

## *MEDICIÓN DE LOS BENEFICIOS NETOS EN LAS COMBINACIONES DE NEGOCIOS*

Nadia Ugalde Binda<sup>1</sup>

### ÍNDICE

Resumen . . . . .	301
Summary . . . . .	302
Justificación . . . . .	302
Teoría de costos de transacción y Teoría de recursos y capacidades . . . . .	303
Objetivos de las fusiones y adquisiciones . . . . .	304
Objetivo de incremento de ingresos . . . . .	304
Objetivo de reducción en costos . . . . .	305
Objetivos de conocimiento e innovación . . . . .	305
Costos de las adquisiciones y fusiones . . . . .	305
Costos de la combinación . . . . .	305
Costos de integración . . . . .	306
Costos de implementación . . . . .	306
Modelo de cálculo del beneficio neto de las fusiones y adquisiciones . . . . .	307
Referencias bibliográficas . . . . .	307

### RESUMEN

Las fusiones y adquisiciones crecieron un 20% anual entre el año 1990 y el 2000, con transacciones que superaron los US \$1.000 billones entre 1998 y el 2000 (Andre, 2004). Dado el alcance de las inversiones en combinaciones de negocios, es de esperar que sean fuentes creadoras de valor para las compañías Empero, un estudio del Business Week del 2002 indica que, por el contrario, el 61% de estas transacciones destruye el valor para los accionistas (Andre, 2004).

Esta investigación busca relacionar las teorías de costes de transacción, recursos y capacidades para sopesar los ingresos y costos producto de los procesos de fusiones y adquisiciones en un análisis más sistematizado de cálculo del beneficio neto. Hasta ahora los fracasos en las fusiones han sido medidos por la ausencia del incremento de valor para los accionistas, por la desinversión posterior, o utilizando algunas medidas aisladas de desmotivación en el personal, la rotación, etc. Sin embargo, esta

---

1 Licenciada en Administración de Negocios con énfasis en Contaduría Pública, MBA en Mercadeo y Publicidad de la Universidad de Costa

---

Rica, profesora de la Universidad de Costa Rica y consultora. [nubaf@hotmail.com](mailto:nubaf@hotmail.com)

investigación aporta un modelo integral de valoración de la combinación de negocios en sus variables cuantitativas y cualitativas de costos e ingresos que permiten el cálculo del beneficio neto en términos monetarios y cualitativos.

Las medidas son importantes para retroalimentar los procesos de combinaciones posteriores y para corregir el rumbo de las emprendidas y lograr extraer las sinergias e identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.

*PALABRAS CLAVE:* FUSIONES, COSTOS, TRANSACCIONES, INTERNALIZACIÓN, CAPACIDADES, VENTAJAS COMPETITIVAS.

#### SUMMARY

Mergers and acquisitions grew an annual 20% between 1990 and 2000, with transactions that surpassed U.S. \$1,000 trillions between 1998 and 2000 (Andre, 2004). For that reason, one could believe that they are creative sources of value for companies. However, a study at Business Week during 2002 indicates the contrary, 61% of these transactions destroy shareholders' value (Andre, 2004). This research looks for relating transaction costs, resources and capacities theories to summarize incomes and costs of mergers and acquisitions' processes. It systematizes net benefit's calculation. Until now, the failures in the mergers have been measured by the absence of shareholders value's increment, by later disinvestment, or using some isolated measures like demotivation in human resources, rotation, etc. Nevertheless, this research contributes integrating a model of valuation in businesses combination and its variables costs, incomes and net benefit in monetary and qualitative terms. The measures are important to feedback the later processes of combinations, to correct the undertaken ones, to manage synergies and to identify the sources of creation and destruction of value.

*KEY WORDS:* MERGERS, COSTS, TRANSACTIONS, INTERNALIZATION, COMPETITIVE CAPACITIES, ADVANTAGES.

#### JUSTIFICACIÓN

Las fusiones y adquisiciones son internalización de transacciones que buscan la eficiencia y el fortalecimiento de las ventajas competitivas de las compañías. En los años ochentas y noventas, las adquisiciones horizontales en Europa y EEUU son el modo dominante de crecimiento a través del cual las compañías adquieren el control de recursos tangibles o intangibles como el conocimiento (Capron, 1999). Las combinaciones de negocios crecieron un 20% anual entre el año 1990 y el 2000, con transacciones que superaron los US \$1.000 billones entre 1998 y el 2000 (Andre, 2004). Dado el alcance de las inversiones en fusiones y adquisiciones, es de esperar que sean fuentes creadoras de valor para las compañías, pero un estudio del Business Week del 2002 indica que,

por el contrario, el 61% de estas transacciones destruye el valor para los accionistas (Andre, 2004).

Las transacciones y las estructuras de gobierno que utilizan las empresas siempre examinan incrementar su capacidad de economizar los costos de transacciones. Sin embargo, cuando se internalizan a través de fusiones o adquisiciones actividades que involucran transferencia de conocimiento, complejidad de procesos, y otros costos ocultos de la combinación, los resultados pueden ser contraproducentes, como se explica más adelante.

Esta investigación busca relacionar las teorías de costes de transacción, recursos y capacidades para sopesar los ingresos y costos producto de los procesos de fusiones y adquisiciones en un análisis más sistematizado de cálculo del beneficio neto. Hasta ahora los

fracasos en las fusiones han sido medidos por la ausencia del incremento de valor para los accionistas, por la desinversión posterior, o utilizando algunas medidas aisladas de desmotivación en el personal, la rotación, etc. Sin embargo, esta investigación aporta un modelo integral de valoración de la combinación de negocios en sus variables cuantitativas y cualitativas de costos e ingresos que permiten el cálculo del beneficio neto en términos monetarios y cualitativos.

Para desarrollar el tema, el artículo se ha organizado así: una primera parte que analiza la teoría de costos de transacción y la teoría de recursos y capacidades, una segunda parte desarrolla los beneficios buscados en las fusiones y adquisiciones, y finalmente una sección resume los costos asociados con estas combinaciones de negocios, los ingresos esperados y el cálculo del beneficio neto.

## TEORÍA DE COSTOS DE TRANSACCIÓN Y TEORÍA DE RECURSOS Y CAPACIDADES

En la teoría de Costes de Transacción, Williamson (1981) describe las transacciones en términos de sus tres atributos: la frecuencia con que se lleva a cabo un tipo de transacción, la incertidumbre asociada al resultado esperado y la especificidad de los activos involucrados. Los activos son específicos de tres maneras diferentes: por su localización, por su estructura física o por el grado de conocimiento que incorporan.

Williamson representa las organizaciones como entes que resuelven problemas y la especificidad de sus activos condiciona la forma que la organización adopta para enfrentarlos. Existen muchos tipos de organizaciones porque hay una serie muy diversa de transacciones y la eficiencia es alcanzada solamente cuando la estructura de gobierno concuerda con las necesidades específicas de cada tipo de transacción (Williamson, 1981). Así, manteniendo el factor de la incertidumbre constante, un comprador de recursos recurre al mercado tradicional si los activos no son específicos. Los proveedores de activos no especializados pueden venderlos a uno u otro comprador sin dificultad y absoluto anonimato, en una transacción idiosincrásica.

Si los recursos que la compañía busca tienen una especificidad media, esta los consigue mediante contratos de cooperación (alianzas). Finalmente, las transacciones con activos específicos son más complejas, condicionan las relaciones de comprador y vendedor por un tiempo más prolongado y establecen un vínculo entre proveedor y cliente después de la transacción.

Una transacción tiene un alto grado de especificidad de activos si una parte va quedando más vinculada y en poder de la otra parte a medida que se desarrolla el intercambio. Este grado de poder define los incentivos de cada parte en el desarrollo del contrato, de forma que su cumplimiento resulta costoso.

Los costos aumentan si hay incertidumbre con respecto a los resultados de esta relación de largo plazo, ya sea por la probabilidad del comportamiento oportunista de los agentes involucrados o por su racionalidad limitada y además por el grado de especificidad de los activos y la recurrencia de la transacción (Williamson: 1981). Si el coste de realizar la transacción es muy alto, el comprador decide internalizar la operación, es decir, la compañía manufactura o crea los activos al interior de su jerarquía, o se combina con otras compañías que ya poseen los recursos buscados.

Las combinaciones de negocios mejoran la ejecución al permitir a las empresas obtener acceso sobre recursos que no pueden comprar en el mercado competitivo (Capron, 1999). Las fusiones y adquisiciones se producen porque no hay un mercado perfecto de recursos debido a la intangibilidad de los activos, la inmovilidad de los mismos, las asimetrías de información y la incertidumbre causada por el comportamiento oportunista, la ambigüedad causal y el monopolio (Capron, 1999). En los estudios más recientes se han analizado transferencias de esta naturaleza que circunscriben el conocimiento y el recurso humano (Capron & Priste, 2002; Zollo y Singh, 2004; Empson, 2001).

El conocimiento puede ser tácito o codificado. La relación entre el conocimiento codificable total en una firma y aquel que realmente ha sido codificado es pequeña porque el costo de crear y actualizar las herramientas y sistemas

es muy alto. El conocimiento codificado es más fácilmente transferible o sea, es menos específico (Zollo y Singh: 2004). Por otro lado, el conocimiento tácito es un recurso difícil de transferir, muy específico y que por lo tanto debe de ser internalizado.

Los recursos humanos son específicos para la compañía si suponen habilidades profundas y especializadas para un empleador particular. También se puede caracterizar el factor humano por la facilidad con que la productividad de cada individuo puede ser medida. Si el valor agregado por los empleados no puede ser individualizado, la productividad de los empleados tampoco puede ser medida por los resultados (Williamson: 1981). De allí que las contrataciones autónomas se usan cuando los activos no son específicos, los acuerdos en grados intermedios de especificidad y las fusiones cuando los recursos humanos son altamente específicos.

En resumen, cualquiera que sea el tipo de recurso (tangibles como las instalaciones o intangibles como el reconocimiento de una marca), la forma administrativa que la compañía adopte para adquirirlo, debe de coincidir con el grado de especialización del mismo. Si el activo es muy específico, la compañía puede obtener el control sobre él mediante una fusión o adquisición.

La combinación de negocios tiene tres modos diferentes de integración de las operaciones (Gates & Very: 2003): absorción si el grado de interdependencia es muy alto y la necesidad de autonomía es baja, simbiosis cuando ambos factores son altos y preservación en el caso de que se requiera una alta autonomía y la interdependencia sea poca. Los costos y beneficios asociados a la combinación dependen en gran medida de la estrategia de integración y de los resultados esperados por la gerencia. El éxito o fracaso son por lo tanto percepciones y su medición está sujeta al cumplimiento de las expectativas en cada combinación más que de parámetros invariables. La ponderación de cada factor es un trabajo de la gerencia, por lo que seguidamente se hará un listado de algunos de los que deben ser tomados en cuenta.

## OBJETIVOS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Las empresas se fusionan o adquieren a otras por tres razones principalmente: mejorar los ingresos, reducir los costos e incrementar sus niveles de conocimiento e innovación. Los tres beneficios se explican a continuación.

### Objetivo de incremento de ingresos

Las combinaciones de negocios explotan sinergias<sup>2</sup> que mejoran los ingresos de las compañías al reinvertir sus recursos (Capron, 1999). Las sinergias son un incremento de las fortalezas competitivas de las firmas fusionadas y resultan en flujos de efectivo mayores que los que las firmas obtendrían de forma independiente (Capron & Pirste, 2002). Las ganancias se incrementan por la mayor cobertura de mercado, la capacidad de innovación, la explotación de la reputación de la firma más fuerte, su marca y las redes de ventas y actividades de mercadeo.

En la fusiones horizontales, por ejemplo, Capron & Pistre (2002) sostienen que valor óptimo ocurre cuando la adquiriente transfiere sus recursos de innovación y directivos y asume los recursos de mercadeo de la adquirida. Los recursos invertidos<sup>3</sup> por la adquiriente en la adquirida aumentan su capacidad de producir ingresos a través de una mayor cobertura de mercado y de la capacidad de innovación, además reduce los costos. Los recursos invertidos de la adquirida a la adquiriente también tienen los efectos de aumentar los ingresos pero en algunos casos daña su capacidad ejecutora.

Otra fuente de creación de valor es la consolidación de la fuerza de ventas (Gates & Very: 2003), que combinada con una variedad

2 Sinergias existen cuando el valor combinado de las empresas excede la suma de los valores de las mismas cuando actúan de forma separada.

3 La inversión en recursos se refiere a los procesos en que las firmas adquiridas o adquirientes usan los recursos de investigación y desarrollo, manufactura, conocimiento, mercadeo, relaciones con proveedores y la experiencia en logística de la otra.

mayor de productos o la prestación de servicios más integrales refuerza la posición competitiva.

### Objetivo de reducción en costos

Las combinaciones de negocios ofrecen la oportunidad de compartir activos caracterizados por la indivisibilidad y la subutilización antes de la adquisición (Capron, 1999). Por ejemplo, se logra eficiencia de costos al aumentar el volumen de actividades dentro del mismo mercado o por la expansión de las actividades en nuevos mercados, al estandarizar productos y al convertir sistemas de información (Zollo y Singh: 2004). En otras palabras, la eficiencia se logra por las economías de escala y alcance. Las economías de escala surgen al distribuir los costos fijos entre un mayor volumen de actividad (en producción, mercadeo, investigación y desarrollo). También se obtienen economías de la curva de aprendizaje pues el conjunto de empresas alcanza mayores volúmenes de producción. Las economías de alcance se logran al incrementarse el número de actividades que se ejecutan (Capron, 1999). El poder de negociación también se incrementa después de una combinación de negocios y se eliminan las funciones administrativas redundantes con su consecuente reducción de costos.

Durante los años 90', por ejemplo, los bancos se fusionan para obtener eficiencias de costos provenientes de estas sinergias y en la industria ferroviaria estadounidense se obtienen reducciones de costos por más de \$4 billo- nes (Bitzan & Wilson: 2007).

### Objetivos de conocimiento e innovación

Uno de los temas centrales de la teoría del conocimiento es que este proviene de procesos difíciles de imitar que son producto de las decisiones y situaciones que la empresa ha tenido que enfrentar en el pasado. El conocimiento es un recurso muy específico pues no reside solamente en las personas, sino que también es un patrón complejo de relaciones dentro de la firma. Algunas veces las fusiones y adquisiciones representan caminos cortos para

acceder a la capacidad científica, de innovación o el conocimiento de otras empresas y así desarrollar la capacidad innovadora al contar con la tecnología, patentes o conocimiento de la otra compañía y con ellos mejorar los productos o hacer más eficientes los procesos de mercadeo y organizativos (Paruchuri et al.: 2006).

Por ejemplo, el objetivo principal de las fusiones entre firmas de servicios es tener acceso a relaciones con nuevos clientes y a la prestación de un servicio integrado (Empson, 2001). Al compartirse algunos activos intangibles como las marcas, las competencias de mercadeo, las habilidades funcionales y el conocimiento tecnológico, las compañías consiguen una posición más competitiva en el mercado.

Las adquisiciones crean valor al revitalizar el conocimiento de las empresas adquirentes, romper la inercia y combinar formas diferentes de comprensión de los problemas (Vermeulen y Barkema: 2001). El proceso se puede dividir en dos fases: una de adaptación que comienza con el anuncio de la combinación, la exploración inicial de las condiciones reales de la adquirida y la evaluación de los objetivos iniciales de la combinación y una segunda fase en que se transfieren las capacidades y se aprovechan las sinergias.

### Costos de las adquisiciones y fusiones

Para que los ingresos netos mejoren luego de una fusión o adquisición, los beneficios obtenidos por la eficiencia en costos, el incremento en los ingresos brutos o el valor presente de los flujos de efectivo potenciales de las actividades de innovación, deben de ser mayores que la suma de los costos inherentes a la integración, el incremento en la complejidad de los procesos, los costos escondidos de la implementación y el costo propiamente de la combinación. (Zollo y Singh: 2004).

### Costos de la combinación

La acumulación de los costos abarca todas las etapas de la combinación: desde la selección, la evaluación, las negociaciones de

precio y el cierre. Los costos más fácilmente cuantificables son los de la etapa de la transacción propiamente dicha donde se incurre en comisiones a los asesores, se transfieren los activos a los accionistas de la compañía a adquirir, se pagan los impuestos y los demás gastos. La compañía adquiriente puede incurrir en pasivos contingentes producto de la combinación que deben considerarse como parte del costo de la combinación.

El costo de la combinación relacionado con la transferencia de activos a los accionistas de la adquirida, según Capron y Pistre (2002), depende de que haya pocos oferentes para la combinación. Los adquirientes obtienen retornos por encima de lo normal cuando sus costos de adquisición son el resultado de pocos adquirientes potenciales, es decir cuando el mercado por obtener el control de la corporación a adquirir es imperfectamente competitivo.

### Costos de integración

Paruchuri et al. (2006) indica que si la compañía adquirida no es integrada, sino que realiza de forma bastante autónoma sus actividades, hay poca oportunidad de que ocurran sinergias como la de combinar conocimiento. Sin embargo, las empresas adquiridas experimentan una sensación de disturbio y pérdida cuando son integradas.

Los costos de la integración deben de incluir el costo potencial de dañar el recurso de creación de conocimiento en la compañía adquirida. El estudio de Parachuri (2006) en la industria farmacéutica demuestra que los porcentajes de innovación declinan después de la adquisición y que un factor crítico en este declive es la integración.

Además, entre las compañías de servicios, el miedo a la explotación o el miedo a la contaminación interfieren con la transferencia del conocimiento y los procesos de innovación esperados después de la combinación de los negocios. El miedo a la explotación provoca que los empleados se resistan a transferir el conocimiento técnico que poseen por las diferencias en las percepciones de la base de conocimiento entre las firmas fusionadas (Empson: 2001).

Por otro lado, el miedo a la contaminación se justifica en el temor del personal de desmejorar la imagen que respalda el valor percibido por los clientes de los servicios ofrecidos, porque distinguen que la imagen de las firmas combinadas es diferente a la que se poseía antes de la fusión, lo que les limita al compartir el conocimiento sobre los clientes con sus nuevos socios.

Zander (2004) argumenta que los flujos relevantes de información y conocimiento tácito pueden ser negados a foráneos o recién llegados, y que las distancias geográficas incrementan los costes de intercambio de conocimiento e impiden la comunicación efectiva en actividades de innovación y resolución de problemas.

### Costos de implementación

Dentro de los costos de implementación se suman la disposición de los activos y disminución del personal tras una combinación. Los resultados demuestran que la desinversión en activos de la adquiriente es muy rara, a pesar de su efecto positivo en la disminución de costos. La desinversión de los activos de la adquirida es mucho más frecuente, pero no reduce costos y daña la capacidad de la adquirida (Capron, 1999).

Para que exista un beneficio neto, la disposición de activos y de personal debe generar reducciones de costos equivalentes o superiores a los costos asociados a los despidos y de pérdida de capacidad productiva. Durante los primeros 100 días después de la combinación, los empleados sienten ansiedad y la incertidumbre con respecto al cambio provoca una resistencia colectiva (Gates & Very: 2003). Las diferencias en las políticas de recursos humanos o en los sistemas de información aumentan esta resistencia y causa una rotación mayor que puede incluir personal clave de la adquirida, con la consecuente pérdida de valor. Estos problemas impiden explotar las sinergias, disminuyen la productividad y el compromiso de los empleados con las metas de la compañía.

También se incrementan los costos explícitos e implícitos por los gastos de capacitación,

conversión de sistemas de información y otros. En la implementación otro costo oculto es la reacción negativa de los competidores e incluso de algunos clientes.

#### MODELO DE CÁLCULO DEL BENEFICIO NETO DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

En conclusión, las medidas son importantes para retroalimentar los procesos de combinaciones posteriores y para corregir el rumbo de las emprendidas y lograr extraer las sinergias e identificar las fuentes de creación y destrucción de valor. A grandes rasgos, los gerentes deben de parametrizar las siguientes variables y ponderarlas de acuerdo con la estrategia de la compañía:

##### VARIABLES CUANTITATIVAS DE INGRESO O REDUCCIÓN DE COSTOS

- a) Incremento de utilidades en la adquiriente luego de la combinación: por incremento en las ventas de la adquiriente por productos nuevos de la adquirida, por incremento en las ventas de la adquiriente por mercados nuevos de la adquirida, etc.
- b) Economías de alcance y escala: reducción del costo fijo por unidad, diversificación de actividades

##### VARIABLES CUALITATIVAS DE INGRESO O REDUCCIÓN DE COSTOS

- a) Mayor cobertura de mercado: integración de nuevas áreas geográficas o nuevos clientes, mayor alcance de las redes de ventas y actividades de mercadeo.
- b) Mayor capacidad de innovación: incremento en el número de patentes inscritas luego de la combinación.
- c) Mayor presencia de la marca o reputación: *top of mind*.
- d) Efecto de las economías de la curva de aprendizaje: aceleración en el proceso de mejoramiento continuo de productos, servicios y procesos, efecto de la explotación de la capacidad innovadora.
- e) Integración de nuevos servicios

##### VARIABLES CUANTITATIVAS DE COSTOS

- a) Costos de la combinación: valor de mercado de los recursos transferidos, costos de comisiones, asesoría, impuestos, etc.
- b) Costos de implementación: costos de despidos de personal, los gastos de capacitación, conversión de sistemas de información y otros.
- c) Reducción de Utilidades en la empresa adquirida luego de la fusión o adquisición

##### VARIABLES CUALITATIVAS DE COSTOS

Costos de integración: complejidad de la transferencia de conocimiento, incremento del ambiente de insatisfacción entre los empleados, etc.

Los beneficios netos son la diferencia entre los ingresos menos los costos asociados a las combinaciones de negocios. Como se ha estudiado anteriormente, hay costos y beneficios cuantificables en términos monetarios, pero hay otros que deben medirse cualitativamente. La ponderación de los factores cualitativos y cuantitativos depende de la estrategia seguida por la empresa al combinarse con otras y de la relevancia del factor para alcanzar las metas propuestas.

Trabajos posteriores de investigación pueden utilizar este modelo para medir el éxito o fracaso de las combinaciones al combinarlo con la ponderación otorgada a cada elemento por la gerencia e incluir otras variables que la empresa considere importantes.

El mayor aporte de esta investigación es resumir más sistemáticamente las variables de incrementan los costos o los beneficios tras una combinación y dotar a los analistas de una herramienta más práctica para medir, con sus propias adaptaciones, el éxito de sus fusiones y adquisiciones.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Andre, P. (2004) Good acquisitions. CA Magazine. 137/2 (Marzo 2004) 45-58
- Bitzan, J. y W. Wilson. Industry costs and consolidation: efficiency gains and

- mergers in the U.S. railroad industry. Published online: 17 May 2007 © Springer Science+Business Media B.V. 2007. *Rev Ind Organ* (2007) 30:81–105
- Capron, L. (1999) The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strategic Management Journal*. 20 (Nov 1999) 987-1018.
- Capron, L. y N. Pistre. (2002) When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*. *Strat. Mgmt. J.* 23 (2002) 781-794.
- Doz, I. (1996) The evolution of cooperation in strategic alliances: initial conditions or learning processes. *Strategic Management Journal*. Vol. 17 (1996) 55-83.
- Dussauge, P., B. Garrete y W. Mitchell. (2000) Learning from competing partners: outcomes and durations of scale and link alliances in Europe, North America and Asia. *Strategic Management Journal*. 21 (2000) 99-126
- Empson, L. (2001) Fear of exploitation and fear of contamination: Impediments to knowledge transfer in mergers between professional service firms. *Human Relations* 54/ 7 (julio 2001) 839-854
- Gates, S. y P. Very. (2003) Measuring Performance During M & A Integration. *LRP long range planning*. 36 (2003) 167-185.
- Perrow, Charles. A framework for the comparative analysis of organizations. *American Sociological Review*. (1996):194-208.
- Paruchuri, S; y D. Hambrick. (2006) Acquisition integration and productivity losses in the technical core: disruption of inventors in acquired companies. *Organization Science* 17/5 (set/oct, 2006) 545-568
- Vermeulen, F. y H. Barkema. (2001) Learning through acquisitions. *Academy of Management Journal* 44/ 3 (junio: 2001) 457-469.
- Williamson, O. (1981) The economics of organization: The transaction cost approach. *American Journal of Sociology*. 87/3 (1981) 548-577.
- Zander, I. (2004) El espíritu emprendedor en el ámbito geográfico. Fundamentos conceptuales e implicaciones para la formación de nuevos clusters. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*. Núm. 20 (2004) 009-034
- Zollo, M. y H. Singh. (2004) Deliberate learning in corporate acquisitions: post-acquisitions strategies and integration capability in U.S. bank mergers. *Strategic Management Journal*. *Strat. Mgmt. J.*, 25 (2004) 1233-1256.