



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**¿CONSIGUEN LAS FUSIONES Y
ADQUISICIONES LOS RESULTADOS
ESPERADOS?
EL CASO DISNEY-PIXAR**

Autor: Marina Martínez Rivera

Director: Francisco L. Sastre Peláez

Madrid

Abril de 2014

Marina
Martínez
Rivera

**¿CONSIGUEN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES LOS RESULTADOS
ESPERADOS? EL CASO DISNEY-PIXAR**



RESUMEN

Este trabajo analiza la relevancia que tienen determinados factores a la hora de llevar a cabo una operación de fusiones y adquisiciones (F&A) ya que estos pueden ser los elementos que determinen su éxito. Para ello, se examina el caso Disney –Pixar, una operación que ha funcionado a la perfección.

Se trata de un tema de gran interés y que merece la pena analizar dado que hoy en día las fusiones y adquisiciones son una práctica reiterada por parte de las empresas de todos los sectores. Tras el estudio realizado se concluye que realmente sí existen determinados factores que tienen un papel decisivo en el buen desarrollo de este tipo de operaciones.

Además, el éxito de una operación de F&A requiere especial esfuerzo debido a que es un campo incierto e impredecible que se puede ver afectado por numerosas circunstancias ajenas a la empresa. Aun así, aspectos como las colaboraciones mantenidas con anterioridad a la operación, los motivos por los cuales se realiza o los líderes que la llevan a cabo, se convierten en componentes esenciales para que la empresa conjunta se desempeñe con éxito.

Palabras clave: operaciones de F&A, sinergias, liderazgo, integración organizacional, cultura empresarial, éxito.

ABSTRACT

This paper analyses the importance of certain factors when performing M&A operations, as they may be the elements that would determine the achievement of success. For this purpose, we examine the Disney -Pixar case, a deal that has worked out perfectly under review.

This is a topic that attracts a huge interest and worth analysing because nowadays mergers and acquisitions have become an established practice used repeatedly by the companies of all sectors. After the study, we can conclude that really do exist certain factors that are crucial for the proper conduct of such operations.

In addition, M&A success require special effort given that it is an uncertain and unpredictable field, which can be affected by many conditions beyond business control. Still, aspects such as holding prior collaborations, the reasons beyond the agreement or the leaders who carry it out, become essential components in M&A success.

Key words: M&A operations, synergies, leadership, organizational integration, business culture, success.

ACRÓNIMOS

AOL	America Online
ABC	American Broadcasting Company
BPA	Beneficio Por Acción
CEO	Consejero Delegado
CNN	Cable News Network
DAFO	Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades
F&A	Fusiones y Adquisiciones
I+D	Investigación y Desarrollo
M&E	Medios de Comunicación y Entretenimiento

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tabla 1: Las tres principales compañías del sector (datos financieros)	23
Tabla 2: Operaciones de F&A en la industria de M&E en Estados Unidos (2013) (datos en millones de dólares)	24
Tabla 3: Análisis DAFO de la industria cinematográfica	25
Tabla 4: Análisis DAFO de The Walt Disney Company	30
Tabla 5: Balance de Situación Disney (datos en millones de dólares)	33
Tabla 6: Resultados por segmento de negocio (datos en millones de dólares)	34
Tabla 7: Análisis DAFO de Pixar	40
Tabla 8: Balance de Situación Pixar (datos en millones de dólares)	42
Tabla 9: Cuenta de resultados Pixar (antes de la operación) (datos en millones de dólares)	43
Tabla 10: Asignación del precio de compra (datos en millones de dólares)	50
Tabla 11: Resultados financieros de Disney 2006 (sin auditar)	51
Tabla 12: Prima pagada por Disney: ABC, Pixar, Marvel	52
Tabla 13: Nominaciones y Premios de la Academia de las Artes y Ciencias Cinematográficas a los Largometrajes producidos por Pixar	57
Tabla 14: Resultados financieros en taquilla (datos en millones de dólares)	58
Gráfico 1: Riesgo de fracaso en cada fase de la operación	13
Gráfico 2: Posición financiera global de las tres compañías principales del sector	22
Gráfico 3: Los cuatro CEOs de la historia de la empresa	29
Gráfico 4: Fuentes de la Ventaja Competitiva de Disney	30
Gráfico 5: Porcentaje de ingresos por sector	35
Gráfico 6: Las personas clave en Pixar	39
Gráfico 7: 2004 -2009: Evolución de los ingresos (datos en millones de dólares)	59
Gráfico 8: 2000 - 2014: Evolución del precio de la acción	60
Gráfico 9: 2004 - 2009: Evolución del BPA	61

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN	3
ABSTRACT	4
ACRÓNIMOS	5
ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS	6
ÍNDICE DE CONTENIDOS	7
1 INTRODUCCIÓN	8
1.1 OBJETIVOS	8
1.2 METODOLOGÍA	8
1.3 ESTADO DE LA CUESTIÓN	9
2 MARCO TEÓRICO GENERAL	11
3 RESUMEN DE LA INDUSTRIA Y LAS EMPRESAS	17
3.1 ANÁLISIS DEL ENTORNO ESPECÍFICO	17
3.1.1 CINCO FUERZAS DE PORTER.....	18
3.1.2 NÚMERO DE EMPRESAS EN EL SECTOR.....	21
3.2 RESUMEN DE LAS EMPRESAS	26
3.2.1 THE WALT DISNEY COMPANY	27
3.2.2 PIXAR ANIMATION STUDIOS	37
4 ANÁLISIS DE LA OPERACIÓN	44
4.1 PRINCIPALES MOTIVOS	44
4.1.1 Disney	44
4.1.2 Pixar.....	46
4.2 ESTRUCTURA	47
4.2.1 ALIANZA ESTRATÉGICA.....	47
4.2.2 ADQUISICIÓN	48
5 EVALUACIÓN DEL CASO	54
5.1 INTEGRACIÓN DE AMBAS EMPRESAS	54
5.2 EVALUACIÓN DE LOS RESULTADOS	58
5.3 RAZONES DETRÁS DE LOS RESULTADOS	62
6 CONCLUSIONES	65
7 BIBLIOGRAFÍA	67

1 INTRODUCCIÓN

1.1 OBJETIVOS

El presente trabajo de investigación académica está orientado a tratar el logro del éxito en las fusiones y adquisiciones, un tema de singular importancia hoy en día.

El caso Disney-Pixar es considerado por muchos un buen ejemplo de una exitosa fusión. Así pues, se llevará a cabo un análisis de este caso con el propósito de investigar qué define el éxito de una operación de F&A. La intención es **identificar, a través del caso, factores fundamentales que determinan el éxito de una operación de F&A**, un área dónde los fracasos parecen ser la norma.

1.2 METODOLOGÍA

En cuanto a la metodología utilizada, en primer lugar es necesario recopilar y analizar información de fuentes secundarias para elaborar el caso Disney-Pixar y abordar los puntos de los que dispone este trabajo. Para ello, se realiza una revisión de la bibliografía, trabajos de investigación, artículos y páginas web relacionadas con el objeto de estudio.

El método empleado para esta investigación será de carácter descriptivo, examinando los hechos que sustentan el caso. En primer lugar, se procederá con un análisis del marco teórico general, dónde se analiza el escenario al que se enfrentan las operaciones de F&A. A partir de estos factores, se procede con un análisis del entorno específico de las empresas, para posteriormente abordar el estudio del caso concreto. Con él se pretende establecer si la operación consiguió los resultados deseados por las partes, y determinar cuáles fueron los factores primordiales en esta tarea.

El método utilizado para analizar y evaluar el resultado de la operación está basado en técnicas tanto cualitativas como cuantitativas. Se analiza la actuación de Walt Disney y Pixar durante los años precedentes a la operación y se evalúa la

compañía combinada por sus resultados (observando las pruebas del caso, perfiles de las compañías, estados económicos y financieros, entre otros). Se cubre también desde los motivos de la operación hasta el valor generado por ésta.

Para concluir, una de las cuestiones más importantes son las conclusiones obtenidas. En este trabajo, la conclusión principal se debe basar en un juicio sobre los principales factores que generaron el éxito de la operación Disney-Pixar para tratar de extrapolarlos a otras operaciones futuras. De este modo, el presente trabajo queda dividido en cuatro fases.

En cuanto a las fuentes utilizadas, sirvieron de apoyo bases de datos, tanto en inglés como en castellano, y otras fuentes tales como los Informes Anuales, disponibles en la página web de cada entidad.

1.3 ESTADO DE LA CUESTIÓN

En un momento de adversidades económicas como el que estamos viviendo, el hecho de poder crecer y ganar ventajas competitivas es crucial para las empresas. El mercado actual se caracteriza por ser dinámico y estar directamente afectado por la globalización y las nuevas tecnologías. De este modo, la globalización ha reforzado la competencia a la que se enfrentan las empresas, que han de competir con otras en costes, tamaño y capacidad tecnológica.

Las empresas llevan muchos años recurriendo a las operaciones de F&A como instrumento de crecimiento organizacional. A través de estas operaciones las organizaciones buscan obtener un rápido acceso a tecnología, recursos, know-how y trabajadores preparados, así como adquirir directamente cuota de mercado. Generalmente, este tipo de operaciones empresariales está motivado por la identificación de una amenaza o una oportunidad en el mercado. De este modo, la compra de una empresa por parte de otra (adquisición) o la unión de dos empresas (fusión), dando lugar a otra de mayor tamaño, constituyen una de las

maneras más recurrentes en la actualidad para ganar dimensión y competitividad¹.

Muchas empresas justifican estas operaciones por las posibles sinergias que generan, dándose casos en los que se ha sobrestimado el potencial de las sinergias y subestimado un posible impacto negativo de las F&A. Dicho esto, el tema de este trabajo gana especial importancia en la situación actual y reta a las empresas a planificar de manera precisa todos los aspectos que una operación de este tipo conlleva.

¹Zozaya González, Néboa (2007). *Las fusiones y adquisiciones como instrumento de crecimiento empresarial*. Madrid: Dirección General de Política de la PYME.

2 MARCO TEÓRICO GENERAL

Las fusiones y adquisiciones de empresas son una práctica recurrente que suele tener consecuencias de gran impacto sobre el valor de las compañías en el largo plazo. Estas operaciones tienen un gran potencial para generar crecimiento, aumentar la cuota de mercado, y crear beneficios transfronterizos o sinergias, todos ellos indicadores de creación de valor en la empresa resultante. Sin embargo, si no se planifican, dirigen y ejecutan adecuadamente, pueden provocar resultados contrarios a los esperados, causando incluso en los casos más extremos, la disolución de la compañía, con el consiguiente cese de actividad y despido de trabajadores².

Las operaciones de F&A se producen por diversas razones, pero existe un objetivo común en todas ellas: el presupuesto de conseguir la **creación de valor**. Así, en el rol de las fusiones y adquisiciones existe un objetivo clave que las empresas deben tener en cuenta: juntas valen más que separadas. De este modo, con las operaciones de F&A se pretende lograr lo siguiente:

- Mayor beneficio para los accionistas
- Consolidación de un lugar en el mercado
- Incremento de redes de distribución
- Innovación y tecnología
- Recursos humanos cualificados
- Diversificación

Cuando se unen dos empresas no solo se está eliminando a la competencia, sino que también se busca el ser más competitivas, mediante la obtención de mejores resultados a través de la reducción de costes y/o la combinación de sus modelos de negocios, pretendiendo conseguir que funcionen correctamente juntas.

² Haley, J. M. y Sidky, M. H. (2009): *Inter-organizational Learning and the Merger Process: Can Competing Firms Merge into Bigger Learning Organizations*. Washington D.C.: Strategic Management Journal.

Es evidente que este tipo de operaciones conlleva un cierto grado de riesgo unido a ellas, pero a través de una precisa planificación, dirección y cuidadosa ejecución pueden ser sumamente exitosas, tal y como se analizará a través del caso Disney -Pixar.

La consultora McKinsey realizó un estudio durante los años 1998 y 1999 en el que se analizaron 115 grandes operaciones de F&A de comienzos de los años noventa a nivel mundial. En él se comprobó que, entre los tres y cinco años siguientes, el 60% no conseguía producir retornos superiores al coste del capital requerido para financiar la operación, siendo tan sólo el 23% de estas operaciones exitosas.

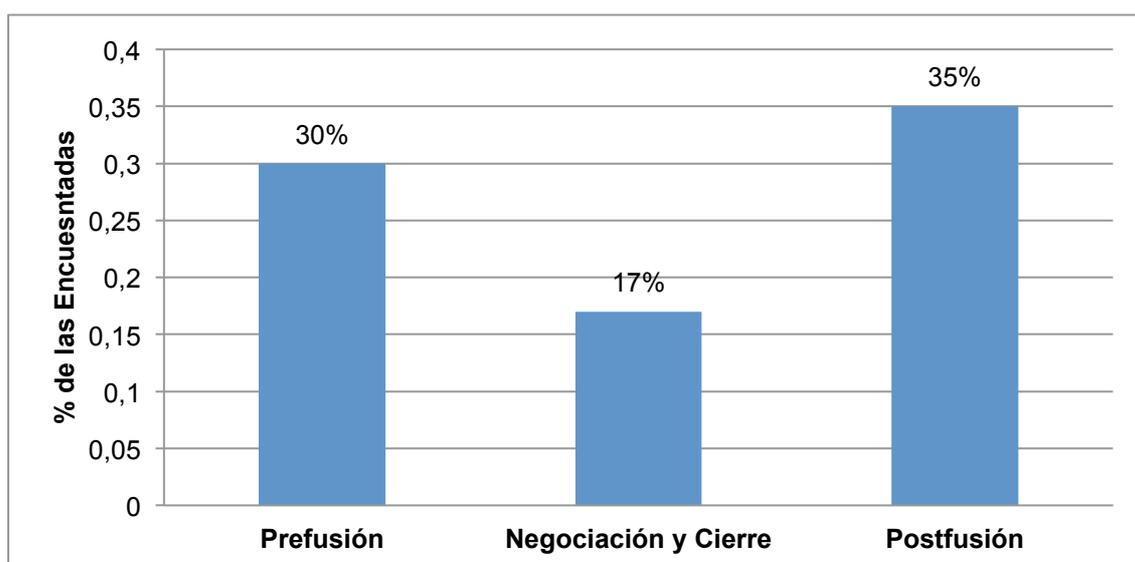
El estudio llegó a la conclusión de que el 58% de las operaciones no lograron alcanzar los objetivos marcados. Dado este elevado resultado negativo, es importante conocer el porqué de tan frecuente fracaso. En las conclusiones del estudio se establecieron las principales razones detrás de estos fracasos, que se resumen en los siguientes puntos:

- Problemas de integración cultural entre las compañías combinadas
- Sobreestimación de las sinergias
- Precio excesivo
- Incorrecta definición de los objetivos económicos y/o financieros perseguidos con la operación
- Proyecciones muy optimistas
- Influencias gubernamentales

El gráfico presentado a continuación muestra el riesgo de fracaso inherente a cada fase de la operación. De él se puede deducir que es durante la fase de implantación de las fusiones y adquisiciones dónde suelen surgir más conflictos. De este modo, uno de los mayores problemas que surge durante esta fase es debido a las diferencias culturales de las empresas implicadas. Las tensiones y conflictos culturales entre las organizaciones que se combinan son,

frecuentemente, causa de dificultades relacionadas con la integración. La consideración insuficiente de los factores culturales en la etapa previa a la adquisición y la gestión inadecuada de las diferencias culturales en la etapa posterior al cierre del acuerdo pueden conducir al fracaso de la operación³

- Gráfico 1: **Riesgo de fracaso en cada fase de la operación**



• *Fuente: Kearney Global PMI securities*

Dicho esto, partamos de un ejemplo en la misma industria, la de los Medios de Comunicación y Entretenimiento (M&E), en el que claramente no se consiguieron los resultados pretendidos debido a la dificultad de integrar la cultura de ambas organizaciones.

El 10 de enero de 2000, **America Online (AOL) y Time Warner** anunciaron la mayor fusión empresarial de la historia. AOL pagó por Time Warner aproximadamente 165.000 millones de dólares, asumiendo un nivel de deuda que elevaba la operación hasta 186.000 millones de dólares. La operación fue considerada un movimiento revolucionario que unía el pasado con el futuro mediante una combinación de lo impreso y lo electrónico.

³ Castro Casal, C.(2003). *Dirección del conflicto cultural en fusiones y adquisiciones*. Santiago de Compostela, Vol 9, Pp. 129-150.

El nacimiento de AOL Time Warner, según declaraba Steve Case, el presidente de la nueva firma (proveniente de AOL), era "el gran acto fundacional del siglo de Internet". La combinación de recursos de AOL, el mayor proveedor mundial de acceso a la red, y Time Warner, el gigante de la prensa, la televisión y el cine, se traduciría, auguraba Case, en la "aceleración de la revolución digital".

El impacto en Wall Street del anuncio de la fusión se tradujo en la pérdida de AOL de un 3,31%, cotizando a 71,31 dólares, y situando su valor en Bolsa en 159.243 millones de dólares. Por contra, Time Warner se revalorizó un 39,38% y sus acciones pasaron de 64,75 dólares a 90,25 dólares, elevando su valor en Bolsa por encima de los 115.000 millones de dólares⁴.

En enero de 2001, un año después de anunciar su fusión, recibieron la aprobación final por parte de la Comisión Federal de Comunicaciones del gobierno norteamericano, produciéndose la fusión, cuyo valor fue calculado en 165.000 millones de dólares⁵.

Sin embargo, las sinergias de estas dos compañías, con dinámicas de trabajo diferentes, nunca se produjeron. La caída de las punto-com, y la disminución del acceso a Internet por vía telefónica fueron factores devastadores para la nueva compañía. En enero de 2003, la cotización de la compañía se desplomaba cerca del 70%, las ventas seguían prácticamente estancadas y se sucedían problemas de integración de las culturas de ambas empresas.

Presionado por diversos poderes mediáticos y, sobre todo, por los descontentos accionistas y el resto de los consejeros de la compañía, Case, impulsor de la fusión, dimitió. Esto hecho produjo una importante inquietud en la dirección de la compañía y un gran interrogante acerca del futuro de la división AOL. Segregar o vender eran dos opciones que comenzaban a barajarse.

Días después, coincidiendo con la presentación de resultados del grupo correspondientes al año 2002, en los que la compañía había perdido 97.217 millones de dólares por las fuertes amortizaciones del fondo de comercio tras la

⁴ AOL y Time Warner protagonizan la mayor fusión empresarial de la historia (2000, 11 de enero). *El País*. Disponible en: http://elpais.com/diario/2000/01/11/portada/947545201_850215.html

⁵ Time Warner y AOL superan el último obstáculo para su fusión (2001, 12 de enero). *ABC*, p. 79.

fusión, Ted Turner, fundador de CNN y principal accionista individual de AOL Time Warner, presentaba su dimisión como vicepresidente del grupo.

En octubre de 2003, la compañía suprimía AOL de su razón social y pasaba a denominarse sólo Time Warner. Era el fracaso más patente de la publicitada unión⁶. Llegado este punto, es preciso indicar que en momento de la fusión muchos expertos teorizaron la dificultad de la misma al mezclar la cultura de ambas organizaciones⁷.

El 28 de mayo de 2009, el consejo de administración de Time Warner aprobó la escisión de AOL, así como su salida a Bolsa durante ese año, poniendo fin a más de ocho años de colaboración. La compañía justificaba la medida en la necesidad de saldar las fuertes pérdidas que sufría desde hacía años, agravadas por la crisis, y la voluntad de centrarse en su verdadero negocio: el cine y los contenidos para la televisión.

El consejero delegado de Time Warner, Jeff Bewkes, aclaraba que “una separación era la mejor solución tanto para Time Warner como para AOL”, porque así tendría “las mejores opciones para buscar su total potencial como empresa de internet líder independiente”⁸.

Como confirma este caso, esta estrategia no siempre culmina con éxito. En los últimos años se ha observado con preocupación el hecho de que muchas de las empresas han fracasado en sus proyecciones, con un severo impacto en su gestión y resultados. Una parte de los fracasos se debe a un mal ajuste financiero pero en su gran mayoría tienen su foco en un mal ajuste organizacional.

Muchos autores se preguntan por qué si la tasa de fracaso de este tipo de operaciones es tan alta las empresas siguen haciendo uso de las fusiones y adquisiciones. Así pues, este análisis del caso Disney-Pixar tiene el propósito de mostrar, a través del ejemplo, cómo mediante una buena planificación, dirección y

⁶ Cabrales, R. y Rodríguez-Roselló, D. (2009) La fusión AOL-Time Warner. *Expansión*. Disponible en:

<http://www.expansion.com/especiales/20aniversario/20corporativos/index.html>

⁷ AOL y Time Warner se separan (2009, 17 de noviembre). *El País*. Disponible en:

http://tecnologia.elpais.com/tecnologia/2009/11/17/actualidad/1258452061_850215.html

⁸ Time Warner se escinde de AOL para sacarla a Bolsa” (2009, 29 de mayo). *ABC*. Disponible en:

http://www.abc.es/hemeroteca/historico-29-05-2009/abc/Economia/time-warner-se-escinde-de-aol-para-sacarla-a-bolsa_921313191202.html

ejecución puede conseguirse que la unión de ambas compañías resulte sumamente exitosa, analizando también cuáles fueron las principales razones y personas detrás de estos buenos resultados.

3 RESUMEN DE LA INDUSTRIA Y LAS EMPRESAS

3.1 ANÁLISIS DEL ENTORNO ESPECÍFICO

En la actualidad, vivimos en un tiempo definido por la cada vez mayor **presencia del mundo digital** en todos los sectores de la industria de Medios de Comunicación y Entretenimiento (M&E)⁹. La industria de M&E se encuentra en continua expansión desde hace más de una década. Es una industria marcada fundamentalmente por el **crecimiento constante y el cambio acelerado**. Internet y las nuevas tecnologías de la información fueron el disparador clave de este crecimiento, revolucionando la forma de hacer negocios en esta industria. De este modo, el reto para las empresas que compiten en ella es saber dirigir estas nuevas tecnologías por el camino de la rentabilidad.

Los medios tradicionales lejos de desaparecer, han tratado de reinventarse. Las empresas tienen dos alternativas: evolucionar o desaparecer. Así, éstas no tienen otra alternativa que adaptarse e integrar lo digital como parte central del desarrollo de la firma, aprendiendo a vivir en este nuevo entorno de manera natural.

Por otro lado, la industria de M&E se encuentra marcada por las principales tendencias de la economía mundial. Así, es necesario tener en cuenta que este sector no actúa en un mundo aislado, y por lo tanto, se encuentra inmerso en el estado de incertidumbre actual. Ciertamente es que la intensidad de la misma no es igual en todas las regiones. Sin embargo, en términos globales la inestabilidad se considera una señal de identidad de la economía, que marcará la industria en los próximos años¹⁰.

⁹ PricewaterhouseCoopers (2012). *Global Entertainment and Media Outlook: 2012-2016*. Disponible en: <http://www.pwc.es/es/publicaciones/entretenimiento-y-medios/assets/global-entertainment-and-media-outlook-2012-2016.pdf>

¹⁰ PricewaterhouseCoopers (2012). *Op. Cit.*

3.1.1 CINCO FUERZAS DE PORTER

Pasamos a continuación a analizar el entorno específico; cómo de atractiva es la industria de M&E para las empresas que compiten en ella, así como para aquellas otras que estudian la posibilidad de entrada en el sector. El método utilizado es las 5 fuerzas de Michael Porter (modelo estratégico elaborado en 1979 por este ingeniero y economista, profesor de la Harvard Business School):

3.1.1.1 Amenaza de nuevos competidores

La amenaza de nuevos competidores en cualquier industria depende de la solidez de las barreras de entrada a la misma, así como de la respuesta de los competidores existentes.

En el caso de la industria de M&E ésta es relativamente baja puesto que en ella se encuentran establecidas una serie de compañías y conglomerados con una presencia significativa, tanto en la línea de los medios de comunicación como en la producción de películas, creando así una **notable barrera de entrada** para posibles empresas que quieran acceder a la industria. Además, el hecho de que sea necesaria una gran inversión inicial para la producción de una película, debido a los altos costes y capital requerido, también actúa como una barrera de entrada en la industria.

Por lo tanto, es posible concluir que **la amenaza de nuevos entrantes en la industria de M&E es baja.**

3.1.1.2 Poder de negociación de proveedores

El poder de negociación de los proveedores en la industria de M&E varía dependiendo del tipo de proveedor. Por un lado, la cadena de valor de muchas empresas está principalmente gestionada internamente. Sin embargo, a fin de

mantener o alcanzar una ventaja competitiva, otras **muchas utilizan la subcontratación** para reducir los costes.

Esta estrategia reduce en mayor medida el poder de negociación de los proveedores americanos, dado que los **proveedores extranjeros** proporcionan los mismos servicios a cambio de una fracción del coste. Además, la industria ha presenciado un incremento en el número de proveedores existentes como resultado del aumento de la subcontratación. Esto provoca una **bajada del poder de negociación de los proveedores** al aumentar el número de empresas que compiten al mismo nivel.

3.1.1.3 Poder de negociación de clientes

En primer lugar, si atendemos a las empresas que distribuyen los contenidos de Disney, es posible afirmar que éstas no tienen mucho poder de negociación sobre la corporación.

Sin embargo, el poder de negociación en la industria de M&E lo poseen los clientes como consumidores. Este poder de negociación se debe en parte a la amplia oferta existente en el mercado; si existen alternativas disponibles de menor coste es probable que las familias las escojan. Así, existen otras empresas con parques de atracciones, otras cadenas televisivas y otras productoras de cortometrajes y largometrajes¹¹.

La **disponibilidad de productos sustitutivos** también aumenta el poder de negociación de los clientes, como consumidor final de los productos y servicios de ocio y entretenimiento. Los clientes cuentan con una amplia selección de programación entre la que elegir y fácil acceso a ella debido a la programación online y a los nuevos canales de distribución. Por último, la **creciente globalización** suma poder de negociación a los clientes.

¹¹ Dorantes, A.L. (2013, 19 de octubre). Walt Disney Company. Disponible en: <http://estrategiacompetitivaufm.blogspot.com.es/2013/10/walt-disney-company.html>

3.1.1.4 Amenaza de productos sustitutivos

Actualmente, una de las mayores amenazas de productos sustitutivos en la industria de M&E viene desencadenada por la **innovación en otros sectores**.

Concretamente hablando en la industria cinematográfica, cada vez las visitas a los cines son menores debido a que se enfrentan a Internet, DVDs y la televisión. Según un artículo publicado en KienyKe, “en 2012 las empresas de Hollywood presentaron ingresos en taquilla cercanos a los 10.000 millones de dólares y solamente en Estados Unidos las salas de cine estrenaron 655 películas en ese año, la mayor cifra habida hasta el momento”.¹² Así pues, este artículo refleja cómo la industria cinematográfica ha podido contrarrestar los efectos de la piratería.

Sin embargo, la innovación en otros sectores está propiciando la **aparición de productos sustitutivos** que podrían afectar de manera notable a la industria y, por tanto, es posible concluir que la **amenaza** de productos sustitutivos es **alta**.

3.1.1.5 Rivalidad entre los competidores

La industria de M&E se encuentra en constante expansión. Sin embargo, todos los **competidores** relevantes están **consolidados**, provocando que la rivalidad entre ellos sea alta.

Este sector se enfrenta actualmente a grandes desafíos por la **aparición de nuevos métodos de difusión alternativos**, lo cual ha aumentado aún más la competencia entre las plataformas de difusión.

En la actualidad las empresas están propiciando **acuerdos de colaboración** entre ellas con el objetivo de adquirir una mayor cuota de mercado y alcanzar una ventaja competitiva frente a los otros líderes de la industria. El **objetivo** de esta estrategia es **ser pioneros en el campo del entretenimiento digital**, dónde la **tecnología es un factor sumamente importante**, creando de este modo una

¹² Disney, un titán exiliado del cine a la televisión (2013, 14 de julio). *KienyKe*. Disponible en: <http://www.kienyke.com/economia/disney-un-titan-exiliado-del-cine-a-la-television/>

gran barrera de entrada para empresas que quieran comenzar a operar en el sector.

3.1.2 NÚMERO DE EMPRESAS EN EL SECTOR

Para poder comprender cómo se organizan las empresas del sector, se incluye un breve análisis de éstas:

En la industria de M&E operan más de 200 compañías, aunque solo unas pocas controlan la mayor parte del mercado. En el ranking del año 2012 realizado por Fortune 500 se puede observar cuáles son las siete mayores empresas del sector por ingresos y beneficios¹³:

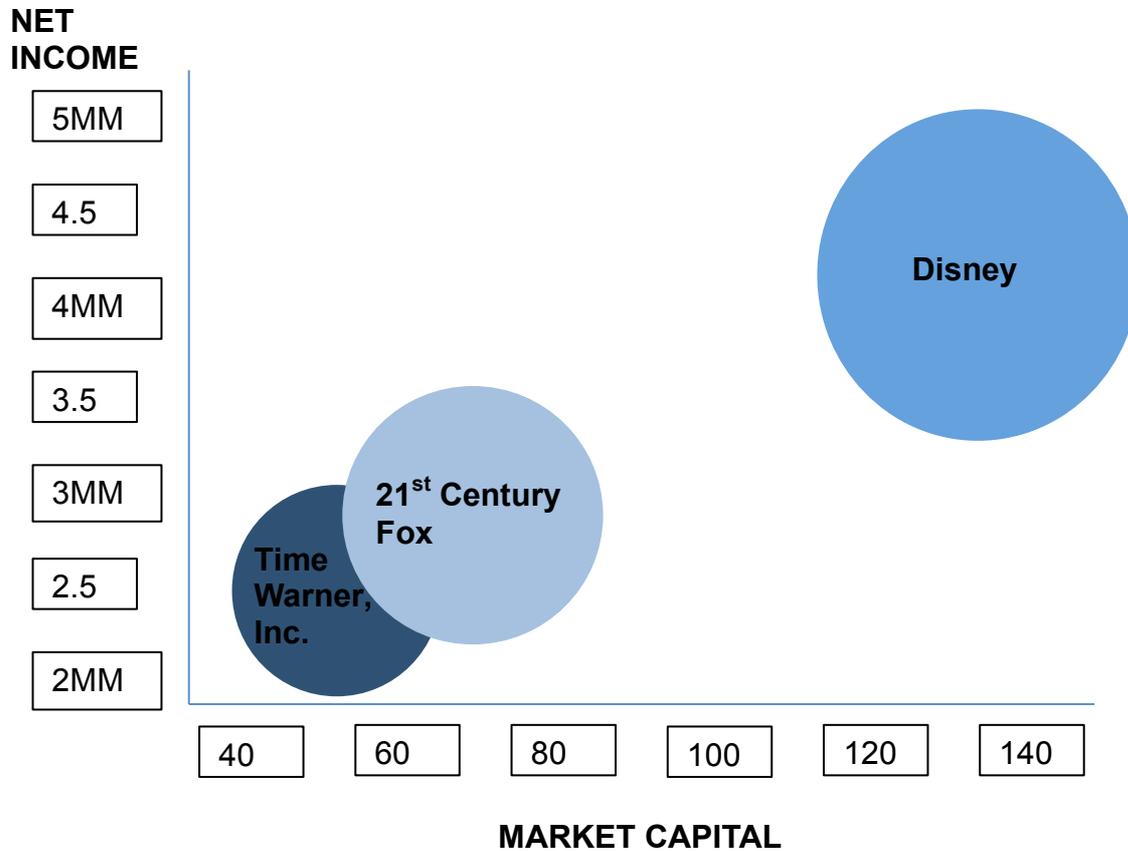
1. Walt Disney
2. News Corp. (actualmente News Corp. and 21st Century Fox)
3. Time Warner
4. Viacom
5. CBS
6. CC Media Holdings
7. Live Nation Entertainment

The Walt Disney Company se sitúa la número uno del ranking, elevándose como la compañía con mayores beneficios dentro del sector de M&E, seguida por News Corp. y Time Warner.

El siguiente gráfico muestra la posición financiera global de las tres principales compañías de la industria de M&E: The Walt Disney Company, 21st Century Fox (anteriormente News Corp.), y Time Warner, Inc. El eje vertical representa los **Ingresos Netos**, mientras que el eje horizontal hace referencia a la **capitalización bursátil** de las empresas. Los círculos muestran los **Activos** que éstas poseen (los datos figuran en miles de millones de dólares).

¹³ Fortune (2012). Industries. *CNN Money*. Disponible en:
<http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2012/industries/145/>

Gráfico 2: **Posición financiera global de las tres compañías principales del sector**



Fuente: *Entertainment Industry Analysis (2011)*

Además, se presenta un cuadro con un resumen de la **información financiera** más **relevante** de las tres principales compañías del sector. En él aparece la **capitalización bursátil** de las empresas, los **ingresos** obtenidos durante el año 2013, la **tasa de crecimiento trimestral**, el **número de empleados** y, por último, el **beneficio por acción (BPA)**. De la tabla se desprende cómo Disney es la compañía de mayor tamaño, con una capitalización bursátil que duplica a la de sus competidores y un nivel de ingresos también significativamente superior.

Tabla 1: **Las tres principales compañías del sector (datos financieros)**

INFORMACIÓN FINANCIERA	THE WALT DISNEY COMPANY	21ST CENTURY FOX	TIME WARNER
Capitalización (millones de dólares)	136.840	76.530	60.970
Ingresos (2013), (millones de dólares)	46.010	29.790	29.800
Tasa de crecimiento trimestral	0,09	0,15	0,05
Empleados	175.000	25.600	34.000
Beneficio por acción (BPA)	3,64	2,14	3,92

Fuente: Yahoo Finance (2013)

Así, como resultado de una **industria altamente competitiva**, dónde las **barreras de entrada** son altas, el método de las **fusiones y adquisiciones** se convierte en una **pieza clave** para la consolidación de compañías mediante la adquisición de otras empresas del sector, tal y como se refleja en el cuadro siguiente dónde aparecen las operaciones más relevantes del año 2013.

Tabla 2: Operaciones de F&A en la industria de M&E en Estados Unidos (2013) (datos en millones de dólares)

Fecha de anuncio	Empresa	Objetivo	Sector	Valor de la transacción
Sep-13	Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	Telecomunicaciones	130.100
Feb-13	Comcast Corp	NBCUniversal Media LLC	Radiodifusión	16.700
Feb-13	Liberty Global Inc	Virgin Media Inc	Telecomunicaciones	16.381
Oct-13	Crown Castle International	AT&T Inc-Tower Lease Rights	Telecomunicaciones	4.850
Jul-13	Tribune Co	Local TV-Television Stn(19)	Radiodifusión	2.725
Mar-13	Liberty Media Corp	Charter Communications Inc	Cable	2.674
Jun-13	Gannett Co Inc	Belo Corp	Radiodifusión	2.142
Dec-13	Frontier Communications Corp	Southern New England Telephone Co (AT&T)	Telecomunicaciones	2.000

Fuente: Thomson Reuters (2013)

La industria de M&E puede calificarse de extremadamente amplia, conteniendo aspectos tan diversos como televisión, prensa, revistas y mercado digital o internet. Para acotar el estudio al caso Disney-Pixar, tomaremos de referencia el **sector cinematográfico** que describe a todas las ramas económicas de la producción y distribución de películas en el cine o la televisión.

En referencia al contexto actual, durante el año 2013 se produjo un **aumento** en las **operaciones de F&A** dentro del sector cinematográfico. Las operaciones se vieron incrementadas en 6 respecto al año anterior, alcanzando un total de 46 acuerdos dentro del sector (un 15% más). Sin embargo, el valor de las transacciones se vio reducido a 500 millones de dólares, comparado con los 8.500 millones de dólares del año anterior. Este último dato se debió principalmente por las grandes operaciones que tuvieron lugar en 2012: la compra por Disney de Lucasfilm, valorada en 4.100 millones de dólares, y la adquisición de Getty Images por The Carlyle Group por la suma de 3.300 millones de dólares.

Es preciso recalcar como factor clave para el posterior análisis del caso, dado que fue uno de los principales motivos que desencadenó la adquisición, la **creciente importancia de la innovación y las nuevas tecnologías** dentro del sector. Las empresas del mercado buscan nuevas formas competir, buscando ampliar sus líneas de negocio desde los sectores tradicionales hacia nuevos sectores emergentes como son la producción de películas en 3D, las nuevas plataformas digitales de distribución o los canales de televisión en el móvil. Así, todas las empresas del sector están incrementando sus inversiones en tecnología digital para alcanzar una ventaja competitiva frente a sus competidores.

Tabla 3: **Análisis DAFO de la industria cinematográfica**

<p>DEBILIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> • Elevados recursos para investigación y desarrollo (I+D) • Alta inversión • Alto riesgo • Público objetivo limitado 	<p>FORTALEZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> • Disponibilidad de tecnología innovadora a precios bajos • Mayor audiencia a causa del proceso de globalización
<p>AMENAZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> • Competencia: global, nacional y local • Alta exigencia en términos de ventas, creatividad e innovación • Rotación de personal 	<p>OPORTUNIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> • Aumento de la demanda debido a nuevos campos: mediático o educativo • Auge de los medios digitales: internet como vía de distribución • Nuevas generaciones

Fuente: Elaboración propia

De la tabla adjunta se desprenden los principales motivos por los que las empresas de este sector tienden a recurrir a las operaciones de F&A. Se trata de un sector dónde se precisa una **alta inversión** de recursos para posicionarse como líder, y dónde ser la empresa con la más avanzada **tecnología** supone una gran ventaja competitiva.

3.2 RESUMEN DE LAS EMPRESAS

El objetivo de las operaciones de F&A es crear valor para aumentar la competitividad de la compañía y, en consecuencia, ser más rentable. Toda operación precisa un estudio previo sobre la empresa. Es importante conocer tanto lo que ésta necesita como lo que consigue con la fusión-adquisición. Así, se convierte en un factor básico comprender cuál es el verdadero negocio de la empresa, lo que la hace ser rentable. En este punto, se realiza un análisis de cada una de las líneas de negocio para conocer las áreas de oportunidad; dónde se encuentran y se pueden desarrollar las ventajas competitivas¹⁴.

Por otro lado, también es indispensable obtener **información detallada de la compañía que se pretende adquirir**, con el fin de evitar posibles sorpresas una vez concluido el acuerdo. De esta manera, tanto la insuficiente investigación acerca de la empresa que se pretende adquirir-fusionar como la falta de conocimiento del negocio son factores que pueden condicionar el fracaso de una operación de F&A.

Dicho esto, se presenta a continuación un análisis de las empresas protagonistas del caso.

¹⁴ Roles tras los procesos de fusión y adquisición (2013, octubre 24). *Negociación Integral*. Disponible en: http://www.laquintacolumna.com.mx/2008/junio/internacional/int_090608_esp_disney_y_pixar.html

3.2.1 THE WALT DISNEY COMPANY

The Walt Disney Company es actualmente la mayor compañía de medios de comunicación y entretenimiento del mundo. Desde el 6 de mayo de 1991, Disney cotiza en la Bolsa de Valores de Nueva York.

La compañía fue fundada en 1923 por los hermanos Walt y Roy Disney, como un estudio de animación en Los Ángeles. Desde ese mismo año, los dos hermanos comenzaron a producir dibujos animados en Hollywood. El contundente éxito de sus películas tuvo como consecuencia que sus producciones llegaran a ser consideradas por gran parte del público como la única forma posible de hacer cine de dibujos animados, lo cual dificultó en gran medida la aparición de propuestas alternativas dentro del cine de animación hasta bien entrado en el siglo XXI, de mano de empresas como DreamWorks¹⁵.

Walter E. Disney fue el creador de personajes como Mickey Mouse en 1928 o el Pato Donald en 1934, y también fue el impulsor de grandes proyectos como Disneylandia, en Anaheim, California, el primer parque de Disney, inaugurado en el año 1955. Hoy en día este último se reputa el parque de atracciones más grande y visitado del mundo¹⁶.

Tras la muerte del Walt Disney en 1966, la estabilidad de la empresa se vio seriamente afectada. Walt fue sucedido en la dirección ejecutiva de la empresa por su socio y hermano **Roy O. Disney**, cuando los ingresos de la compañía ascendían a 110 millones de dólares.

En ese momento la compañía se encontraba desprovista de imaginación y estaba perdiendo dinero. Además, existía el riesgo de que fuera dividida y vendida al mejor postor. Es en medio de esta crisis que **Michael Eisner** fue nombrado presidente ejecutivo de la compañía en 1984, comprometiéndose a maximizar el valor para los accionistas y reconstruir la marca Disney, conservando los valores originales de la empresa. Para ello, diversificó las operaciones de las distintas

¹⁵ The Walt Disney Company (2011, 5 de enero). *Factoría Histórica*. Disponible en: <https://factoriahistorica.wordpress.com/2010/12/31/the-walt-disney-company-ii/>

¹⁶ Disney World cumple 40 años como el parque de fantasía más visitado del mundo (2011, 7 de octubre). El Mundo. Disponible en: http://www.elmundo.es/america/2011/10/06/estados_unidos/1317912831.html

divisiones corporativas alrededor del mundo y entabló alianzas estratégicas con diversos estudios de animación y una de las principales cadenas televisivas de la época.

Gracias a esto, en 1998 Disney logró ocupar el primer lugar en el mercado de las compañías más cotizadas del mundo. A finales del año 2001, los ingresos de la compañía habían aumentado de 1.650 a 25.000 millones de dólares¹⁷.

Tras 21 años al frente del grupo, Michael Eisner abandonó el cargo de director ejecutivo en el año 2005, y **Bob A. Iger**, hasta el momento director de operaciones del grupo, fue nombrado su sustituto. Aunque Iger no era el favorito para asumir el cargo de CEO de la compañía, desde el comienzo de su gestión en 2005, el valor de capitalización bursátil de la empresa aumentó un 80%, casi cuatro veces más que el índice Dow Jones¹⁸.

Iger se hizo responsable de la dirección de la empresa en un momento difícil, marcado por "un intento de adquisición hostil, una revuelta de los accionistas y una batalla con dos prominentes miembros de la junta directiva", recuerda el CEO. Sin embargo, a pesar del entorno poco favorable, en los primeros meses de su gestión, Iger logró solucionar los problemas con los accionistas. Además, como se apuntará en el epígrafe 5.3, fue una persona de vital importancia para la adquisición de Pixar Animation Studios.¹⁹

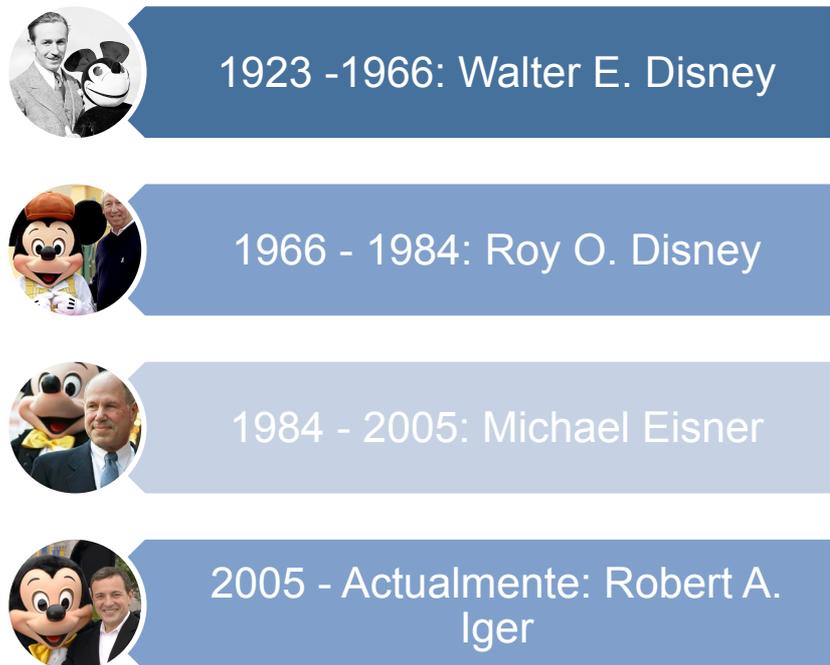
¹⁷ Rukstad, M. J. y Collis, D (2009, 15 de enero). The Walt Disney Company: The Entertainment King. Harvard Business School. Disponible en:

<http://studystream.org/upload/data/388/TheWaltDisneyCo.TheEntertainmentKing.pdf>

¹⁸ Robert Iger, nuevo presidente de Disney (2005, 15 de marzo). *El Mundo*. Disponible en: <http://www.elmundo.es/mundodinero/2005/03/13/empresas/1110744101.html>

¹⁹ "Robert Iger, nuevo presidente de Disney" (2005, 15 de marzo). *Op. Cit.*

Gráfico 3: Los cuatro CEOs de la historia de la empresa



Fuente: Wikipedia (2014)

Tras este breve resumen de la historia de la compañía y las personas que han sido más relevantes en su dirección, es preciso indicar la misión de la empresa, definida por: “ser uno de los productores y proveedores de entretenimiento e información líderes del mundo, utilizando su cartera de negocios para diferenciar su contenido, servicios y productos de consumo”.

Del enunciado anterior se desprende la **estrategia de diferenciación** que sigue la empresa, tratando de diferenciar sus productos y servicios ofreciendo calidad e innovación para poder poner un precio de venta superior al de las otras compañías del sector. De esta manera, trata de ofrecer productos y servicios de calidad orientados a lo que busca el consumidor. Dicho esto, las fuentes de la ventaja competitiva de la empresa se resumen en:

Gráfico 4: **Fuentes de la Ventaja Competitiva de Disney**



Fuente: *Elaboración propia*

A continuación, se presenta un cuadro resumen de un análisis DAFO de la compañía, del cual se extraen las principales fortalezas y debilidades de la empresa, así como dónde se encuentran sus oportunidades y cuáles son sus principales amenazas. Los datos son anteriores a la adquisición de Pixar.

Tabla 4: **Análisis DAFO de The Walt Disney Company**

DEBILIDADES	FORTALEZAS
<ul style="list-style-type: none"> • Creatividad agotada • Actitud pasiva de los empleados • Estrategia de comercialización 	<ul style="list-style-type: none"> • Sólida base financiera • Marca reconocida • Compañía diversificada • Presencia global • Extensos canales de distribución

AMENAZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • Piratería • Descenso en la frecuencia del consumo 	<ul style="list-style-type: none"> • Fuerza financiera para emprender nuevos negocios • Nuevas aperturas (p.ej. Hong Kong Disneyland)

Fuente: Elaboración propia

Disney, junto con sus subsidiarios, es una compañía diversificada que opera principalmente en **cuatro áreas de negocio**. De este modo, desde la perspectiva de los inversores, esta diversificación reduce el riesgo de la inversión.

Para poder comprender de dónde provienen sus ingresos, es necesario analizar primero los componentes de las principales líneas de negocio de la compañía, segmentadas en las siguientes categorías:

i. Red Mediática

Este segmento, formado por las redes de medios de difusión, se encuentra centrado en la **American Broadcasting Compañía (ABC)**. El grupo fue adquirido por Disney en 1996 y opera: Walt Disney Television, ABC Studios, ABC Entertainment, Disney-ABC Domestic Television²⁰.

Además, Disney controla un grupo de **canales de televisión restringida**; Disney Channel, ABC Family y SOAPnet²¹.

ii. Parques Temáticos y Resorts

Esta división es la encargada de dirigir, construir y coordinar los **parques temáticos de la compañía y resorts**. Walter E. Disney creó el primer parque

²⁰ The Walt Disney Company (2014). *Disneywiki*. Disponible en: http://es.disney.wikia.com/wiki/The_Walt_Disney_Company

²¹ Walt Disney Company (DIS) (2014). *Wikinvest*. Disponible en: [http://www.wikinvest.com/stock/Walt_Disney_Company_\(DIS\)#Major_Sources_of_Revenue](http://www.wikinvest.com/stock/Walt_Disney_Company_(DIS)#Major_Sources_of_Revenue)

temático, Disneyland, en 1955 en Anaheim, California. Actualmente opera los siguientes:

- 1955: Disneyland en Anaheim, California.
- 1971: Walt Disney World Resort en Florida.
- 1983: Disney Resort Tokio.
- 1998: Disney Cruise Line con sede en Celebration, Florida. (compañía que ofrece cruceros).
- 1992: Disneyland Paris en París.
- 2005: Hong Kong Disneyland.
- 2015: Shanghai Disneyland Resort (en construcción).

iii. Estudios de Televisión

A menudo esta unidad de negocio es considerada la **parte empresarial más visible** de la compañía puesto que Disney adquirió renombre gracias a sus producciones de cine. Sin embargo, produce los ingresos más volátiles dado que éstos dependen de la habilidad de la compañía para producir películas que terminen siendo un éxito en taquilla, lo cual es un hecho difícil de prever.

iv. Productos de Consumo

El origen de este segmento fue en 1928, cuando a Walt Disney se le acercó un hombre de negocios para solicitarle una licencia para colocar la imagen de Mickey Mouse en una pizarra para niños. Hoy en día los productos comercializados por Disney cubren una amplia gama, abarcando desde juguetes hasta alimentos, pasando por juegos electrónicos y artesanías.

Andy Mooney solía ser el responsable de este segmento. Se incorporó a Disney en el año 2000. Bajo su presidencia, las ventas mundiales de la línea de Productos de Consumo Disney casi se triplicaron, hasta alcanzar 2.678 millones de dólares en 2010.

Al integrarse en una sola empresa toda esta red segmentada, Disney adquiere la **estabilidad económica** necesaria para poder crecer y prosperar. Esto se refleja tanto en el precio de la acción de la compañía, como en la habilidad de ésta para remunerar adecuadamente a sus accionistas.

3.2.1.1 Indicadores Clave de Desempeño

i. Balance de Situación

Como se desprende del balance de la compañía, vemos que en el Patrimonio Neto contiene 4.281 millones de dólares en **autocartera**. Esto se explica dentro de la política seguida Disney de remunerar a sus accionistas mediante devoluciones de capital.

Tabla 5: Balance de Situación Disney (datos en millones de dólares)

	30.09.2004	01.10.2005
ACTIVO		
Tesorería	2.042	1.723
Cuentas a cobrar	4.558	4.585
Existencias	775	626
Costes de Televisión	484	510
Impuestos diferidos	772	749
Otros activos corrientes	738	652
Total Activo corriente	9.369	8.845
Coste de películas y televisión	5.938	5.427
Inversiones financieras	1.292	1.226
Parques de atracciones, hoteles y otros		
Edificios, atracciones y equipamiento	25.168	27.570
Amortización acumulada	-11.665	-12.605
	13.503	14.965
Proyectos en curso	1.852	874
Terrenos	1.127	1.129
	16.482	16.968
Activo intangible	2.815	2.731
Fondo de comercio	16.966	16.974
Otros activos	1.040	987
TOTAL ACTIVO	53.902	53.158

PASIVO

Cuentas a pagar	5.623	5.339
Préstamos a corto plazo	4.093	2.310
Ingresos no devengados	1.343	1.519
Total Pasivo corriente	11.059	9.168
Préstamos a largo plazo	9.395	10.157
Impuestos diferidos	2.950	2.430
Otras deudas a largo plazo	3.619	3.945
Intereses minoritarios	798	1.248
TOTAL PASIVO	27.821	26.948
Capital	12.447	13.288
Reservas y otros	15.496	17.203
Acciones propias en cartera	-1.862	-4.281
PATRIMONIO NETO	26.081	26.210
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	53.902	53.158

Fuente: The Walt Disney Annual Report (2005)

ii. Ingresos

El enfoque global de Disney proporciona a la empresa múltiples formas de obtener y aumentar sus ingresos, tal y como se desprende de la siguiente tabla. De este modo, la compañía puede disponer de mayor flexibilidad financiera.

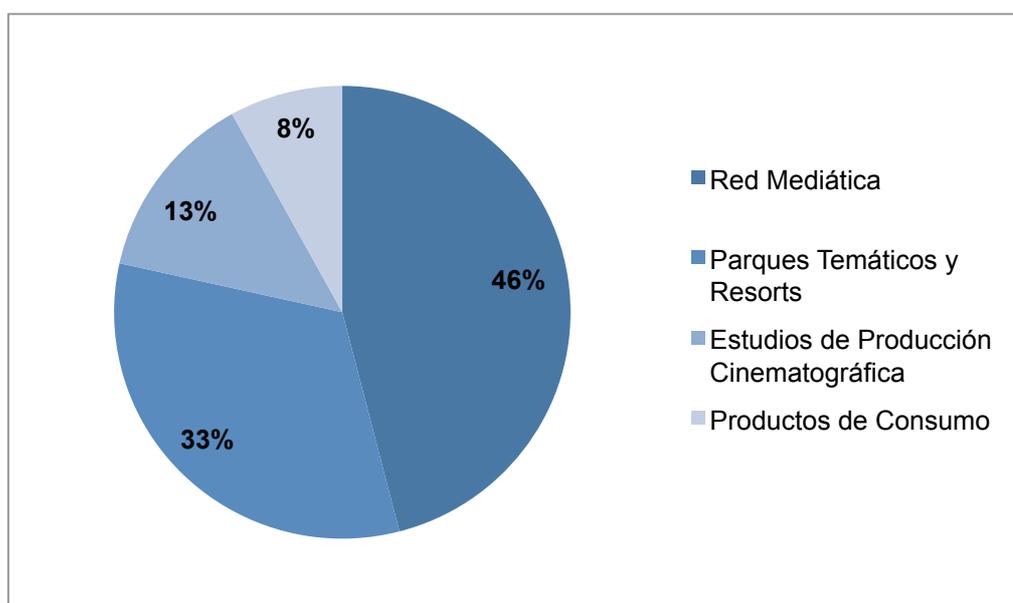
Tabla 6: **Resultados por segmento de negocio (datos en millones de dólares)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos											
Media Networks	10.360	11.299	12.566	14.039	14.913	15.857	16.209	17.162	18.714	19.436	20.356
Parks and Resorts	6.412	7.750	9.023	9.925	10.626	11.504	10.667	10.761	11.797	12.920	14.087
Studio Entertainment	7.364	8.713	7.587	7.529	7.491	7.348	6.136	6.701	6.351	5.825	5.979
Consumer Products	2.344	2.414	1.914	1.869	1.990	2.415	2.425	2.678	3.049	3.252	3.555
Interactive	n.d.	n.d.	284	385	490	719	712	761	982	845	1.064
	26.480	30.176	31.374	33.747	35.510	37.843	36.149	38.063	40.893	42.278	45.041
Resultado operativo											
Media Networks	1.356	2.378	3.062	3.629	4.534	4.981	4.765	5.132	6.146	6.619	6.818
Parks and Resorts	946	1.077	1.178	1.534	1.710	1.897	1.418	1.318	1.553	1.902	2.220
Studio Entertainment	620	661	206	728	1.195	1.086	175	693	618	722	661
Consumer Products	389	538	532	626	689	778	609	677	816	937	1.112
Interactive	n.d.	n.d.	-21	-135	-291	-258	-295	-234	-308	-216	-87
	3.311	4.654	4.957	6.382	7.837	8.484	6.672	7.586	8.825	9.964	10.724

Fuente: The Walt Disney Annual Reports (2003 -2013)

Escudriñando en las finanzas de la compañía, se aprecia que la mayor parte de sus ingresos no provienen de la industria del cine, sino que proceden de sus otras líneas de negocio. Pero lo cierto es que Disney sin sus películas perdería gran el potencial de ingresos generados por la comercialización de sus contenidos. Sin ellas, no habría personajes, ni historias, ni licencias o contratos para televisión. Sin embargo, la compañía también tiene una fuente de ingresos más grande y fiable por suscripciones a través de los servicios de cable²². A continuación se relacionan sus principales fuentes de ingresos:

Gráfico 5: Porcentaje de ingresos por sector



Fuente: *The Walt Disney Company Annual Report (2013)*

Red Mediática. Esta división constituye la principal fuente de ingresos de la compañía. Durante el año 2013, los ingresos aumentaron un 5% respecto al año

²² “Disney, un titán exiliado del cine a la televisión” (2013, 14 de julio). *KienyKe*. Consultado el 1 de marzo de 2014, <http://www.kienyke.com/economia/disney-un-titan-exiliado-del-cine-a-la-television/>

anterior, alcanzando los 20.356 millones de dólares²³. Estos ingresos son generados por:

- **Comisiones por suscripción:** Las comisiones por suscripción de servicios de televisión por cable son cobradas por el derecho a ofrecer la programación a sus clientes. De este modo, una pequeña porción de la factura de cable va directamente al bolsillo de los productores, garantizando que a las redes y compañías audiovisuales como Disney, se les pague con o sin éxito²⁴.
- **Publicidad.** Si bien el gasto en publicidad está principalmente marcado por la presencia de grandes eventos en televisión como pueden ser los Juegos Olímpicos, Disney ha conseguido atraer el dinero publicitario debido a la calidad de su programación y al gran volumen de audiencia que atraen sus canales.

Parques Temáticos. Se trata de la segunda fuente de ingresos de la compañía. Los ingresos provenientes de sus parques temáticos dependen del número de visitantes que acudan a los mismos, lo cual está también relacionado con la fortaleza del dólar. Así, cuando el dólar se deprecia, las personas extranjeras se ven atraídos a acudir al país, y el tráfico doméstico también aumenta. Por otro lado, un dólar más fuerte encarece el precio de productos y servicios, incluido el precio de entrada a los parques de atracciones. Sin embargo, con la existencia de nuevos parques en explotación fuera de Estados Unidos, es de esperar que se alcance una mayor independencia de los ingresos respecto de la evolución del tipo de cambio del dólar. Durante el año 2013, sus ingresos crecieron el 9 % hasta los 14.087 millones de dólares

²³ "Disney gana 6.136 millones de dólares en su año fiscal 2013, un 8% más" (2013, 7 de noviembre). *El País*. Consultado el 1 de marzo de 2014, http://economia.elpais.com/economia/2013/11/07/agencias/1383864650_317339.html

²⁴ Disney, un titán exiliado del cine a la televisión (2013, 14 de julio). *Op. Cit.*

Estudios de Producción Cinematográfica. La compañía también obtiene un porcentaje de ingresos de la comercialización de películas y DVDs. Sin embargo, es la fuente de ingresos con mayor volatilidad. En el sector del cine, los ingresos de Walt Disney subieron el 3%, y se ubicaron en 5.979 millones de dólares en el conjunto del ejercicio 2013.

Productos de Consumo. Según un comunicado de prensa de la compañía, los ingresos por los productos de marca Disney han crecido a una tasa del 12% anual durante los últimos 10 años, alcanzando los 3.555 millones de dólares en el año 2013 (un 9% más que el año anterior).

3.2.2 PIXAR ANIMATION STUDIOS

Pixar Animation Studios es una **compañía de animación por ordenador** especializada en 3D. Con sede en Emeryville, California, ha sido ganadora de 7 premios Oscar de la Academia de las Artes y las Ciencias Cinematográficas de Hollywood por sus cortometrajes, largometrajes y logros técnicos.

Pixar fue fundada en 1979 como una división de la productora de George Lucas, Lucasfilm, bajo la denominación de “The Graphics Group”. En ese momento, la división, liderada por **Ed Catmull**, se encargaba del diseño y la mejora de los efectos especiales en las producciones de Lucasfilm. Así, tras años de éxito en notable investigación e hitos importantes colaborando en películas como “Star Trek II: La ira de Khan” y “Young Sherlock Holmes”, el grupo fue comprado en 1986 por **Steve Jobs** al poco tiempo de abandonar Apple Inc., buscando algo dónde invertir su dinero. En su momento, Jobs pagó 5 millones de dólares por la compañía, y puso otros 5 millones de dólares como capital.

Aunque hoy en día, el nombre de Pixar remite inmediatamente a la animación, en 1986 la empresa se dedicaba a una labor diferente: la venta de hardware de computación de gama alta. Uno de sus principales clientes era Disney, quien adquiriría la tecnología que les permitía acelerar el proceso de coloreado en sus animaciones en 2D en su unidad de Estudios de Televisión. A pesar de que el

equipo tenía como compradores a varios estudios, su producto nunca fue un gran éxito de ventas²⁵.

Cuando el grupo se independizó, convirtiéndose en una pequeña compañía independiente, el equipo también trabajó en crear al precedente de RenderMan, permitiendo a los animadores tradicionales trabajar con la animación por computadora (también llamada animación por ordenador) sin esfuerzo.

Sin embargo, fue **John Lasseter**, uno de los fundadores de Pixar, quien desarrolló una serie de animaciones para demostrar la potencia del ordenador. Estos trabajos causaron mucho revuelo en la convención de gráficos por computadora más importante del mundo, la SIGGRAPH. Una de sus creaciones fue Luxo Jr., la lámpara que se ha convertido en el emblema de Pixar.

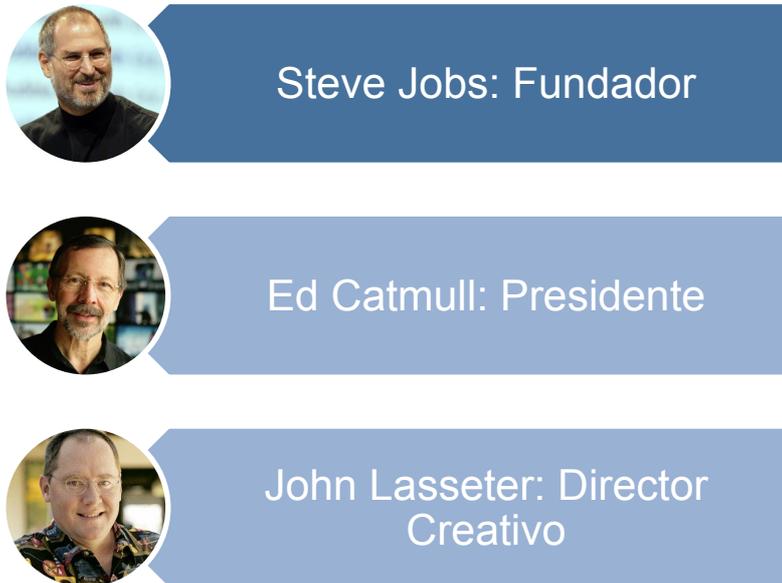
En 1987 la compañía produjo el cortometraje "Red's Dream", con el que se llevaron a cabo los primeros experimentos con la animación nocturna, la lluvia y las expresiones humanas. Sin embargo, en mayo de 1991 la etapa de cortometrajes se vio interrumpida cuando la productora decidió unir sus fuerzas con Disney a través de un contrato en el que se estipulaba la realización de cinco largometrajes.

En 2006, Disney adquirió Pixar por 7.400 millones de dólares, cediendo el control de su estudio de animación a los directores creativos de Pixar. Así, Steve Jobs adquirió una participación del 7% en la compañía, convirtiéndose el accionista mayoritario de Disney.

Los empleados de una organización miran a sus líderes para saber cómo deben comportarse, son estos últimos los que han definido en Pixar una cultura de innovación y, por ello, se muestran a continuación las personas más relevantes para el éxito de Pixar, indicando su función en la empresa:

²⁵ Pixar, su industria y cómo Steve Jobs cambió la industria de contenidos (2011, 26 de agosto). *Alt1040*. Disponible en: <http://alt1040.com/2011/08/pixar-la-leccion-que-jobs-dejo-a-la-industria-de-contenidos>

Gráfico 6: Las personas clave en Pixar



Fuente: Wikipedia (2014)

Por otro lado, tanto investigadores como críticos están de acuerdo en que estos cuatro **factores** que se describen a continuación han sido la esencia **del éxito** de la productora:

- **Personas y talento.** La figura de John Lasseter se configura como “el alma artística de Pixar y la persona clave para entender la cultura creativa que se fomenta en la empresa”. Así, el éxito de Pixar “se debe primordialmente al factor humano, no sólo por la aportación particular de sus fundadores en la configuración de su cultura empresarial, sino porque la manera de hacer las cosas en el estudio está basada en las personas”.²⁶ La compañía siempre ha buscado a los mejores expertos del sector y les ha proporcionado el entorno adecuado para fomentar su talento, otorgándoles siempre capacidad de decisión a sus creativos y control sobre cada etapa del desarrollo de sus nuevas ideas.

²⁶ Creatividad y talento, claves del éxito de Pixar (2004). *Abascal Comunicación*. Disponible en: <http://www.abascalcomunicacion.com/creatividad-y-talento-claves-del-exito-de-pixar/>

- **Calidad de la animación.** La compañía ha demostrado que es un referente en su tratamiento de texturas casi reales. Para ello, Pixar antepone la calidad de sus producciones a la cantidad, produciendo no más de una película al año.
- **Fusión de la creatividad y la tecnología.** Fue la unión de la tecnología y el arte lo que dio lugar la magia del cine animado: “el arte reta a la tecnología, y la tecnología inspira al arte”. Esta frase refleja claramente la importancia que tienen estos dos factores en la compañía.
- **Sólidos resultados financieros.** La compañía ha logrado que todos sus largometrajes hayan sido un éxito en taquilla, manteniendo este elevado nivel de ingresos a lo largo de los años. Como dato, el primer largometraje producido, “Toy Story”, recaudó 360 millones de dólares, únicamente teniendo en cuenta los ingresos de taquilla

La siguiente tabla refleja las debilidades y las fortalezas de la empresa, así como las oportunidades y amenazas en el entorno en el que opera.

Tabla 7: **Análisis DAFO de Pixar**

DEBILIDADES	FORTALEZAS
<ul style="list-style-type: none"> • Limitada capacidad financiera • Carencia de canales de distribución • Ingresos con excesiva dependencia del éxito de las producciones 	<ul style="list-style-type: none"> • Alta creatividad y tecnología • Entusiasmo y alta participación de los empleados

AMENAZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none">• Alta competencia• Nueva tecnología	<ul style="list-style-type: none">• Fuerte demanda del producto a nivel mundial• Comercialización de sus personajes• Utilización de nuevos medios de distribución (p. ej., internet)

Fuente: Elaboración propia

3.2.2.1 Indicadores Clave de Desempeño

i. Balance de Situación

Observando el balance de la compañía, es imprescindible destacar dos puntos. En primer lugar, su **bajo nivel de endeudamiento**. Prácticamente toda su financiación proviene de fondos propios (el 97% de su financiación proviene de su Patrimonio Neto). Por otro lado, la **alta posición de liquidez** que tiene la empresa al tener en inversiones en activos financieros disponibles para la venta y tesorería más de 1.000 millones de dólares que representa el 70% de su Activo Total. Financieramente esto coloca a la empresa en una posición totalmente saludable para iniciar cualquier proyecto de inversión que quisiera emprender.

Tabla 8: **Balance de Situación Pixar (datos en millones de dólares)**

	03.01.2004	01.01.2005	31.12.2005
ACTIVO			
Tesorería	48,3	28,7	5,4
Inversiones en activos financieros (disponibles para la venta)	473,6	826,1	1.035,2
Cuentas a cobrar	2,2	5,6	5,1
Fondos pendientes de recibir de Disney	198,3	68,1	44,6
Otras cuentas por cobrar	4,5	8,3	10,3
Gastos pagados por anticipado y otros activos	1,0	2,2	3,6
Impuestos diferidos	51,5	70,4	77,1
Inmovilizado	115,0	125,6	125,4
Capitalización coste de producción de películas	107,7	140,0	182,1
TOTAL ACTIVO	1.002,1	1.275,0	1.488,7
PASIVO			
Cuentas a pagar	1,8	5,4	3,2
Impuesto sobre beneficios a pagar	37,6	14,1	17,4
Otros pasivos	13,0	27,0	14,9
Ingresos no devengados	9,1	8,5	11,3
TOTAL PASIVO	61,5	54,9	46,8
Capital	547,0	687,4	758,1
Reservas y otros	393,5	532,7	683,9
PATRIMONIO NETO	940,5	1.220,1	1.442,0
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	1.002,1	1.275,0	1.488,7

Fuente: Pixar Animation Studios Annual Report (2005)

ii. Ingresos

La principal fuente de ingresos de Pixar han sido sus **películas de animación**. Éstas le proporcionaban a la compañía una estable fuente de ingresos, fruto del acuerdo comercial con Disney que se encargaba de la distribución y comercialización de los productos derivados de las mismas, lo cual se refleja en la cuenta de resultados de la sociedad que se presenta a continuación.

Señalar que Pixar también comercializaba entre sus productos tres **programas de animación por computadora**: Renderman, Marionette y Ringmaster.

Así, de la cuenta de resultados se observa cómo Pixar va incrementando tanto sus ingresos ,que alcanzan los 289,1 millones de dólares en el año 2005 (un 43%

más respecto al 2002), como sus beneficios, que ascienden a 152,9 millones de dólares en el año 2005 (un 70% más respecto al año 2002).

Tabla 9: Cuenta de resultados Pixar (antes de la operación) (datos en millones de dólares)

	2002	2003	2004	2005
Ingresos Netos Totales	201,7	262,5	273,5	289,1
Ingresos Netos Totales - var. anual %	187,3	30,1	4,2	5,7
Costes y gastos	41,5	38,1	29,9	39,4
Margen Bruto	160,2	224,4	243,6	249,7
Margen Bruto s/ Ingr.(%)	79,4	85,5	89,1	86,4
Result. antes de impuestos	151,0	204,4	221,1	241,6
Resultado del ejercicio	90,0	124,8	141,7	152,9
Margen s/ Ingr. (%)	44,6	47,5	51,8	52,9
Nº acciones (millones)	100,9	114,8	119,1	123,4
Beneficio por acción (en \$)	0,89	1,09	1,19	1,24

Fuente: *Pixar Animation Studios Annual Report (2005)*

Por tanto, el contrato de colaboración con Disney aportaba a Pixar **estabilidad** a sus ingresos, que provenían principalmente de la recaudación en taquilla de sus películas de animación, proporcionándole así unos crecientes ingresos y beneficios.

4 ANÁLISIS DE LA OPERACIÓN

4.1 PRINCIPALES MOTIVOS

A la hora de estimar la conveniencia de una operación de F&A es importante prestar atención a los motivos que hay presentes tras ella. La justificación para este tipo de operaciones se da en función de los objetivos de la estrategia de negocio de la empresa: tanto desde la perspectiva de los accionistas como la de los administradores.

Los accionistas buscan maximizar su riqueza. Sin embargo, los administradores no siempre actúan de acuerdo a los intereses de los accionistas, anteponiendo los suyos propios. En el caso objeto de análisis, los motivos para la unión detrás de cada una de las compañías fueron los siguientes:

4.1.1 Disney

Disney creía que la creación de películas de animación de alta calidad era un factor clave para el éxito en muchas de las líneas de negocio en las que la compañía operaba, principalmente en la unidad de Estudios de Producción Cinematográficos, y que le proporcionaría un valioso recurso global tanto en las plataformas tradicionales como en las nuevas. Así, la adquisición de Pixar pretendía apoyar las prioridades estratégicas de la empresa para reforzar su ventaja competitiva; crear el contenido de mejor calidad, adoptar la tecnología más puntera (innovación), y reforzar su presencia global.

- **Adquisición de las principales fortalezas de Pixar** en la producción de películas realizadas utilizando la tecnología de animación por computadora.

Este puede destacarse como uno de los principales motivos de la adquisición dado que Disney comenzó a desarrollar la animación por ordenador más tarde que el resto de sus competidores. Así, cuando Pixar generaba más de 3.000

millones de dólares de recaudación en taquilla por sus 6 películas de animación, Disney se enfrentaba a problemas con su producción. Así, aunque Chicken Little (considerándose una prueba de la capacidad de Disney para realizar en solitario películas de animación) se llevó a cabo mejor que el resto de películas, todavía no podía competir con las producciones de Pixar en este campo.

- **Disminución de la competencia.**

Dado que hablamos de dos entidades diferentes, la competencia en el sector es mayor. Muy especialmente en el sector de la animación por ordenador, dónde Disney no solo no podía competir con Pixar, sino que éste último se había constituido ya como el mayor operador en el mencionado sector. Además, dado que existía la posibilidad que surgiera un acuerdo de colaboración entre Pixar y otro gran estudio, lo cual iba a repercutir negativamente en los ingresos de Disney, es posible afirmar que mediante la adquisición de Pixar, Disney conseguía reducir a sus competidores y, por tanto, mejorar su posición en el sector.

- **Aumento de los ingresos.**

A finales del año 2003, Disney se encontraba en una etapa de decadencia. El interés de los inversores por el sector de los medios de comunicación crecía exponencialmente, hasta el punto de que, en el año 2004, Disney fue el objeto de una OPA hostil desempeñada por Comcast. De la fusión con Pixar, Disney podría obtener más beneficios al comercializar los personajes creados por ésta última tanto en sus tiendas como en sus parques temáticos multinacionales.

- **Acceso directo a la tecnología.**

Dos de las fuentes principales de la ventaja competitiva de Disney son la innovación y la calidad. De este modo, para mantener su superioridad en el sector cinematográfico, es preciso que la compañía cuente con la más avanzada tecnología. Sin embargo, Disney todavía usaba la animación tradicional (también

llamada animación a mano), lo cual ya no conseguía atraer la atención de los consumidores, mientras que Pixar estaba involucrado en el desarrollo de la tecnología CGI (imagen generada por computadora), siendo el propietario de la tecnología más puntera del momento.

4.1.2 Pixar

Por otro lado, Pixar también obtenía provecho de la operación. Disney era una compañía muy superior en tamaño, lo que le dotaba de extensas redes de distribución a las que Pixar podría acceder mediante el acuerdo. De este modo, Pixar lograba:

- **Enfoque exclusivo en sus fortalezas.**

Esta operación le permitía centrarse únicamente en sus puntos fuertes; la producción de películas de animación por computadora. De este modo, no tendría que invertir en líneas de producción para la fabricación de otro tipo de productos de entretenimiento. Por lo tanto, si ambas empresas se concentraban exclusivamente en sus fortalezas, podían conseguir aumentar su productividad y, consecuentemente, generar más ingresos.

- **Facultad para la fabricación de otras líneas de productos** como, por ejemplo, ropa, juguetes, y productos relacionados.

Disney poseía líneas de producción para la fabricación de estas mercancías, así como los medios y canales para su posterior distribución y comercialización.

En este caso, la unión de estas dos empresas les permitirá también intercambiar trabajadores entre las compañías, lo que ayudará a la producción de incluso mejores películas. Además, les proporciona la posibilidad de comercializar su producción de forma conjunta, consiguiendo importantes sinergias y así mayores beneficios.

4.2 ESTRUCTURA

4.2.1 ALIANZA ESTRATÉGICA

Uno de los factores más relevantes para el posterior éxito de la integración de ambas compañías fueron las **relaciones previas** que éstas mantuvieron mediante un contrato de colaboración entre ambos estudios.

En 1991, Disney y Pixar firmaron un contrato en el que se estipulaba la **realización conjunta de cinco largometrajes**. Por aquel entonces Disney estaba sumida en una importante crisis financiera y necesitaba algo nuevo con lo que competir contra la creciente amenaza de Dreamworks. Por otro lado, Pixar era una productora aún desconocida que contaba con muchos proyectos, pero ninguna producción que le concediera fuerza en las negociaciones²⁷.

La relación entre las dos compañías se fundamentó en la creación de las historias y los diseños digitales por parte de Pixar, mientras la distribución y el marketing corrían a cargo de Disney. Ambas compañías compartían gastos y beneficios a partes iguales, 50-50. Además, Pixar logró que su nombre figurara en las producciones como realizadora, aunque no como propietaria²⁸.

Sin embargo, Disney era la principal beneficiada en el aspecto económico dado que aunque los ingresos netos se repartían a partes iguales, percibía un "extra" del 12,5% en concepto de comisión por honorarios de distribución. Según la revista británica *The Economist*, entre el 40% y el 50% de los ingresos obtenidos por los estudios Disney en aquel momento provenían de su alianza con Pixar²⁹.

En 1995 se estrenó el largometraje "Toy Story". Fue considerado un éxito tanto en términos creativos como técnicos. Así, se erigió como la película más taquillera del año, recaudando más de 360 millones de dólares, además de ser el primer largometraje de animación integral por computadora y la primera película digital

²⁷ Pixar se separa de Disney y empieza una carrera en solitario (2005, 7 de marzo). *Universo Pixar*. Disponible en: <http://universopixar.blogspot.com.es/2005/03/pixar-se-separa-de-disney-y-empieza.html>

²⁸ Pixar se separa de Disney y empieza una carrera en solitario (2005, 7 de marzo). *Op. Cit.*

²⁹ Pixar se separa de Disney y empieza una carrera en solitario (2005, 7 de marzo). *Op. Cit.*

en recibir un Oscar. A esta película le siguieron “Bichos” en 1998, “Monsters, S.A.” en 2001, y “Buscando a Nemo” en 2003.

Aunque en el acuerdo inicial de colaboración entre las compañías se acordaron cinco películas, el excelente resultado que todas ellas tuvieron en taquilla llevaron a la prolongación del contrato, añadiendo dos más: “Los increíbles” y “Cars”³⁰.

Sin embargo, el problema surgió cuando Steve Jobs planteó una revisión de las cláusulas económicas como condición para prorrogar el contrato: Disney debía renunciar a su porcentaje de ingresos y limitarse exclusivamente a los honorarios por distribución. Estas condiciones parecieron demasiado exigentes, lo que determinó que Disney se negara a aceptarlas, provocando la ruptura de las relaciones entre ambas compañías en el año 2004³¹.

Muchos coincidían en que esta separación había sido un error para Pixar ya que su alianza le garantizaba la distribución en el mundo, así como la maquinaria de publicidad de Disney.

4.2.2 ADQUISICIÓN

Tal y como se había puesto de manifiesto durante el tiempo que duró la alianza estratégica descrita anteriormente, ambas empresas se complementaban en un alto grado, siendo un engranaje prácticamente perfecto. Dicho esto, Disney anunció el 24 de Enero de 2006 la compra de todas las acciones de Pixar por la cantidad de 7.400 millones de dólares, convirtiendo a Jobs en el mayor accionista individual de Disney, con una participación aproximadamente del 7%. A continuación se presenta de forma cronológica las distintas fases de la operación:

24 de enero del 2006: “Anuncio”. La compañía Walt Disney acordó comprar Pixar por 7.400 millones de dólares. En el momento del anuncio de la adquisición, el precio de las acciones de Disney era de 25,53 dólares por acción, mientras que el de Pixar ascendía a 57,50 dólares por acción.

³⁰ “Pixar se separa de Disney y empieza una carrera en solitario” (2005, 7 de marzo). *Op. Cit.*

³¹ “Pixar se separa de Disney y empieza una carrera en solitario” (2005, 7 de marzo). *Op. Cit.*

5 de mayo de 2006: “Fecha de Cierre”. La compañía completó la adquisición de todas las acciones de Pixar (all-stock), convirtiendo a Pixar en una subsidiaria de Disney. Para la compra, Disney intercambió 2,3 acciones ordinarias por cada acción ordinaria de Pixar, provocando la emisión de 279 millones de nuevas acciones ordinarias de la compañía.

El precio de la adquisición fue de 7.500 millones de dólares: 6.400 millones de dólares, una vez deducido el efectivo y las inversiones propiedad de Pixar, que ascendía a la cantidad de 1.100 millones de dólares. El valor de las acciones emitidas fue calculado en base al valor de mercado de las acciones de la compañía, tomando como referencia el precio medio de éstas durante un período de cinco días, con inicio dos días antes del anuncio de la operación.

La empresa calculó el precio de compra en base a los valores razonables asignados a los activos tangibles e intangibles adquiridos y a los pasivos asumidos, establecidos principalmente a través de valoraciones de terceros. El fondo de comercio que surgió como resultado de la adquisición reflejaba el valor que Disney adquirió en las siguientes áreas:

- Un equipo organizado y con gran talento, especialmente el talento creativo y tecnológico de los directivos que constituían la alta dirección, así como los numerosos directores creativos que portaban una larga historia de éxitos en la producción de películas de animación de alta calidad como es el caso de John Lasseter, quién fue nombrado director creativo de los estudios de animación Disney tras la unión de ambas compañías.
- Los resultados económicos de las futuras películas producidas por Pixar.
- Los potenciales beneficios de Pixar como compañía.
- La posibilidad de mejorar los resultados de las películas de animación producidas por Pixar.

La siguiente tabla resume la asignación del precio de compra:

Tabla 10: **Asignación del precio de compra (datos en millones de dólares)**

	Valor Razonable Estimado	Vida útil ponderada (años)
Efectivo y equivalentes de efectivo	11	
Inversiones	1.073	
Activos pagados por adelantado y otros activos	45	
Coste de las películas	538	12
Edificios y equipos	225	16
Activos intangibles	233	17
Fondo de comercio	5.557	
Total activos	7.682	
Pasivos	64	
Impuestos diferidos	123	
Total pasivos	187	
Activos netos adquiridos	7.495	

Fuente: The Walt Disney Company Annual Report (2007)

La vida útil ponderada asignada a los activos intangibles excluye 164 millones de dólares en marcas y nombres registrados a nombre de Pixar con vida útil indefinida. Un fondo de comercio de 4.800, 600 y 200 millones de dólares fue asignado a Estudios de Producción Cinematográfica, Productos de Consumo y Parques Temáticos y Resorts, respectivamente.

La siguiente tabla presenta los resultados de Disney sin auditar para el año fiscal del 2006, dado que Pixar fue adquirido al principio del 2006.

Tabla 11: **Resultados financieros de Disney 2006 (sin auditar)**

	Año Fiscal 2006 (sin auditar)
Ingresos de explotación	34.299
Resultado del ejercicio antes del ajuste por cambio en política contable	3.395
Resultado del ejercicio	3.395
Beneficio Por Acción (\$) Diluido	1,52

Fuente: The Walt Disney Company Annual Report (2007)

4.2.2.1 Asesores

Los tres grandes bancos de inversión colaboraron en la realización del acuerdo de la operación fueron: Credit Suisse, que fue el encargado de asesorar a Pixar, mientras que Disney contó con las recomendaciones de Bear Stearns y Goldman Sachs.

4.2.2.2 Múltiplos

Según Thomson Financial, las acciones de Pixar estaban valoradas a un precio 84 veces superior a sus ingresos anuales, siendo esta una de las valoraciones más cara del mercado. Por otro lado, las acciones de Disney se valoraban a un precio 17 veces superior a sus ingresos, lo que las convertía en cambio en unas de las más baratas del mercado en ese momento. Esta diferencia en la valoración de las acciones de ambas compañías puede deberse al hecho de que Pixar era considerado líder del sector, habiendo producido 6 películas de gran éxito en taquilla, mientras que Disney aún necesitaba un nuevo motor que impulsara sus ventas. Por tanto, el resultado fue que Steve Jobs cambió acciones caras por acciones baratas.

Llegado este punto, hay que tener en cuenta que una operación como esta podía significar una pérdida de valor para los accionistas de Disney por la dilución de capital como consecuencia de la emisión de nuevas acciones.

4.2.2.3 Valoración

Disney pagó 59,78 dólares por acción a Pixar mediante la entrega de títulos de nueva emisión de la compañía. Se emitieron 279 millones de nuevas acciones de la compañía.

El 24 de enero de 2006 el precio de la acción de Pixar ascendía a 57,75 dólares. Por lo tanto, si se realiza el cálculo de la prima pagada en relación al precio de la acción de Pixar en ese momento, ésta asciende al 4%. Teniendo en cuenta que el acuerdo tardó varios meses en concluirse, y que el precio de la acción aumentó un 10% desde el inicio de 2006 debido a la especulación de los inversores sobre este, es posible considerar que la prima real pagada supera el 10%.

Sin embargo, teniendo en cuenta otras operaciones en las que Disney pagó una prima muy superior a los accionistas como, por ejemplo, cuando adquirió ABC o Marvel, esta prima del 10% puede reputarse incluso de barata.

Tabla 12: Prima pagada por Disney: ABC, Pixar, Marvel

AÑO	TARGET	VALOR DE LA TRANSACCIÓN	PRIMA	PAGO
1996	ABC	\$19.000 millones	27%	60% Efectivo + Acciones
2006	Pixar	\$7.400 millones	4%	100% Acciones
2009	Marvel	\$4.300 millones	29%	60% Efectivo + Acciones

Fuente: Wikipedia (2014)

No es posible especificar el motivo presente detrás de esta diferencia de primas dado que pueden haber influido numerosos factores. Sin embargo, en el caso en cuestión, la idea de compensar a los accionistas de Pixar, dónde Steve Jobs poseía el 50% de las acciones, pretendía ser recuperado vía plusvalías de capital generadas por las sinergias de ambas compañías.

5 EVALUACIÓN DEL CASO

5.1 INTEGRACIÓN DE AMBAS EMPRESAS

Mientras que los datos financieros son útiles para la evaluación de las sinergias, éstos no muestran claramente lo que quizá sea el determinante más importante en el éxito de una operación de F&A: la integración de las ambas culturas. Dicho esto, independientemente de lo bueno que parezca un acuerdo en el papel, revisar únicamente las cifras suele ser insuficiente.

Apoyándonos en el análisis de nuestro caso, el beneficio mutuo en esta operación es obvio: mientras Disney mejora su posición competitiva en el negocio de las películas animadas, Pixar accede a las redes de distribución de uno de los gigantes del entretenimiento.

Sin embargo, el verdadero sello del éxito en esta combinación consistirá en la integración de ambas compañías. Disney, marcada por una cultura muy organizada, se enfrentaba a la integración de Pixar en su familia de negocios intentando no alterar los atributos la han llevado al éxito; una cultura distinta y única, de espíritu libre, unido a una dinámica de trabajo independiente. De este modo, cualquier intento por parte de Disney de maximizar la eficiencia de Pixar, tanto mediante el aumento de la productividad, tratando de producir en vez de una, dos películas animadas al año, como mediante la reducción de puestos de apoyo que afectaría al ambiente de trabajo y podría provocar que trabajadores cualificados abandonaran la compañía. A menudo, las empresas dejan a los empleados irse debido al déficit de cualificaciones, especialmente en los sectores de la alta tecnología.

Irónicamente, los trabajadores muy cualificados de estos mismos sectores con frecuencia abandonan las empresas con motivo de la brecha cultural. Así, en la evaluación de un candidato a adquirir, las empresas deben mirar más allá de los datos financieros y operacionales y tener en cuenta si la cultura de la empresa objeto de compra se integraría correctamente en la nueva entidad combinada.

Cuando en 2006 Disney compró a su rival Pixar, muchas personas pensaron que el convenio terminaría como la mayoría de las grandes adquisiciones en el sector de medios: en un enorme fracaso. “La mayoría de las adquisiciones, particularmente en los medios, son destructoras de valor en vez de creadoras del mismo, y eso ciertamente no ha resultado ser este caso”, dijo David A. Price, autor del libro, “The Pixar Touch: The Making of a Company”.

En líneas generales la integración de ambas compañías se llevó a cabo de manera altamente satisfactoria. Dado que se trata de un claro ejemplo en el que ambas compañías han funcionado y funcionan perfectamente juntas, la alianza ha sido muy alabada tanto en la prensa como en artículos de investigación.

Sin embargo, había dos aspectos que suscitaron en su momento una gran inquietud, tanto en el público como en Wall Street. Por un lado, se temía que Disney, una compañía de gran tamaño, pisoteara el poder creativo de Pixar y convirtiera a sus ejecutivos en meras marionetas del gigante del entretenimiento. Por otro, que el equipo formado por los mandos ejecutivos y creativos de Pixar se negara a hacer funcionar esta alianza, no respetando las demandas de sus nuevos propietarios. Afortunadamente, ninguno de estos dos escenarios se materializó. Por el contrario, la operación destacó por su éxito y la fácil integración de ambas compañías. Llegado este punto, es imprescindible destacar la importante **labor de los directivos** de ambas compañías en la integración, punto que se desarrollará en el epígrafe 5.3.

A pesar de que la mayoría de las grandes adquisiciones en el sector de medios han terminado en un enorme fracaso, destruyendo más valor del que anticipan crear, Disney y Pixar consiguieron que su alianza funcionara. De este modo, Wall Street mostró su aprobación: la acción de Disney antes de la adquisición estaba valorada en 25 dólares, incrementándose hasta los 35 dólares por acción después de ésta. Dos años más tarde, la acción mostraba un precio estable de 30 dólares por acción.

Disney-Pixar se ha creó como una empresa abierta al cambio, adaptándose conscientemente a las fluctuaciones económicas que ha sufrido la industria del cine a lo largo de su historia. En el caso de “Toy Story 2” que, debido a la crisis

cinematográfica, en un principio estaba pensada únicamente para su venta en DVD, tras decidir llevarla a la gran pantalla, generó unos ingresos de 485 millones de dólares a nivel mundial, convirtiéndose en una gran inversión.

Aún con la crisis tanto cinematográfica como económica que se ha vivido a nivel mundial, Disney-Pixar ha conseguido convertirse en un estudio de gran prestigio. El éxito de esta empresa se sustenta en su producción apoyada por la más innovadora tecnología y el compromiso de producir calidad y no cantidad, no siendo su principal preocupación producir el mayor número de películas anualmente, sino realizar buenas historias que sean bien aceptadas por el público.

Por lo tanto la política seguida en la integración post-adquisición de **conservar la cultura y los valores** de Pixar ha permitido la creación de sinergias. Debido a esta estrategia, se ha logrado la aportación de unos conocimientos técnicos de alto valor, así como una gran dosis de creatividad y calidad, que han facilitado la obtención de numerosos premios y reconocimiento a nivel internacional. A su vez han aportado una gran difusión de sus productos tanto al público general como objetivo de sus productos a través de la publicidad obtenida y de la que se han beneficiado prácticamente todas las áreas de la compañía.

Para concluir se incluye un cuadro recogiendo los premios y nominaciones de la Academia de las Artes y Ciencias Cinematográficas - Oscar, obtenidos por los largometrajes producidos por Pixar. Es necesario tener también en cuenta la obtención de otros muchos premios y reconocimientos a estos largometrajes, así como a los cortos de animación que consiguieron gracias a su política de excelencia y perfección, tanto técnica como artística, en la realización de sus productos. Por ello, estos premios pueden considerarse un indicador de la calidad lograda que se traduce en la consecuente traslación a los resultados y la difusión y publicidad obtenida a consecuencia de éstos.

Tabla 13: Nominaciones y Premios de la Academia de las Artes y Ciencias Cinematográficas a los Largometrajes producidos por Pixar

Película	Año de estreno	Premios/ Nominaciones	
Toy Story	1995	Premios: Nominaciones:	Premio Especial de reconocimiento especial al mérito Mejor guion original Mejor canción original Mejor banda sonora
Bichos,	1998	Nominaciones:	Mejor banda sonora
Toy Story 2	1999	Nominaciones:	Mejor canción original
Monsters, Inc.	2001	Premios: Nominaciones:	Mejor canción original Mejor película animada Mejor banda sonora Mejor edición de sonido
Buscando a Nemo	2003	Premios: Nominaciones:	Mejor película animada Mejor guion original Mejor banda sonora Mejor edición de sonido
Los Increíbles	2004	Premios: Nominaciones:	Mejor película animada Mejor edición de sonido Mejor guion original Mejor sonido
Cars	2006	Nominaciones:	Mejor película animada Mejor canción original
Ratatouille	2007	Premios: Nominaciones:	Mejor película animada Mejor guion original Mejor banda sonora Mejor edición de sonido Mejor sonido
WALL-E	2008	Premios: Nominaciones:	Mejor película animada Mejor guion original Mejor canción original Mejor banda sonora Mejor edición de sonido Mejor sonido
Up	2009	Premios:	Mejor película animada Mejor banda sonora
Toy Story 3	2010	Premios: Nominaciones:	Mejor película animada Mejor canción original Mejor guion adaptado Mejor edición de sonido Mejor película
Cars 2	2011		Ninguna nominación
Brave	2012	Premios:	Mejor película animada
Monsters University	2013		Ninguna nominación

Fuente: Wikipedia (2014)

5.2 EVALUACIÓN DE LOS RESULTADOS

Las sinergias producidas por la compra de Pixar son un claro ejemplo del éxito de una operación de F&A. La alianza de estas dos compañías ha dado lugar a más de 10 largometrajes de animación, alcanzando una recaudación promedio por largometraje superior a los 600 millones de dólares. Los números hablan por sí solos: reflejan el éxito de una buena estrategia de negocio y, en términos económicos, una combinación muy rentable. De este modo, de los beneficios obtenidos (teniendo en cuenta únicamente el éxito de taquilla, sin contar los ingresos por la comercialización de los productos asociados a las producciones cinematográficas logrados a través de su red de distribución comercial a nivel mundial) se desprende el éxito de la operación. Desde la adquisición, Disney-Pixar ha generado 4.100 millones de dólares en tan solo 6 años, comparado con los 3.200 millones de dólares que se produjeron en los 9 años anteriores a ésta.

A continuación, se presenta una tabla que muestra los resultados en taquilla (en millones de dólares) de los largometrajes producidos fruto de la alianza de ambas compañías.

Tabla 14: **Resultados financieros en taquilla (datos en millones de dólares)**

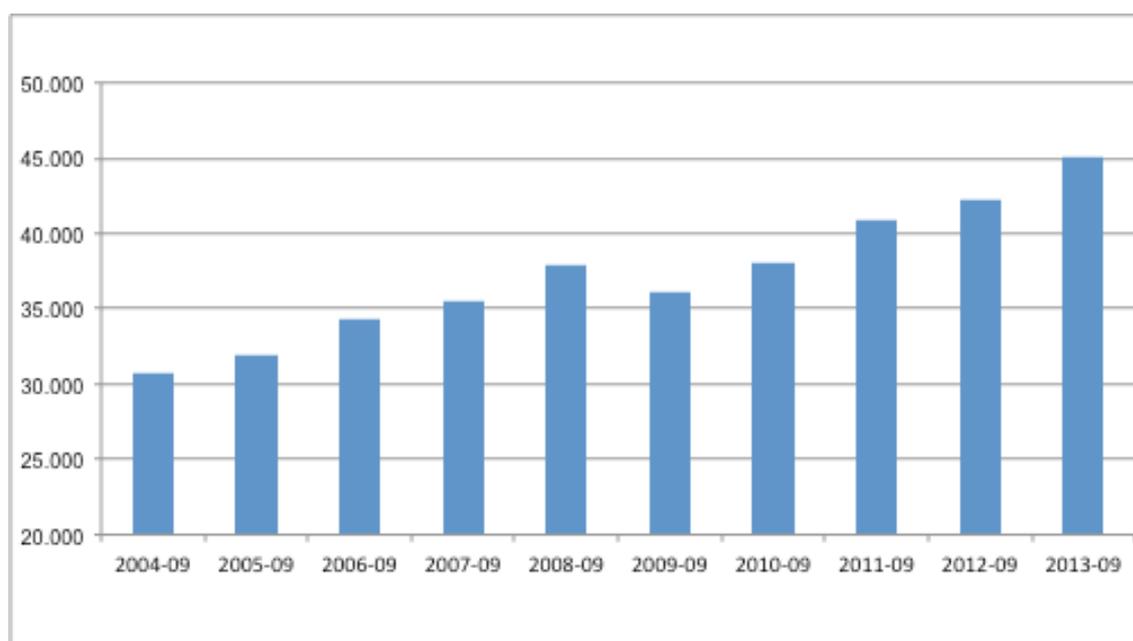
TÍTULO	AÑO	RECAUDACIÓN
Toy Story	1995	\$362M
Bichos	1998	\$363M
Toy Story 2	1999	\$485M
Monstruos, S.A.	2001	\$526M
Buscando a Nemo	2003	\$868M
Los increíbles	2004	\$631M
Cars	2006	\$631M
Ratatouille	2007	\$624M

Wall E	2008	\$521M
Up	2009	\$731M
Toy Story 3	2010	\$1.063M
Cars 2	2011	\$552M
Brave	2012	\$535M
Monstruos University	2013	\$731

Fuente: Wikipedia (2014)

Además, analizando la evolución de los ingresos de la compañía, se desprende cómo éstos han seguido una trayectoria creciente durante los años posteriores a la adquisición del estudio de animación, con aumentos interanuales en los ingresos totales, de \$2.341M en valor absoluto (7,3%) en 2006, \$1.225M (3,6%) en 2007 y \$2.333M (6,6%) en 2008, como se encuentra reflejado en el cuadro que se incluye a continuación.

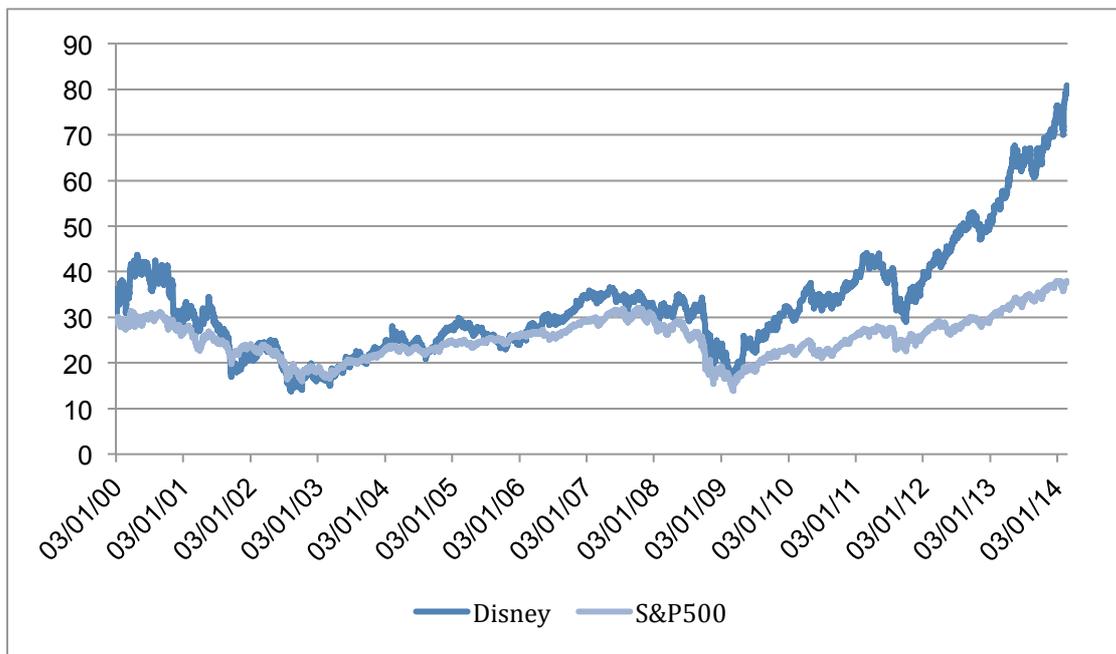
Gráfico 7: 2004 -2009: Evolución de los ingresos (datos en millones de dólares)



Fuente: The Walt Disney Company Annual Reports (2004 -2007)

A continuación se muestra un gráfico de la evolución del precio de la acción de Disney desde el año 2000. Si nos centramos en analizar el período a partir del momento de la adquisición, se aprecia un claro incremento en el precio de la acción que continua hasta el año 2008 y a partir de ese año debido a la crisis financiera se produjo una fuerte caída. Además, es preciso mencionar que justo después de la operación, los accionistas vieron incrementar el precio de sus acciones. Las acciones de Pixar subieron casi un 3% horas después de la operación, mientras que el valor de las de Disney aumentó un 1,8%.

Gráfico 8: **2000 - 2014: Evolución del precio de la acción**

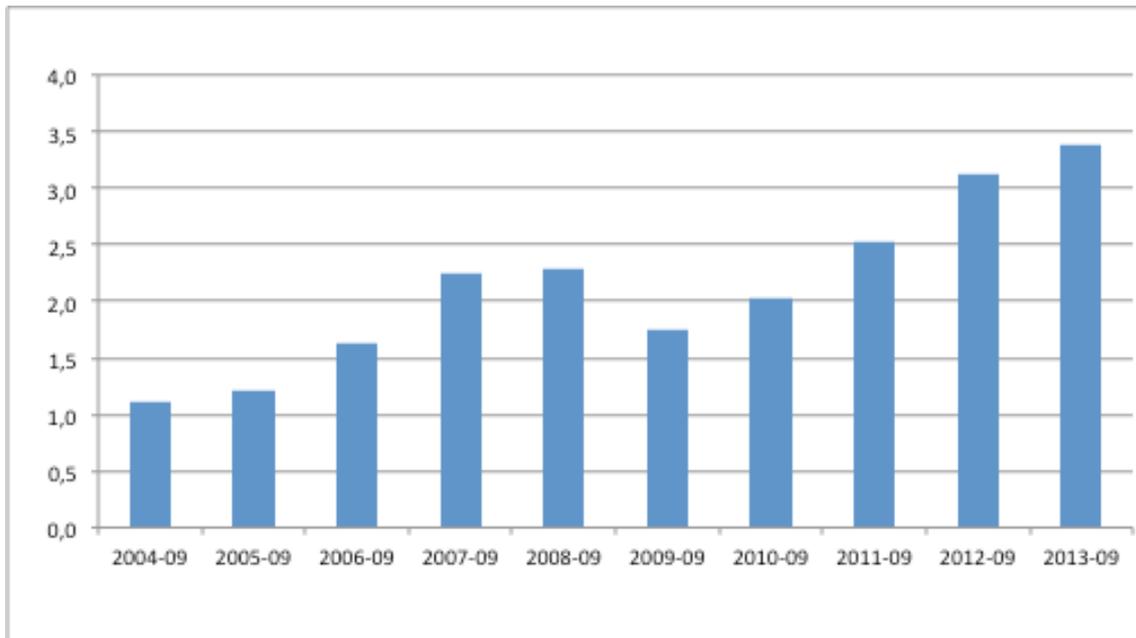


Fuente: Yahoo Finance (2014)

Por último, el beneficio por acción (BPA) es un indicador utilizado para medir la rentabilidad por acción en un periodo de tiempo, esto es, la retribución para el accionista. De este modo, como resultado de que se emitieran 279 millones de nuevas acciones de la compañía para completar la transacción pudo producirse una reducción del BPA por la dilución de capital de la compañía, repartido a partir de la adquisición en un mayor número de acciones. Sin embargo, al contrario de

lo que se preveía, el beneficio por acción fue creciente en los años siguientes a la adquisición (2006 a 2008) como se observa en el gráfico mostrado a continuación.

Gráfico 9: **2004 - 2009: Evolución del BPA**



Fuente: *The Walt Disney Company Annual Reports (2004 – 2007)*

Así, de la gráfica adjunta se desprende que se obtuvieron las sinergias esperadas en la operación y, por tanto, la misma puede ser considerada un éxito. De esta manera, se crearon beneficios para todas las partes interesadas (stakeholders), es decir, accionistas, trabajadores, directivos, proveedores, clientes, administraciones públicas y la sociedad en general, que se beneficia de las aportaciones que una empresa exitosa puede aportarles por las distintas vías de asignación de riqueza que genera.

5.3 RAZONES DETRÁS DE LOS RESULTADOS

El objetivo de análisis del caso Disney-Pixar era poder extraer del caso las causas principales que favorecieron esta unión para poder extrapolarlas a otras operaciones de F&A. Así, una vez analizado el provechoso desempeño de la operación, sus razones principales pueden resumirse en los siguientes puntos:

1. Los inversores de Disney vieron el **potencial de comercializar los personajes animados creados por Pixar** en sus varias líneas de negocio (parques, canales de televisión, entre otros). Así, un claro ejemplo de esta oportunidad fue "Cars". La película no fue una de las más taquilleras, recaudándose únicamente 460 millones dólares en los cines y 27 millones de dólares mediante la venta de DVDs. Sin embargo, las ventas de productos de consumo relacionados con el largometraje alcanzaron los 5.000 millones de dólares, a través de sus ventas de productos de consumo y la creación de un show de patinaje sobre hielo y el mundo "Cars" en Disney World.
2. La **voluntad de Pixar de cambiar y adaptarse para formar parte de un conglomerado global**. De este modo, se produjo un marcado cambio en la mentalidad de los ejecutivos de Pixar. La compañía consintió que una parte de la producción de sus largometrajes fuera realizada por animadores en India, de fuera de la empresa, cuando antes esto era prácticamente imposible que ocurriera, dado que Pixar temía una pérdida de calidad en su producción que causara daños en su imagen de marca. En palabras de Steve Jobs: "Disney y Pixar pueden ahora colaborar sin los obstáculos que supone tener dos empresas distintas"
3. La **experiencia de Robert A. Iger**, actual director ejecutivo de Disney, **en operaciones corporativas**. En 1999 Iger lideró la complicada fusión de ABC con Walt Disney, convirtiéndose su conocimiento sobre este tipo de

operaciones en una pieza clave para el éxito de este caso. En la integración de ambas compañías se siguieron técnicas generales para hacer funcionar una unión de empresas, que incluyen una comunicación eficaz de los cambios a los empleados. Sin embargo, también se utilizaron otros enfoques más creativos e inusuales. Los directivos acordaron una serie de aspectos sobre los que no se producirían cambios una vez integradas las empresas como, por ejemplo, las ventajas sanitarias que poseían los empleados adquiridos. También se establecieron directrices para proyectar en la organización la cultura creativa de Pixar. Se creó un Comité de Dirección para supervisar los proyectos de animación en los estudios Disney-Pixar, con la específica misión de mantener y propagar la cultura empresarial de este último. Además, los empleados de esta última compañía no fueron obligados a firmar un contrato de trabajo, a pesar de ser la política existente en Disney.

4. En la experiencia de Iger, una lección clave era que **una buena integración no se puede ejecutar con prisas**. “Existe una suposición en el mundo de la empresa de que la integración se debe llevar a cabo de forma rápida” dice Robert A. Iger, “Mi filosofía es justamente la contraria. Es necesario ser paciente y respetuoso” Esta filosofía se hace patente en muchos detalles, como mantener las antiguas direcciones de email de los empleados de Pixar o no forzar su adaptación a la fuerte cultura corporativa de Disney. De este modo, el desarrollo de la confianza se construyó con el tiempo. Edwin Catmull, Presidente de Pixar, admitió que “la confianza no llegó fácilmente, especialmente en una era en que algunas compañías prometen una cosa antes de la fusión y luego parecen hacer otra una vez que el trato está hecho”.
5. Bob Iger **confió en el talento adquirido de Pixar la responsabilidad adicional de ayudar a mejorar Disney e impulsar a la compañía en una nueva dirección**. Este factor se transformó en una pieza clave y fue comentado en el NY Times por un analista familiarizado con el acuerdo: “Si

estas adquiriendo personal cualificado, debes trasladar a tus nuevos expertos a otras partes de la empresa y dejar que trabajen en sus nuevos ámbitos”. Disney hizo exactamente esto al asignar al personal de Pixar trabajar conjuntamente con equipo de animación de Disney. Por otro lado, otro factor que aseguró la influencia de Pixar fue que en el acuerdo se requería que los directores ejecutivos y creativos de Pixar debían unirse a la fusionada compañía.

6. El **liderazgo transformador** de las personas clave en Pixar (Steve Jobs y John Lasseter) fue tenido muy en cuenta. Algunas de sus técnicas fueron adoptadas en Disney. Así, la capacidad para dirigir equipos adaptándose a los nuevos desafíos de un entorno que cambia rápidamente es un sistema que también funcionó en Disney.

6 CONCLUSIONES

Como bien es sabido, no hay una fórmula mágica para hacer funcionar las operaciones de F&A. Sin embargo, a lo largo del análisis del caso han quedado expuestos los factores decisivos a la hora de diferenciar entre aquellas transacciones que acaban siendo un éxito de aquellas que, por el contrario, terminan en fracaso, que se resumen en los siguientes puntos:

- **Las empresas operan en negocios afines**
- **Se ha elegido al candidato adecuado:** se han decidido los objetivos, definido los criterios e investigado posibles candidatos
- **Conocimiento del funcionamiento y organización de la compañía** (por ejemplo, por acuerdos mantenidos anteriores a la operación que facilitan el acople de ambas empresas)
- **Complementariedad de los productos** (know-how, tecnología, talento de los empleados)
- **No hay prima excesiva en el precio de adquisición**
- **La compañía objetivo no está demasiado endeudada**
- **Buena política de comunicación**
- **Respeto de la cultura de la empresa absorbida**

Surgen así aspectos como la importancia del **respeto de la cultura de la empresa absorbida** o de una **buena política de comunicación**, que como ha quedado manifestado a lo largo del caso, son factores muy influyentes en el logro del éxito de la empresa conjunta.

Se demuestra que es importante prestar atención a los **motivos** subyacentes que hay detrás de cada operación, puesto que pueden ser muy útiles para pronosticar la conveniencia de realizar una operación de F&A o, por el contrario, sugerir una alternativa, como puede ser una alianza estratégica.

Sin embargo, el elemento que claramente consolida el éxito en una operación de F&A es el proceso de **integración**. Por ello, la forma en que Disney y Pixar han hecho funcionar la integración de ambas compañías contiene lecciones para otros directivos enfrentados con la difícil tarea de unir dos culturas.

Por ello, adquieren relevancia ciertos factores que favorecen esta integración organizacional como pueden ser las **relaciones** que dos empresas hayan mantenido **en el pasado**, dado que les proporciona un conocimiento de primera mano sobre el funcionamiento interno de la otra organización. Además, tal y como se ha observado en el caso con las figuras de Robert A. Iger y Steve Jobs, es importante tener en cuenta la **trayectoria de los directivos** de una compañía a la hora de implementar una operación de F&A. En este caso, la experiencia de Iger en la ejecución e implementación de operaciones corporativas en el pasado, fue un factor determinante del éxito de la unión. Además, Iger también aprovechó la experiencia adquirida con Pixar y Marvel para hacerse con Lucas Films en el año 2012.

Por último, una vez cerrado el acuerdo, el **liderazgo** se convierte en un punto prioritario. Cuanto más rápido se establece la alta dirección, más pronto se pueden aprovechar las oportunidades de crecimiento. Sin embargo, si no se establece un claro liderazgo desde el principio, pueden surgir conflictos como la no aceptación de la empresa combinada o la pérdida de orientación de los empleados que trabajan en ella. Esto hace importante que las organizaciones dediquen tiempo y esfuerzo a **involucrar** a sus **empleados** en el proceso de postfusión como parte de su estrategia de integración.

En conclusión, aunque el proceso de F&A es una práctica que se ve afectada por numerosos agentes ajenos al control de las empresas, el análisis del caso Disney-Pixar ha comprobado cómo sí existen determinados factores a tener en cuenta a la hora de planificar una operación de F&A. Con esto no se pretende afirmar que aseguren su éxito, pero lo cierto es que contribuyen a la consecución de los resultados deseados. Por todo esto, se debe prestar verdadera atención a los aspectos mencionados que incluyen la adecuación del candidato, la cultura de la organización, la trayectoria de los directivos o el endeudamiento de la empresa, entre otros.

7 BIBLIOGRAFÍA

- AOL y Time Warner protagonizan la mayor fusión empresarial de la historia (2000, 11 de enero). *El País*. Disponible en: http://elpais.com/diario/2000/01/11/portada/947545201_850215.html
- AOL y Time Warner se separan (2009, 17 de noviembre). *El País*. Disponible en: http://tecnologia.elpais.com/tecnologia/2009/11/17/actualidad/1258452061_850215.html
- Barney, J. (1991). *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*. *Journal of Management*, Vol. 17, Pp. 99-120.
- Cabrales, R. y Rodríguez-Roselló, D. (2009) La fusión AOL-Time Warner. *Expansión*. Disponible en: <http://www.expansion.com/especiales/20aniversario/20corporativos/index.html>
- Castro Casal, C.(2003). *Dirección del conflicto cultural en fusiones y adquisiciones*. Santiago de Compostela, Vol 9, Pp. 129-150.
- Catmull, E. (2008) How Pixar Fosters Collective Creativity, *Harvard Business Review*. Disponible en: <http://hbr.harvardbusiness.org/2008/09/how-pixar-fosters-collective-creativity/ar/1>
Retrieved 7/709
- Creatividad y talento, claves del éxito de Pixar (2004). *Abascal Comunicación*. Disponible en: <http://www.abascalcomunicacion.com/creatividad-y-talento-claves-del-exito-de-pixar/>
- Crossan, M. and Vera, D. (2004) Strategic Leadership and Organizational Learning, *The Academy of Management Review*, Vol. 29, Pp. 226-227.
- Disney, un titán exiliado del cine a la televisión (2013, 14 de julio). *KienyKe*. Disponible en: <http://www.kienyke.com/economia/disney-un-titan-exiliado-del-cine-a-la-television/>
- Disney World cumple 40 años como el parque de fantasía más visitado del mundo (2011, 7 de octubre). *El Mundo*. Disponible en: http://www.elmundo.es/america/2011/10/06/estados_unidos/1317912831.html
- Dorantes, A.L. (2013, 19 de octubre). Walt Disney Company. Disponible en: <http://estrategiacompetitivaufm.blogspot.com.es/2013/10/walt-disney-company.html>
- Fortune (2012). Industries. *CNN Money*. Disponible en: <http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2012/industries/145/>

- Haley, J. M. y Sidky, M. H. (2009): *Inter-organizational Learning and the Merger Process: Can Competing Firms Merge into Bigger Learning Organizations*. Washington D.C.: Strategic Management Journal.
- Haspeslagh PC, Jemison DB. (1991). *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*. New York: Free Press.
- Pixar Animation Studios (2009) Disponible en: www.pixar.com
- Pixar se separa de Disney y empieza una carrera en solitario (2005, 7 de marzo). *Universo Pixar*. Disponible en: <http://universopixar.blogspot.com.es/2005/03/pixar-se-separa-de-disney-y-empieza.html>
- Pixar, su industria y cómo Steve Jobs cambió la industria de contenidos (2011, 26 de agosto). *Alt1040*. Disponible en: <http://alt1040.com/2011/08/pixar-la-leccion-que-jobs-dejo-a-la-industria-de-contenidos>
- PricewaterhouseCoopers (2012). *Global Entertainment and Media Outlook: 2012-2016*. Disponible en: <http://www.pwc.es/es/publicaciones/entretenimiento-y-medios/assets/global-entertainment-and-media-outlook-2012-2016.pdf>
- Robert Iger, nuevo presidente de Disney (2005, 15 de marzo). *El Mundo*. Disponible en: <http://www.elmundo.es/mundodinero/2005/03/13/empresas/1110744101.html>
- Roles tras los procesos de fusión y adquisición (2013, octubre 24). *Negociación Integral*. Disponible en: http://www.laquintacolumna.com.mx/2008/junio/internacional/int_090608_esp_disney_y_pixar.html
- Rukstad, M. J. y Collis, D (2009, 15 de enero). The Walt Disney Company: The Entertainment King. *Harvard Business School*. Disponible en: <http://studystream.org/upload/data/388/TheWaltDisneyCo.TheEntertainmentKing.pdf>
- The Walt Disney Company (2014): Informes Anuales. Disponible en: thewaltdisneycompany.com
- The Walt Disney Company (2011, 5 de enero). *Factoría Histórica*. Disponible en: <https://factoriahistorica.wordpress.com/2010/12/31/the-walt-disney-company-ii/>
- The Walt Disney Company (2014). *Disneywiki*. Disponible en: http://es.disney.wikia.com/wiki/The_Walt_Disney_Company
- Time Warner se escinde de AOL para sacarla a Bolsa” (2009, 29 de mayo). *ABC*. Disponible en: http://www.abc.es/hemeroteca/historico-29-05-2009/abc/Economia/time-warner-se-escinde-de-aol-para-sacarla-a-bolsa_921313191202.html

- Time Warner y AOL superan el último obstáculo para su fusión (2001, 12 de enero). *ABC*, p. 79.
- Walt Disney Company (DIS) (2014). *Wikinvest*. Disponible en: [http://www.wikinvest.com/stock/Walt_Disney_Company_\(DIS\)#Major_Sources_of_Revenue](http://www.wikinvest.com/stock/Walt_Disney_Company_(DIS)#Major_Sources_of_Revenue)
- Wikipedia (2014). Disponible en: www.wikipedia.es
- Zozaya González, Néboa (2007). *Las fusiones y adquisiciones como instrumento de crecimiento empresarial*. Madrid: Dirección General de Política de la PYME.