad de las mismas, habían tenido experiencia internacional. Se trataba de empresas de negocio único -no diversificadas- en un 51,2% de los casos. La distribución sectorial de la muestra es similar a la de otros estudios de adquisiciones españolas con un predominio de la industria de servicios que supera el 50% de las adquiridas y de las adquirentes (Mascareñas e Izquierdo, 2000). Respecto al tamaño, el 27,5% de las empresas adquirentes y el 62,5% de las adquiridas eran pequeñas y medianas empresas.

Las variables que se han utilizado en el trabajo y sus fuentes aparecen relacionadas a continuación. Un resumen de su medición y de la fiabilidad de las escalas se recoge en el [cuadro 3](#).

- **Creación de valor.** La medición del resultado de las adquisiciones es heterogénea y compleja; sin embargo, la literatura ha demostrado que las medidas subjetivas y las medidas contables financieras del resultado post-adquisición están relacionadas (Zollo y Meier, 2008; Papadakis y Thanos, 2010). Las medidas subjetivas, como la de nuestra investigación, han sido utilizadas sobre todo por la investigación estratégica (Homburg y Bucerius, 2006; Papadakis y Thanos, 2010). En nuestro caso, siguiendo la perspectiva estratégica, la creación de valor se ha medido basándose en la escala de percepción subjetiva del performance de la adquisición introducida por Calori, Lubatkin y Very (1994).
- **La creación de conocimiento y la transferencia de conocimiento:** suponen respectivamente una orientación hacia la innovación, lo inexplorado, lo desconocido o una orientación a la mejora, la eficiencia, lo incremental (March, 1991). Se asocian con orientaciones exploradoras y explotadoras del conocimiento. Nuestra escala se basa en la propuesta de Lubatkin, Simsek, Ling y Veiga (2006) que mide ambas orientaciones y que ha sido utilizada en múltiples trabajos posteriores (Cantarello, Martini, y Nosella, 2012, Voss y Voss, 2012; Dasí, Iborra y Safón, 2014).

2. Los informes anuales de One to One ofrecen una de las visiones más completas de la realidad de F&A en España pues incluyen todas las adquisiciones españolas a excepción de las realizadas por microempresas. En el 2008 describen una caída del 30% en el número de operaciones respecto al 2007; esta caída se inicia en el segundo semestre del 2007, pues mientras la diferencia entre el primer semestre del 2007 y del 2008 es del -44%, el segundo semestre del 2008 se mantiene en línea con la caída que ya se había experimentado en el segundo semestre de 2007.

- **La autonomía:** su medida en las adquisiciones encuentra su origen en el trabajo de Calori et al. (1994) que identifican decisiones de negocio y funcionales que pueden tener mayor o menor autonomía. Nuestra propuesta se encuentra en línea con el reciente trabajo de Zaheer et al. (2013) que diferencia entre la autonomía de la adquisición (medida en función de si la adquirida tiene el derecho de la toma de decisiones en cuatro áreas funcionales) y la integración de la adquisición. Slangen y Hennart (2008) utilizan una medida similar para las adquisiciones de subsidiarias en el ámbito internacional, que se encuentra en línea con la propuesta de Mudambi et al (2014) para analizar la transferencia de conocimiento de subsidiaria a matriz en el ámbito internacional.
- **La socialización:** refleja el uso de la comunicación y la implicación personal de los directivos en el proceso de integración (Calori, Lubatkin y Very, 1996; Bartlett y Ghoshal 1988). En el ámbito de la creación de valor a través del conocimiento Bresman et al. (1999) valoran la variedad y riqueza de mecanismos de comunicación y de encuentro. En la misma línea, Park y Choi (2014) en el análisis de los mecanismos que utilizan las multinacionales para adquirir conocimiento de las subsidiarias adquiridas incorporan la interacción entre los directivos medida a través de la frecuencia y eficiencia de los canales de comunicación utilizados y de las visitas. También Mudambi et al (2014) utilizan una medida similar a la que denominan coordinación personal.
- **La formalización:** se ha medido siguiendo la propuesta de Papadakis (2005) y Calori et al (1996). Calori et al. (1996) proponen un conjunto de tres ítems que se corresponden a la "integración de los procedimientos" definida por Shrivastava (1986) y a lo que Prahalad y Doz (1987) denominan "gestión de datos". Por otra parte la propuesta de Papadakis (2005), incorpora el grado de formalización en la toma de decisiones, en concreto en el caso de la resolución de conflictos.

Cuadro 3. Variables del estudio

	Número de ítems y descripción (escala 1 a 5)	α de Cronbach
Creación de valor	Tres ítems que miden el crecimiento en ventas, beneficios y cuota de mercado de la empresa combinada tras dos años de la adquisición	0.776
Creación de conocimiento	Seis ítems sobre la orientación de la combinada hacia búsqueda de nuevas tecnologías, clientes, mercados, productos o ideas	0.871
Transferencia de conocimiento	Seis ítems sobre la orientación de la empresa combinada hacia el uso de conocimiento funcional, tecnológico, mejorando la eficiencia	0.750
Autonomía	Once ítems sobre la autonomía de la adquirida en decisiones de negocio y funcionales	0.811
Socialización	Cinco ítems que recogen la cuantía, variedad y riqueza de comunicación e implicación personal de los directivos	0.916
Formalización	Seis ítems sobre uso de los sistemas de planificación y control y la estandarización de la toma de decisiones	0.934

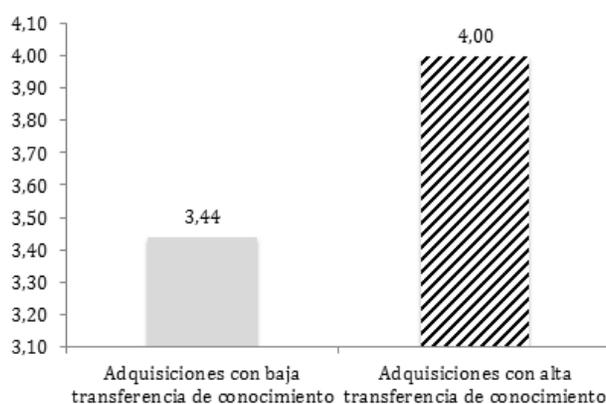
4. Resultados

El análisis se ha realizado para el aprendizaje mediante la transferencia de conocimiento y para el aprendizaje mediante la creación de conocimiento.

Con el fin de contrastar las hipótesis 1a, 2a, 3a y 4a se dividió la muestra en dos grupos (adquisiciones con elevada o baja transferencia de conocimiento). Mediante el análisis ANOVA se han analizado las diferencias que presentan cada uno de estos grupos así como su significatividad.

Como se refleja en el [gráfico 1](#), la creación de valor es superior en las adquisiciones en las que se transfiere conocimiento (Media=4,00) que en aquellas en las que este motivo no estaba presente (Media=3,44). Las diferencias entre las compañías con alta transferencia respecto a las que presentan un bajo nivel de transferencia de conocimiento son estadísticamente significativas ($F=4,940$; $p=.032$) lo que avala la hipótesis 1a.

Gráfico 1. Creación de valor en las adquisiciones

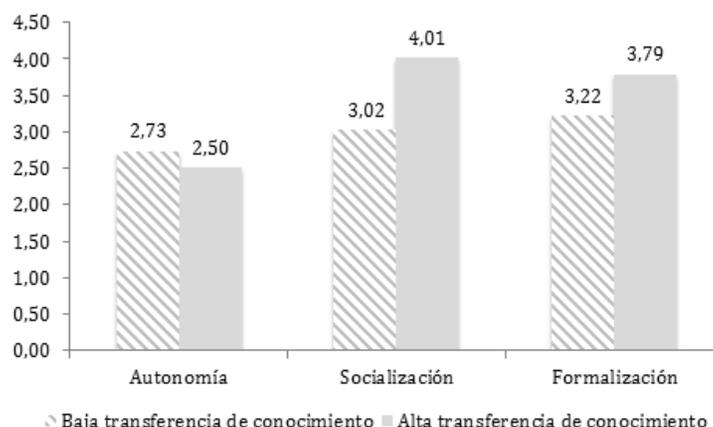


Estos resultados apoyan la propuesta de que una fuente importante de creación de valor en las adquisiciones se encuentra en el conocimiento en consonancia con los trabajos de Ranft y Lord (2002) en su estudio de casos de adquisiciones tecnológicas y de Zollo y Singh (2004) en las adquisiciones del sector bancario. También es coherente con los resultados de creación de valor en las adquisiciones internacionales de carácter tecnológico (Stiebale 2013; Park y Choi 2014)

Por lo que se refiere a las decisiones de integración más idóneas para conseguir aprender a través de la transferencia de conocimiento en las adquisiciones, tal y como se muestra en el [gráfico 2](#), las empresas que adquieren con el objetivo de aprender al transferir sus conocimientos presentan, como esperábamos, bajos niveles de autonomía, similares al resto de empresas, no existiendo diferencias significativas entre los dos grupos ($F=0,610$; $p=.439$). En cambio, los niveles de socialización son más elevados en las empresas con una clara orientación hacia la transferencia, existiendo diferencias significativas respecto al grupo que no busca la utilización del conocimiento ($F=13,636$; $p=.001$). Por último, las empresas con una orientación alta hacia la transferencia de conocimiento presentan, como esperábamos, un elevado nivel de formalización, no siendo significativamente diferente respecto al

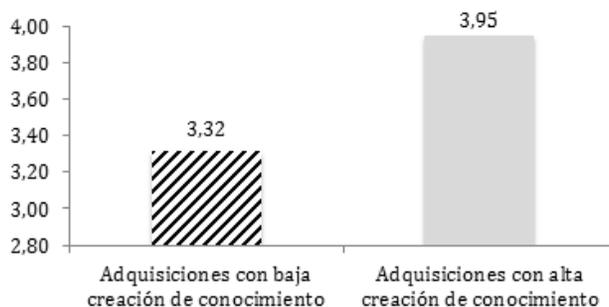
grupo de empresas en las que la utilización y transferencia de conocimiento no es relevante ($F=2,7006$; $p=.107$). Por tanto, se confirman las hipótesis 2a, 3a y 4a.

Gráfico 2. Decisiones de integración para la transferencia de conocimiento



En síntesis, cuando las empresas desean crear valor mediante la transferencia de conocimiento entre la adquirente y la adquirida la integración se caracteriza por un mayor énfasis en la riqueza, variedad y amplitud de la comunicación entre ambas empresas (Park y Choi, 2014). Nuestros resultados muestran que el *quid* de la cuestión reside en una elevada socialización.

Gráfico 3. Creación de valor en las adquisiciones

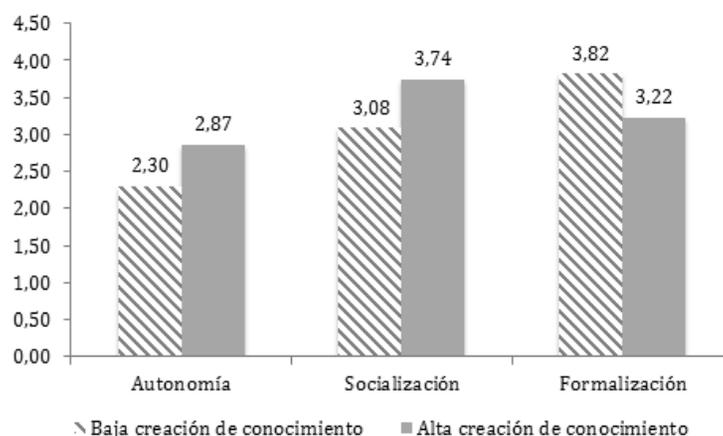


También presentan mejores resultados las adquisiciones en las que el aprendizaje a través de la creación de conocimiento en la nueva empresa era elevado ($x=3,95$ frente a $x=3,32$) tal y como se observa en el gráfico 3. Las diferencias entre las compañías con elevada creación respecto a las que presentan un bajo nivel de creación de conocimiento son estadísticamente significativas ($F=7,774$; $p=.008$) y por tanto, podemos afirmar que se confirma la hipótesis 1b.

Las decisiones de integración que promueven la innovación y creación de conocimiento en las

adquisiciones se reflejan en el **gráfico 4**. En este caso, se puede observar que las empresas con una elevada orientación hacia la innovación, presentan niveles más altos de autonomía y de socialización, siendo significativa la diferencia respecto del grupo de empresas con un bajo énfasis en la búsqueda de creación de conocimiento ($F=4,209$; $p=.046$ para la autonomía; $F=5,030$; $p=.030$ para la socialización). El trabajo de Mudambi et al (2014) para adquisiciones internacionales ya apuntaba que la coordinación personal –en su estudio considerada como una variable de control- impactaba en la capacidad de crear nuevo conocimiento en las adquisiciones internacionales. Además, requieren niveles de formalización bajos compatibles con la generación de nuevas ideas, existiendo también diferencias significativas respecto a las empresas del grupo con baja orientación hacia la creación de conocimiento ($F=2,872$; $p=.097$). Se confirman, por tanto, las hipótesis 2b, 3b y 4b.

Gráfico 4. Decisiones de integración para la creación de conocimiento



5. Conclusiones

En este estudio se demuestra que las adquisiciones constituyen una vía alternativa para que las empresas implicadas puedan aprender bien al compartir el conocimiento que poseen bien al generar nuevo conocimiento a partir del conocimiento previo. En este sentido, la transferencia y la creación de conocimiento son dos fuentes de creación de valor en las adquisiciones. Por una parte, la transferencia implica conseguir una forma mejor de hacer las cosas en las empresas implicadas en la adquisición ya sea por lo que respecta a la calidad, a los clientes o a los productos y servicios. Por otra parte, la creación de conocimiento comprende la novedad de las habilidades tecnológicas, la búsqueda de ideas rompedoras, la búsqueda de nuevos productos pero también de nuevos servicios o mercados. En este sentido, se ha considerado que las adquisiciones contribuyen a la innovación en el conocimiento porque proporcionan acceso a nueva información, amplían las bases de conocimiento de las empresas implicadas o las mejoran y porque fomentan puntos de vista alternativos en la empresa resultante.

Como se desprende de los resultados, la creación de valor está relacionada positivamente tanto con el nivel de transferencia de conocimiento que se lleve a cabo en la adquisición, como con el nivel de creación de conocimiento. Las empresas que han realizado adquisiciones por estos motivos relacionados con el conocimiento presentan mejores resultados tras la adquisición. Estos resultados están en consonancia con los trabajos que apuntan al papel de las adquisiciones en el aprendizaje (Makri, et al., 2010; Stiebale, 2013; Mudambi et al. 2014; Park y Choi, 2014).

Ahora bien, el valor potencial de las adquisiciones se crea o se destruye durante el proceso de integración. Por ello, en este trabajo nos hemos centrado en las principales decisiones directivas relacionadas con la integración de las empresas tras la adquisición, esto es, las decisiones relativas al nivel de autonomía, socialización y formalización.

Los resultados obtenidos muestran que la transferencia de conocimiento requiere que se diluyan las fronteras entre la empresa adquirida y adquirente y que los miembros de ambas organizaciones interactúen y se relacionen, lo que implica un elevado nivel de integración en las adquisiciones. Ello supone, por una parte, una pérdida de autonomía de la empresa adquirida con objeto de facilitar la coordinación entre ambas empresas. Por otra parte, implica un elevado grado de formalización pues así se contribuye a homogeneizar tanto los procedimientos como las reglas de las empresas implicadas y, por tanto, a reducir la incertidumbre propia de las adquisiciones y a fomentar la estabilidad. Asimismo, el rasgo distintivo de la transferencia de conocimiento en las adquisiciones es que requieren elevados niveles de socialización durante el proceso de integración, tal y como se ha puesto en evidencia. Ello significa que los miembros de las empresas adquirida y adquirente se relacionan entre ellos, interactúan y se comunican frecuentemente.

Respecto a las decisiones de integración que permitan crear conocimiento en las compañías implicadas en la adquisición, los resultados corroboran nuestra propuesta de que la autonomía entre las empresas adquirida y adquirente tiene efectos positivos sobre la innovación en el conocimiento. Así, elevados niveles de autonomía contribuyen a preservar las capacidades de la empresa adquirida y afectan positivamente a los resultados de innovación. Por lo que se refiere a la socialización, hemos mostrado que juega un papel crucial en el proceso de integración ya que fomenta el contexto social requerido para promover la generación de conocimiento. Para ello es fundamental la implicación y el esfuerzo de los directivos de la empresa compradora en el proceso de integración mediante incentivos, comunicaciones ricas y frecuentes, entrevistas y trabajo en equipo. Mediante estos mecanismos de socialización se facilita la coordinación entre las empresas adquirida y adquirente sin riesgo de minar su capacidad de innovación. Por último, los resultados obtenidos sugieren que son deseables bajos niveles de formalización para evitar los obstáculos que supondría a la generación de nuevas ideas necesarias para la creación de nuevos productos o servicios o para explorar nuevas tecnologías.

Por tanto, de los resultados se desprende que las decisiones de integración que deben tomar los directivos tras la adquisición están condicionadas por la orientación de las empresas hacia la transferencia o hacia la creación de conocimiento. Los procesos que permiten obtener una elevada exploración o creación versus los que permiten alcanzar altos niveles de explotación o transferencia de conocimiento coinciden en exigir altos esfuerzos de socialización –como han señalado en el ámbito de las adquisiciones internacionales trabajos como los de Mudambi et al. (2014) o Park y Choi (2014)- aunque difieren en las exigencias sobre autonomía entre las compañías y el grado de homogeneización de procedimientos, procesos y sistemas. Otros trabajos deberían profundizar en estas diferencias y en las potenciales tensiones entre ambos objetivos.

.....

Bibliografía

- Ahuja, G.; Katila, R. (2001), "Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 22, Num. 3, pp. 197-220.
- Bartlett, C.A.; Ghoshal, S. (1988), "Organizing for worldwide effectiveness: the transnational solution", *California Management Review*, Vol. 31, Num. 1, pp. 54-74.
- Benner, M.J.; Tushman, M.L. (2003), "Exploration, exploitation, and process management: the productivity dilemma revisited", *Academy of Management Review*, Vol. 28, pp. 238-256.
- Birkinshaw, J.; Gibson, C.B. (2004), "Building ambidexterity into an organization", *MIT Sloan Management Review*, Vol. 45, Num. 4, pp. 47-55.
- Birkinshaw, J.; Nobel, R.; Ridderstrale, J. (2002), "Knowledge as a contingency variable: do the characteristics of knowledge predict organization structure?", *Organization Science*, Vol. 13, pp. 274-289.
- Bower, J. (2001), "Not all M&A are alike and that matters", *Harvard Business Review*, March, pp. 93-101.
- Bresman, H.; Birkinshaw, J.; Nobel, R. (1999), "Knowledge transfer in international acquisitions", *Journal of International Business Strategy*, Vol. 30, Num. 3, pp. 439-462.
- Calori, R.; Lubatkin, M.H.; Very, P. (1994), "Control mechanisms in cross-border acquisitions: an international comparison", *Organization Studies*, Vol. 15, Num. 3, p. 361-379.
- Calori, R.; Lubatkin, M.H.; Very, P. (1996), "Une étude empirique des formes et déterminants de l'intégration post-acquisition", *Management International*, Vol. 1, Num. 1, pp. 41-53.
- Cantarello, S.; Martini, A.; Nosella, A. (2012), "A multi-level model for organizational ambidexterity in the search phase of the innovation process", *Creativity and Innovation Management*, Vol. 21, pp. 28-48.
- Capron, L.; Dussauge, P.; Mitchel, W. (1998), "Resource redeployment following horizontal acquisitions in Europe and North America, 1988-1992", *Strategic Management Journal*, Vol. 19, Num. 7, pp. 631-661.
- Cartwright, S.; Schoenberg, R. (2006), "30 years of mergers and acquisitions research: recent advances and future opportunities", *British Journal of Management*, Vol. 17, Num. 1, pp. S1-S5.
- Coff, R.W. (1997), "Human assets and management dilemmas: coping with hazards on the road to resource-based theory", *Academy of Management Review*, Vol. 22, Num. 2, pp. 374-402.
- Dasí, Á.; Iborra, M.; Safón, V. (in press). Beyond path dependence: Explorative orientation, slack resources, and managerial intentionality to internationalize in SMEs. *International Business Review* (2014), <http://dx.doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.06.003>.
- Dolz, C.; Iborra, M. (2005), "La integración en las fusiones y adquisiciones: una perspectiva basada en los recursos", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, Vol. 24, pp. 5-28.
- Empson, E. (2002), "Fear of exploitation and fear of contamination: impediments to knowledge transfer in mergers between professional firms", *Human Relations*, Vol. 54, Num. 7, pp. 839-862.

García Tabuenca, A.; otros (2008), "Análisis de los procesos de fusión y adquisición de las empresas españolas no cotizadas 1999-2006", Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Madrid.

García, J.; Gutiérrez, L.; Sillas, F. (2012), "Reforma regulatoria energética en Europa: impacto de los cambios de control corporativo sobre el valor de las empresas", *Revista Desarrollo y Sociedad*, Vol. 70, pp. 7-49.

Graebner, M.E. (2004), "Momentum and serendipity: how acquired leaders create value in the integration of technology firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 25, pp. 751-777.

Graebner, M.E.; Eisenhardt, K.M.; Roundy, P.T. (2010), "Success and failure in technology acquisitions: Lessons for buyers and sellers", *The Academy of Management Perspectives*, Vol. 24, Num. 3, pp. 73-92.

Håkanson, L. (1995), "Learning through acquisitions: management and integration of foreign R&D laboratories", *International Studies of Management and Organization*, Vol. 25, Num. 1-2, pp. 121-157.

Haspeslagh, P.; Jemison, D. (1991), "Managing acquisitions. Creating value through corporate renewal", New York: The Free Press.

Homburg, C.; Bucorius, M. (2005), "A Marketing Perspective on Mergers and Acquisitions: How Marketing Integration Affects Post-Merger Performance", *Journal of Marketing*, Vol. 69, Num. 1, pp. 95-113.

Iborra, M.; Dolz, C. (2006), "Consequences of integration heterogeneity in mergers and acquisitions", *Management Research*, Vol. 4, Num. 2, pp. 127-138.

Lubatkin, M.H.; Simsek, Z.; Ling, Y.; Veiga, J.F. (2006), "Ambidexterity and performance in small-to medium-sized firms: the pivotal role of top management team behavioral integration", *Journal of Management*, Vol. 32, Num. 5, pp. 646-672.

Makri M.; Hitt M.A.; Lane P.J. (2010), "Complementary technologies, knowledge relatedness, and invention outcomes in high technology mergers and acquisitions", *Strategic Management Journal*, Vol. 31, Num. 6, pp. 602-628.

March, J.G. (1991), "Exploration and exploitation in organizational learning", *Organization Science*, Vol. 2, Num. 4, pp. 71-87.

Mascareñas Pérez-Íñigo, J.; González Fernández, S. (2013), "Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: Análisis retrospectivo comparado", *Revista Universitaria Europea*, Vol. 19, pp.87-112.

Mascareñas, J.; Izquierdo, G. (2000), "¿Por qué se compran y se venden las empresas en España?" Instituto de Estudios Económicos, Madrid.

Mudambi, R.; Piscitello, L.; Rabbiosi, L. (2014), "Reverse knowledge transfer in MNEs: Subsidiary innovativeness and entry modes", *Long Range Planning*, Vol. 47, Num. 1, pp. 49-63.

Nadolska, A.; Barkema, H.G. (2014), "Good learners: how top management teams affect the success and frequency of acquisitions", *Strategic Management Journal*, DOI: 10.1002/smj.2172.

Öberg, C.; Tarba, S.Y. (2013), "What do we know about post-merger integration following international acquisitions?", *Advances in International Management*, Vol. 26, p. 469-492.

- One to One Capital Partners (2009)*, "Informe de fusiones y adquisiciones 2008".
- One to One Capital Partners (2010)*, "Informe de fusiones y adquisiciones 2009".
- One to One Capital Partners (2011)*, "Informe de fusiones y adquisiciones 2010".
- Ortiz de Urbina, M.; Montoro Sánchez, M.A.; Guerras Martín, L.A. (2009), "Fusiones/Adquisiciones y Acuerdos de Cooperación en la Unión Europea durante el periodo 2000-2007", *Universia Business Review*, Num. 22, pp. 118-133.
- Palomo Zurdo, R.J.; Sanchis Palacio, J.R. (2010), "Efectos de las fusiones bancarias en los resultados. El caso de las cajas rurales en España durante la primera mitad de la década de 2000", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, Vo. 44, pp. 013-036.
- Papadakis, V.M. (2005), "The role of broader context and the communication program in merger and acquisition implementation success". *Management Decision*, Vol. 43, Num. 2, pp. 236-255.
- Papadakis, V.M.; Thanos, I.C. (2010), "Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria", *British Journal of Management*, Vol. 21, pp. 859-873.
- Park, B.I.; Ghauri, P.N. (2011), "Key factors affecting acquisition of technological capabilities from foreign acquiring firms by small and medium-sized local firms", *Journal of World Business*, Vol. 46, pp. 116-125.
- Park, B.I.; Choi, J. (2014), "Control mechanisms of MNEs and absorption of foreign technology in cross-border acquisitions", *International Business Review*, Vol. 23, Num. 1, pp. 130-144.
- Paruchuri, S.; Nerkar, A.; Hambrick, D.C. (2006), "Acquisition integration and productivity losses in the technical core: disruption of inventors in acquired companies", *Organization Science*, Vol. 17, Num. 5, pp. 545-562.
- Prabalad, C.K.; Doz, Y.L. (1987), "The Multinational Mission, Balancing Local Demands and Global Vision", New York: The Free Press.
- Puranam, P.; Singh, H.; Zollo, M. (2006), "Organizing for innovation: managing the coordination-integration dilemma in technology acquisitions", *Academy of Management Journal*, Vol. 49, Num. 2, pp. 263-280.
- Ranft, A.L.; Lord, M.D. (2002), "Acquiring new technologies and capabilities: a grounded model of acquisition integration", *Organization Science*, Vol. 13, Num. 4, pp. 420-441.
- Shrivastava, P. (1986), "Postmerger Integration", *Journal of Business Strategy*, Vo.7, Num. 1, pp. 65- 76.
- Slangen, A.J.; Hennart, J-F. (2008), "Do multinationals really prefer to enter culturally distant countries through greenfields rather than through acquisitions? The role of parent experience and subsidiary autonomy", *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, pp. 472-490.
- Stiebale, J. (2013), "The impact of cross-border mergers and acquisitions on the acquirers' R&D- Firm-level evidence", *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 1, Num. 4, pp. 307-321.
- Vermeulen, F. (2005), "How acquisitions can revitalize companies", *Sloan Management Review*, Vol. 46, Num. 4, pp. 45-51.

Villalonga, B.; McGahan, A.M. (2005), "The choice among acquisitions, alliances, and divestitures", *Strategic Management Journal*, Vol. 26, pp. 1183-1208.

Voss, G.B.; Voss, Z.G. (2012), "Strategic ambidexterity in small and medium-sized enterprises: Implementing exploration and exploitation in product and market domains", *Organization Science*, pp. 1-19.

Werbach, K. (2011), "¿Qué hay detrás de la adquisición de Skype por parte de Microsoft?", <http://www.wharton.universia.net> (publicado el 18/05/2011).

Zabeer, A.; Castañer, X.; Souder, D. (2013), "Synergy Sources, Target Autonomy, and Integration in Acquisitions", *Journal of Management*, Vol. 39, pp. 604-632.

Zephyr (2013), "Zephyr Annual M&A Report Global, 2012", published by BvD.

Zollo, M.; Meier, H. (2008), "What is M&A Performance?", *Academy of Management Perspectives*, Vol. 22, Num. 3, pp. 78-87.

Zollo, M.; Singh, H. (2004), "Deliberate learning in corporate acquisitions strategies and integration capability in US bank mergers", *Strategic Management Journal*, Vol. 25, pp. 1233-1256.