



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

PUNTOS CLAVE DE ÉXITO Y FRACASO EN M&A: INTEGRACIÓN POST-FUSIÓN

Un estudio de caso de la fusión entre AOL y Time Warner:
El matrimonio entre la nueva y la vieja economía que derivó en el
mayor divorcio de la era punto com

Autor: Jorge Adiego Calvo
Director: Amparo Merino de Diego

Madrid
Marzo de 2015

Índice de Contenidos

Resumen	I
Palabras clave	I
Abstract.....	II
Keywords.....	II
Abreviaturas.....	III
Índice de figuras	IV
I. Introducción	1
1. Justificación de la importancia del tema y objetivos	1
2. Metodología de investigación	5
II. Marco teórico	9
1. Planificación de la integración. Estudio de las condiciones a priori	10
2. Implementación del plan de integración (a posteriori)	12
3. Control de la estrategia de integración	14
III. Contexto en que se desarrolló la fusión: Compañías, industria y operación.	15
1. America Online (AOL).....	15
2. Time Warner	16
3. Industria	17
4. La Operación.....	22
IV. Decisión de la adquisición.....	24
1. Lógica de la adquisición: Valorando necesidades respecto a fuentes de valor.	24
A) Necesidades de AOL satisfechas por fuentes de valor de AOL	25
B) Necesidades de Time Warner satisfechas por fuentes de valor de AOL	26
2. Negociación, <i>Due diligence</i> y Valoración financiera	28
A) Proceso de negociación.....	28

B) Due diligence	29
C) Valoración financiera.....	32
V. Planificación de la integración (a priori)	33
1. Incertidumbre ambiental como variable externa	34
A) Incertidumbre ambiental sobre los productos	34
B) Incertidumbre ambiental sobre el mercado.....	34
2. Complejidad integrativa como variable interna.....	35
A) Complejidad integrativa técnica	35
B) Complejidad integrativa organizacional	36
C) Fusión entre iguales (MoE).....	40
D) Implicaciones	44
VI. Implementación del plan de integración (a posteriori).....	45
1. Objetivos de la fusión – Sinergias esperadas.....	45
2. Transferencia de conocimiento.....	48
A) Estudio de las variables principales	48
B) Implicaciones	54
VII. Control de la integración. Rendimiento de la fusión.....	55
1. Primeros años después de la fusión. Un desplome sin freno (2001-2004).....	55
2. Incumplimiento de las metas intermedias fijadas.....	57
VIII. Conclusión	59
IX. Anexos	63
1. ¿En qué situación se encuentran AOL y Time Warner en la actualidad?	63
A) Recentrando cada división en sus competencias nucleares (2004 – 2009).....	63
B) Recuperación de la confianza por parte de los inversores (2009 – Actualidad)...	67
X. Bibliografía.....	69

Resumen

Debido a la consideración cada vez más habitual de la fase de la integración como una fase crítica tras el cierre de una fusión, este artículo desarrolla un modelo preliminar que trata de estudiar las principales variables de este proceso y la relación entre ellas. Estas variables se refieren no sólo al momento de la preparación del plan a priori –relativas tanto a la incertidumbre externa como la complejidad interna- sino también al momento de la implementación de dicho plan, para lograr la transferencia de conocimiento óptima y desarrollar al máximo potencial las sinergias esperadas. Para cumplir este objetivo, el autor se apoya en una metodología de investigación de estudio de caso único relativo a la fusión entre AOL y Time Warner, la fusión que fue llamada a revolucionar la industria y terminó convirtiéndose en la “peor fusión de la historia”, fundamentalmente por un proceso de integración fallido.

Palabras clave

Integración post-fusión, Fusiones y Adquisiciones, AOL Time Warner

Abstract

As a result of the increasing relevance of the post-merger integration phase, this article tends to develop a preliminary model that studies the main variables of this process as well as the links between them. Not only do these variables refer to the prior process of preparing the integration plan –relative to its external uncertainty and internal complexity- but they also refer to the phase of implementing this plan effectively, so as to achieve an optimal knowledge transfer level that enables the new company to realize the full potential of subsequent synergies. To meet this objective, the author lay on a case study relative to the merger between AOL and Time Warner, the merger which was supposed to revolutionize the industry and ended up as “the worst merger in history”, mainly due to a failed integration between the two companies.

Keywords

Post-merger Integration, Mergers & Acquisitions, AOL Time Warner

Abreviaturas

AOL	America Online
ARPU	Average Revenue per User (Ingreso medio por usuario, en español)
CAGR	Compound Annual Growth Rate (Tasa anual de crecimiento compuesto, en español)
CEO	Chief Executive Officer (Director ejecutivo, en español)
CFO	Chief Financial Officer (Director financiero, en español)
COO	Chief Operating Officer (Director de operaciones, en español)
CTO	Chief Technology Officer (Director de tecnología, en español)
DSL	Digital Subscriber Line (Línea de abonado digital, en español)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, en español)
FCC	Federal Communications Commission (Comisión Federal de Telecomunicaciones, en español)
FTC	Federal Trade Commission (Comisión Federal de Comercio, en español)
Kbps	Kilobytes por segundo
M&A	Mergers & Acquisitions (Fusiones y Adquisiciones, en español)
Mbps	Megabytes por segundo
MoE	Merger of Equals (Fusión entre iguales, en español)
PIB	Producto Interior Bruto
PMI	Post-merger integration (Integración post-fusión, en español)
SAC	Subscriber acquisition cost (coste de adquisición de un suscriptor, español)
SEC	Securities and Exchange Commision (equivalente a la Comisión del Mercado de Valores en España)
TBS	Turner Broadcasting Systems
TMT	Telecommunications, Media and Technology (Telecomunicaciones, medios de comunicación y tecnología, en español)
TV	Televisión
TWC	Time Warner Cable
TWX	Time Warner

Índice de figuras

Figura 1. Evolución del valor de las operaciones de M&A en Estados Unidos.....	1
Figura 2. Evolución del valor de las operaciones de M&A en Europa.	1
Figura 3. El proceso de estudio de casos.	5
Figura 4. Ingresos de las mayores compañías de Internet en el año 1999.....	16
Figura 5. Ingresos de los mayores conglomerados mediáticos en el año 1999.....	17
Figura 6. El sistema de valor de la banda ancha.....	18
Figura 7. Evolución de Internet en los hogares americanos.	19
Figura 8. Estimación de la evolución de las tecnologías de banda ancha: Cable vs. DSL.	20
Figura 9. Proceso de la consolidación en grandes conglomerados mediáticos.	21
Figura 10. Mayores fusiones de la historia.....	22
Figura 11. Proceso de decisión de la adquisición.....	24
Figura 12. Correspondencia de necesidades de AOL con fuentes de valor de TWX.....	26
Figura 13. Correspondencia de necesidades de TWX con fuentes de valor de AOL.....	27
Figura 14. Evolución del índice Nasdaq durante la burbuja punto com.....	30
Figura 15. Diferencias entre las estimaciones de EBITDA y las cifras reales.	32
Figura 16. Proceso de planificación de la integración.....	33
Figura 17. Estructura de la alta gestión de la compañía tras la fusión.	42
Figura 18. Diferencias entre las cifras de AOL y Time Warner antes de la fusión.....	42
Figura 19. Efecto medio de las cuatro variables de Chaudhuri & Tabrizi (2005).....	44
Figura 20. Cuadro resumen del proceso de ejecución de la integración y su control	45
Figura 21. Sinergias normalmente estudiadas a través de un nuevo foco.	47
Figura 22. Sinergias necesarias para una fusión de convergencia.....	47
Figura 23. Estrategias de integración humana para la transferencia de conocimiento.....	49
Figura 24. Evolución hacia una nueva identidad en función de la intensidad de las identidades previas.	50
Figura 25. Definición de la situación final de la integración.....	51
Figura 26. Diferencias entre los valores óptimos de las variables de Chaudhuri para AOL Time Warner y su valor real.	54
Figura 27. Evolución de la capitalización bursátil de AOL Time Warner.	56

Figura 28. Modelo de estudio propuesto.	60
Figura 29. Evolución de los suscriptores y del ARPU de la división de AOL.....	65
Figura 30. Evolución de los ingresos por segmento de AOL Time Warner	65
Figura 31. Peso relativo de cada segmento en los ingresos totales de AOL Time Warner	66
Figura 32. Ingresos de AOL, TWC y Time Warner tras los spinoffs de 2009.....	67
Figura 33. Variación porcentual del precio de cotización de la acción de AOL, TWC y TWX	68

I. Introducción

1. Justificación de la importancia del tema y objetivos

Las fusiones y adquisiciones se han convertido en un recurso extremadamente común entre la alta gestión de las empresas ya cumplen una función fundamental en sus estrategias de expansión. Existen multitud de razones por las cuales una empresa puede optar por estas estrategias de desarrollo corporativo externo. Así, pueden basarse en un punto de vista estratégico, permitiendo obtener unos beneficios potenciales que serían demasiado costosos, arriesgados o demasiado avanzados para conseguirlos independientemente; oportunista, al presentarse una operación difícilmente rechazable ya sea por la situación de estrés que sufre la empresa adquirida o una guerra entre competidores; o con carácter defensivo, para proteger la cuota de mercado en una industria en consolidación o declive (Dess & Lumpkin, 2003; Barney & Hesterly, 2006).

De hecho, las cifras de operaciones no dejan de crecer. Aunque en 2008, con la irrupción de la crisis, se produjo un frenazo en el campo de fusiones y adquisiciones a nivel global, la tendencia indica que podría recuperarse en el corto plazo los niveles de M&A en Europa y Estados Unidos a niveles pre-crisis (MergerMarket, 2014) –Ver figura 1 y 2-. Aunque esta cifra pueda parecer extraordinaria, EE.UU presenta unos números de 11,913 acuerdos celebrados por valor de 1,6 billones de dólares (FactSet, 2014). Para ilustrar este dato, debemos tener en cuenta que es superior al PIB nominal de España durante el año 2013, aproximadamente 1,4 billones de dólares según el FMI (2014) y el Banco Mundial (2015).

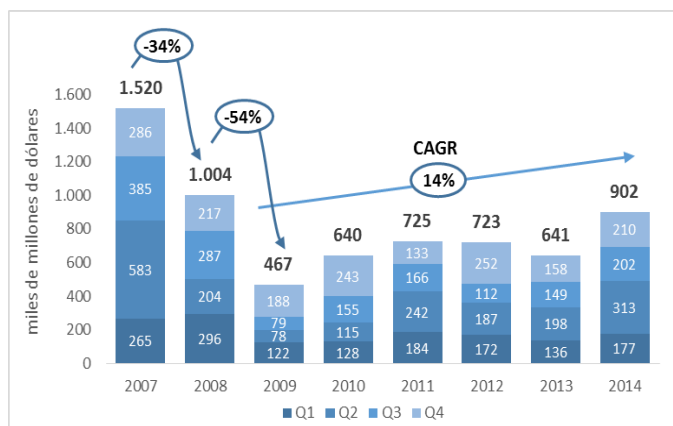


Figura 2. Evolución del valor de las operaciones de M&A en Europa.

Fuente: Adaptado de MergerMarket (2014).

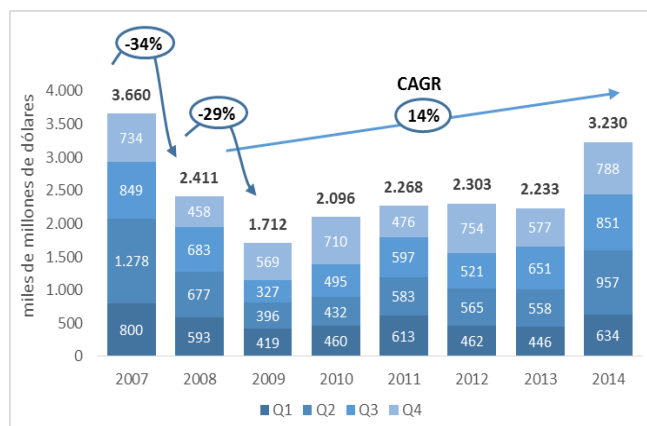


Figura 1. Evolución del valor de las operaciones de M&A en Estados Unidos.

Fuente: Adaptado de MergerMarket (2014)

Según reflejan estos datos y como ya apuntó John Chambers, CEO de Cisco en 1999, las compañías que quieren ser líderes deben entender el campo de fusiones y adquisiciones como una “competencia nuclear de la empresa” (citado por Paulson, 2002).

Sin embargo, a pesar de su relevancia, las empresas no suelen realizar un proceso a priori que les permita valorar si la estrategia que van a llevar a cabo es beneficiosa y viable (Bundy & Hukins, 2009). Esta función ha quedado relegada a un segundo plano por la alta gestión de las compañías, derivando en grandes fracasos como se pone de manifiesto en un estudio realizado por Dyer et al. (2007), el cual demostró que el 48% de ellas habían derivado en un fracaso. Otros autores como Marks y Mirvis (2001) cifran este índice de fracaso en un 75%. La consultora Vantage Partners, citada por Rodríguez Monroy y Mora García (2006), va más allá y defiende que este número se eleva hasta el 78%. Distintos estudios nos dan números distintos pero, en todo caso, los índices de fusiones que no logran el éxito, es decir, que no son capaces de cumplir las expectativas sobre valor de la acción, retorno de la inversión o rentabilidad y por tanto, no crean el valor esperado por el accionista, son extraordinariamente altos.

Uno de los motivos fundamentales se basa en el desarrollo e implementación de estrategias de integración erróneas. De hecho, según el estudio presentado por Kitching (1973), aproximadamente un tercio de los fracasos se debían a este motivo. Varias décadas han transcurrido desde entonces, pero las causas subyacentes parecen mantenerse vivas cuarenta años después. De hecho, el “Global PMI integration 1998/1999” realizado por A.T Kearney destaca la fase de integración como la más crítica según el 53% de encuestados (Habeck et al., 2000). Igualmente, entre los motivos que estudia Mergermarket & MerrillDataseite (2009), el 56% considera que la principal causa de fracaso de la fusión deriva de problemas relativos a la integración¹.

Por ello, este proyecto de investigación se centrará fundamentalmente en el campo de la integración post-fusión (*post-merger integration* - PMI, en inglés). Estas estrategias conllevan la implementación de una serie de cambios en las operaciones de la empresa para

¹ En este sentido, este porcentaje se divide en 21% que se refieren a la falta de comunicación, 20% a la existencia de conflictos entre los equipos directivos y 15% a conflictos culturales (Mergermarket & Merrill Dataseite, 2009).

la creación de valor, la alteración de procesos y mecanismos de carácter burocrático que dotan de identidad a la empresa y los valores que actúan como marcos de referencia (Schweiger et al., 1994 citado por Pablo, 1994). Se basa, fundamentalmente, en cambiar los antiguos “qué somos” y “qué y cómo lo hacemos” de cada compañía para crear una respuesta combinada a esas preguntas.

Consideramos que este tema tiene una importancia capital desde un punto de vista social ya que una estrategia de M&A es uno de los momentos más importantes en la vida de una sociedad. Ésta tiene efectos en empleados, proveedores o clientes, además de los accionistas, por lo que es fundamental que ésta transcurra sin contratiempos. Aunque una fusión puede convertirse en el mayor de los catalizadores de crecimiento, rentabilidad y éxito empresarial, puede derivar en situaciones que aceleren la situación al desastre si no se controla.

Asimismo, este trabajo de investigación puede suponer una aportación al conocimiento científico en este campo. Presentamos una posición contraria a Bower (2001), que considera que sabemos sorprendentemente poco de las fusiones y que incluso llega a afirmar que el conocimiento colectivo que se tiene sobre la materia puede resumirse en unos pocos enunciados. En cambio, consideramos que el conocimiento en este campo es extremadamente extenso, sobre todo, en el ámbito anglosajón (Bartholdy, 2014). Sin embargo, resulta difícil acercarse a él debido a la multitud de ramificaciones que se presentan en su estudio (De Graff, 2010; Schweizer, 2001). Multitud de artículos presentan un tratamiento parcial o segmentado de la integración tras la fusión, centrándose en un único aspecto como puede ser la cultura, el ejercicio de poder de una parte sobre otra, la transferencia de conocimiento o la retención del talento, ya sea desde el punto de visto psicológico, sociológico, de dirección estratégica, etc. Sin embargo, resulta difícil extraer un conocimiento general y sistemático del proceso de principio a fin.

Finalmente, desde un punto de vista personal, este trabajo de investigación tiene un gran interés, debido al futuro profesional que me espera una vez haya completado mis estudios universitarios.

Nos gustaría incrementar el interés de la literatura sobre este campo, tan apasionante pero aparentemente complejo, como es el M&A de una manera asequible a través de un caso real

y de relevancia. Así, se podrá reconocer la importancia de esta olvidada pero fundamental fase² y realizar, en su caso, un análisis preliminar de las principales variables a tener en cuenta en este proceso, así como las relaciones que se establecen entre ellas.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, nos presentamos como objetivo principal proponer un modelo holístico para el examen y evaluación de la fase de integración de un proceso de fusión que sea extrapolable, en la medida de lo posible, al estudio de otras fusiones comparables. Buscamos desarrollar un marco de estudio que facilite la determinación de las variables relevantes en este proceso y el modo de acercarse a ellas, de tal forma que la alta dirección valore toda la información adecuada a la hora de optar por una estrategia determinada.

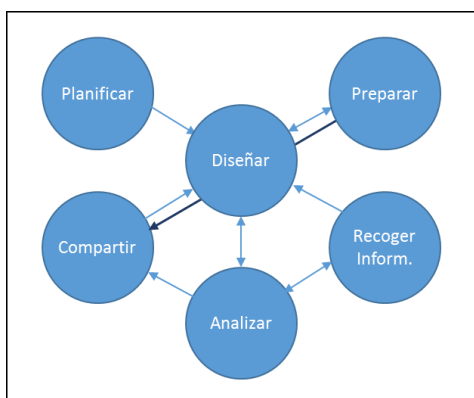
Específicamente, este objetivo se concretará en:

- Realizar una primera aproximación al proceso de toma de decisión previa a la adquisición.
- Determinar cuáles son las variables a tener en cuenta en el momento previo de planificación de la estrategia de integración, tanto desde un punto de vista físico-funcional como directivo-sociocultural.
- Identificar las variables principales en la ejecución y el control de la estrategia de integración así como las relaciones entre ambas, para garantizar la transferencia de conocimiento óptima -que permita el traslado de los recursos y capacidades necesario- para materializar las sinergias propuestas.

² En este sentido: “Improving the acquisition integration process, however, may be one of the most urgent and compelling challenges facing business today.” (Ashkenas, DeMonaco & Francis, 1998, p. 166)

2. Metodología de investigación

Para el cumplimiento de los objetivos que nos hemos marcado con este trabajo de investigación, hemos optado por la metodología cualitativa de estudio de un caso real. Vamos a seguir la técnica que apunta Baškarada (2014), fuertemente influenciado por Yin (2009), que se basa en las fases de planificación, diseño, preparación, recolección de información, análisis y finalmente, publicación de la información.



*Figura 3. El proceso de estudio de casos.
Fuente: Baškarada (2014), adaptado de Yin (2009)*

Desde el punto de vista de la **planificación**, hemos optado por el estudio de caso (o *case study*, en inglés) en la medida que nos parece óptimo para estudiar no sólo un fenómeno relevante en particular –desde un punto de vista ilustrativo- sino también generalizar, complementar, y en la medida de lo posible, depurar, refutar y complementar teorías que se han ido desarrollando en los últimos años– desde un punto de vista explicativo- (Castro Monge, 2010; Baškarada, 2014). El estudio de casos es un método de investigación habitual en la literatura³, ya que permite, en primer lugar, no solo ilustrar el cómo y por qué de un caso específico sino también investigar el tema y los conceptos que en él subyacen (Cepeda Carrión, 2006).

³ A este respecto, nos referimos, entre otros, a Drori et al. (2011), Chaudhuri (2005), Kunal Soni (2011) o Schweizer (2001).

Respecto al **diseño**, optamos por un caso único⁴, con una función tanto ilustrativa como explicativa, que desde un punto de vista holístico nos permitirá obtener un conocimiento más o menos estructurado del campo de la fusión (Villarreal Larrinaga & Landeta Rodríguez, 2010). Facilita el acceso a este campo, ya que al tener una base sobre el que aplicarlo, se permite que los aspectos más importantes se apliquen en la práctica.

El estudio de caso que hemos considerado idóneo para estudiar el fenómeno de la integración post-fusión trata de la fusión del portal online y proveedor de servicios de internet número uno de América AOL –y por extensión, en el plano global- con el gigante tradicional de la comunicación Time Warner que tuvo lugar entre enero del 2000 y enero del 2001.

La que fue una de las fusiones más importantes de la historia hasta la fecha por su valor, se celebró, según el CEO de AOL, con la visión de afectar a los hábitos de consumo de todos los consumidores del mundo. De hecho, Steven Case definió la fusión como “histórica” y se jactó de que “estaban comenzando el nuevo siglo con una compañía única que contaba con unos activos incomparables y unas capacidades sin precedentes para acelerar la nueva revolución de Internet” (Bradley & Sullivan, 2005) . Sin embargo, la fusión que estaba llamada a revolucionar la transición de la publicación de contenidos tradicional a la nueva economía digital derivó en la definida como “peor fusión de la historia” (Quinn, 2009; Arango, 2010; Kopytoff, 2013). Ted Turner, vicepresidente de AOL Time Warner y uno de los mayores perjudicados por la fusión, llegó a declarar que la fusión debería pasar a la historia como las guerras de Vietnam, Iraq o Afganistán, ya que “es uno de los mayores desastres que han ocurrido a [su] país [Estados Unidos]” (Arango, 2010). De hecho, sólo una década más tarde, Time Warner anunció la desinversión del negocio de AOL mediante un spin off en una compañía completamente independiente (AOL, 2009).

Por ello, nos preguntamos: ¿Qué pudo ir mal en un *deal* que en teoría sólo fue considerado como un éxito potencial por unanimidad en la prensa especializada tras su anuncio? La hipótesis que manejamos es que éste se trata de un caso paradigmático en el que la alta gestión fracasó en llevar la teoría a la práctica. Es decir, una vez valoradas las necesidades de las

⁴ Aunque el método de *case-study* puntual o único sólo ha tenido una acogida secundaria en el ámbito científico, autores como Luiz Mariotto et al. (2014) buscan poner de manifiesto la adecuación de este procedimiento. Así, en la medida en que se respeten unos criterios de calidad en la elaboración del caso, éste tendrá una calidad comparable al “método científico”.

compañías a fusionar desde un plano teórico, AOL y Time Warner no tuvieron éxito al intentar cumplir esas pretensiones. Como posteriormente explicaría el CEO de AOL, parafraseando a Thomas Edison, “Una visión sin ejecución es mera alucinación” (Case, 2010). Igualmente, apunta que “teníamos una idea realmente buena, pero no nos concentramos en la gente adecuada, en la pasión adecuada ni en la perseverancia adecuada para ejecutarla”. Como parte principal de este fracaso, destaca una importante cadena de errores en el ámbito de la planificación a priori, la implementación a posteriori de la estrategia de integración tras la adquisición y su consiguiente control.

La **preparación** consiste fundamentalmente en el estudio y **recolección de información**, que nos permite tener un conocimiento sobre el tema, los conceptos más relevantes así como las principales aportaciones teóricas y metodológicas.

Para conseguir el objetivo propuesto, el enfoque de investigación a seguir se ha basado en la revisión de la literatura, principalmente el estudio de publicaciones académicas, así como documentación sobre el caso particular de AOL Time Warner. Se llegará a ellas, a través de los medios que oferta la Universidad de Pennsylvania y las bases de datos de Wharton Business School así como de la Universidad Pontificia Comillas - ICADE, tales como ABI/Inform Proquest y Business Source Complete, entre otras. Igualmente, buscamos estudiar las aportaciones de autores de múltiples nacionalidades, ya que nos permite obtener una visión internacional del problema y suple el problema producido por la baja proliferación de estudios específicos sobre esta área en nuestro país.

Mediante el **análisis** de esta información, desarrollaremos un proceso denominado por Yin (2009) como *generalización analítica*, en contraposición a un método de *generalización estadística* propia de un método cuantitativo. Nos permite obtener unos conceptos abstractos a través de la información específica de nuestro caso, que posteriormente se conectarán con determinadas teorías existentes. En todo caso, nos gustaría alertar de que el objetivo de este trabajo no se centra en estudiar toda la literatura sobre este punto, sino más bien proponer una aplicación práctica de un modelo que integre las aportaciones que consideramos más relevantes. Este análisis tiene vocación de cumplir los requisitos de fiabilidad –al permitir obtener resultados similares al aplicar el mismo protocolo a otros casos análogos-, validez interna –permitiendo identificar los aspectos más relevantes y las causas que los producen-,

validez externa –permitiendo la extrapolación de las conclusiones extraídas a otras situaciones comparables- y de constructo – al intentar evitar juicios subjetivos dado que las aportaciones de nuestro trabajo se sustentan en fuentes extensas y objetivas y razonamientos lógicos conexos- (Castro Monge, 2010)⁵.

Una vez analizado, se realizará una redacción que tras ser corregida y revisada, se depositará en el repositorio de la Universidad Pontificia Comillas para que **sea compartida** y contribuya así, en la medida de lo posible, al conocimiento general.

Como ya hemos anunciado previamente, este método permite no sólo analizar teóricamente –y de forma preliminar- las principales variables a tener en cuenta en el proceso de integración y las relaciones que se establecen entre ellas. Además, permite también obtener un conocimiento más completo al permitir su aplicación en la práctica. Por este último motivo, la estructura que aplicaremos seguirá las fases de la fusión de forma cronológica.

Así, dado el carácter de estudio de casos de nuestra investigación, resulta necesario comenzar nuestro estudio definiendo el contexto en que desarrolló la fusión y a continuación, analizar las fases previas a la integración *stricto sensu*, tales como la valoración previa de las necesidades así como negociación, *due diligence* y valoración. Este momento previo tuvo una incidencia importante en el devenir de AOL Time Warner por lo que afirmar que la falta de integración fue el único motivo de su fracaso es un reduccionismo que no podemos admitir. Por este motivo, es conveniente estudiar el proceso anterior al anuncio de la fusión.

Sin embargo, el grueso de nuestra investigación se centra en la implementación de la operación, primero la planificación de la integración a priori y a continuación la ejecución de esta estrategia a posteriori, una vez se produzca el cierre efectivo de la fusión. Concluiremos con un estudio de la fase de control.

En todo caso, resulta más conveniente presentar los hechos clave de AOL Time Warner de forma simultánea a la presentación de las variables teóricas a las que estos se refieren.

⁵ Resulta interesante la clasificación alternativa para investigación cualitativa que presentan Lincoln y Guba (1985), citado en Bell y Bryman (2003). Así, identifica la fiabilidad con la formalidad; la validez externa con la transferabilidad; la validez interna con la credibilidad y la confirmabilidad con la objetividad que presupone la validez de construcción.

II. Marco teórico

Debemos tener en cuenta que el M&A es un método de desarrollo potencial de las distintas orientaciones estratégicas que plantea la empresa para la consecución de una ventaja competitiva respecto a sus competidores. Es por ello, que si bien centraremos el foco de nuestro análisis en el M&A, no debemos olvidar la literatura previa relativa al entorno de la dirección estratégica sobre la que se asienta este nuevo conocimiento.

En este sentido, el objetivo principal de las decisiones estratégicas de una empresa es la consecución de unas ventajas competitivas mediante recursos y capacidades relevantes, escasas, inimitables y explotables adecuadas al entorno con el que se relaciona la empresa (Barney & Hesterly, 2006; Dess & Lumpkin, 2003; Johnson & Scholes, 1997). En este sentido, no tenemos más que pensar en las estrategias genéricas de Porter⁶ (1985) sobre las que la empresa asienta su ventaja competitiva o las orientaciones alternativas para el desarrollo de Ansoff⁷ (1968). En este sentido, debemos definir las fusiones y adquisiciones como uno de los métodos de desarrollo para aplicar las anteriores direcciones estratégicas. Como toda estrategia, las fusiones presentan tres fases diferenciadas que la dirección debe definir: la planificación estratégica, la implementación de la estrategia y el control de dicha implementación (Dess & Lumpkin, 2003), siendo el esquema que nosotros seguiremos.

Entrando ya en el campo específico de las fusiones y adquisiciones, debemos destacar que a mediados de la década de los 80 del siglo pasado, el estudio de M&A coincidió con una fuerte expansión de este fenómeno –algunos estudiosos la definen como la gran cuarta fase (García Estévez, 2009)-. En este momento, el énfasis por el desarrollo corporativo externo se basaba en el campo de la decisión sobre el objetivo más adecuado a adquirir, ya que el M&A seguía un modelo de creación de grandes conglomerados, cuyo fundamento consistía en la diversificación no relacionada para minimizar riesgos al contar con una cartera de empresas autónomas de distintas industrias (Barney & Hesterly, 2006). De ahí que la literatura sobre planificación, implementación y control de la integración quedase relegada a un segundo plano. Destacamos una primera aportación con Shrivastava (1985), el cual dividía las

⁶ A mero título de enumeración, Porter diferenciaba las estrategias en función de su focalización en costes o en diferenciación.

⁷ Entre las que destacan las estrategias de desinversión, consolidación, desarrollo de productos o mercados y diferenciación ya sea relacional –en la cadena de valor- o no relacional.

distintas fases del proceso tanto en carácter cronológico como dificultad en (1º) integración de procesos mediante la combinación de la contabilidad y de la realidad jurídica en un único ente, (2º) la integración física de los activos y finalmente (3º) la integración sociocultural y directiva, siendo esta la más crítica de las tres.

No llegará hasta finales de los 90 y principios de la década de los 2000 el momento en que la literatura comience a presentar las claves del estudio de la integración en los cuales dividimos nuestra propuesta. En este sentido, estudiaremos como foco principal de la investigación el proceso de planificación de la integración a priori para posteriormente entrar propiamente en la ejecución fáctica y el control de la integración.

1. Planificación de la integración. Estudio de las condiciones a priori

El primer punto fundamental en el estudio de la planificación de la integración se basa en el estudio de las condiciones a priori que pueden presentar problemas en el corto y medio plazo. Su estudio resulta fundamental ya que, según Kelly et al. (1999), las compañías que dan prioridad a la fijación de un plan proyectado en este ámbito tiene un 13% más de posibilidad de éxito que la media. Por tanto, resulta fundamental preguntarnos: ¿Cuáles son las variables principales que debe estudiar este plan?

Chaudhuri & Tabrizi (2005) nos aportan una solución al establecer cuatro variables fundamentales a tener en cuenta en fusiones basadas en innovación. Sin embargo, consideramos necesario complementar esta visión con otras aportaciones:

- A) Desde un punto de vista externo, destacamos la incertidumbre ambiental, la cual se podrá dividir de nuevo en dos variables: por un lado, la imposibilidad de predecir la trayectoria futura de aceptación del producto y por otro, la inseguridad sobre el mercado en el que se ofrecerá el nuevo producto desarrollado, tanto desde el punto de vista de los clientes como de los inversores y reguladores. En este sentido, habrá que estudiar el producto y la industria concreta a las que va a dirigirse la nueva empresa resultante.

- B) Sin embargo, desde el punto de vista interno, el conocimiento existente es más fácil de sistematizar y generalizar para todo tipo de fusión basada en la innovación, ya que

siguen patrones similares. En este sentido, Chaudhuri & Tabrizi (2005) destacan la denominada complejidad integrativa, que se divide a su vez en dos subvariables:

- Desde el punto de vista de los activos físicos y funcionales de la firma, resaltamos la complejidad derivada de incompatibilidades de los recursos de ambas compañías. En este sentido, podemos destacar dudas importantes como la duda sobre el verdadero valor de unos activos que podrían encontrarse en fases iniciales de desarrollo (Graebner et al., 2012), cuestiones sobre la protección de la propiedad intelectual o las dudas sobre la valoración técnica (Ford et al., 2012) o finalmente, el grado y la dirección de traspaso de esos recursos físicos y funcionales (Heimeriks & Schijven, 2009).
- Desde un punto de vista de la realidad sociocultural de las compañías, la complejidad derivada de la madurez de las empresas que se unen, entendiendo como tal la existencia de procesos y sistemas consolidados de actuación en los recursos humanos de la empresa. Entre las variables fundamentales a estudiar en este campo, destacamos la necesidad de transformación de la cultura y los conflictos que surgen en este proceso (Buono & Bowditch, 2003; Weber & Camerer, 2003; Bundy & Hukins, 2009; Marks & Mirvis, 2001, 2011; Marks et al., 2014), así como la capacidad de acoger nuevas culturas dado el grado de multiculturalismo (Pablo, 1994); la resistencia a la cesión de la identidad (Zaheer et al., 2003; Hill & Weiner, 2008; Clark et al., 2010); el liderazgo –o la falta de él- (Krug et al., 2014); la creación de una atmósfera favorable a la transmisión de capacidades (Haspeslagh & Jemison, 1991) o la optimización de los mecanismos de comunicación (Agarwal et al., 2012).

En todo caso, debemos estudiar la influencia que puede tener la consideración de una unión como una fusión entre iguales –*merger of equals* o MOE, en inglés- al amplificar estos problemas previamente referidos (Zaheer et al., 2003; Drori et al., 2011). La cuestión sobre la configuración no es baladí al poder derivar en importantes complicaciones, como las luchas de poder entre dos partes que se consideran iguales, las cuales podrán minimizarse si las partes comparten la misma visión y objetivos (Pablo, 1994).

El punto fundamental, en todo caso, se basa en aplicar unas estrategias de integración que presenten coherencia con los factores de complejidad e incertidumbre previamente valorados para así obtener unos mejores resultados en la práctica.

2. Implementación del plan de integración (a posteriori)

Una vez estudiadas estas consideraciones previas y en coherencia con ellas, debemos definir y concretar un plan o proyecto de integración detallado y completo para evitar incertidumbres en el futuro. Es en este momento, en que aplicaremos la decisión sobre el foco y alcance de la integración que hayamos decidido previamente.

Aunque en un primer momento podamos pensar que cuanto mayor sea el nivel de integración, mejor rendimiento tendrá la nueva empresa, esta opinión ha sido claramente desechada por la doctrina (Chaudhuri, 2006; Puranam et al., 2009).

En este sentido, destacamos la aportación de Chaudhuri (2006), citado en Knowledge@Wharton (2005), que pone de manifiesto la existencia de ventajas o inconvenientes tanto de permitir una mayor autonomía de las empresas, como de lograr una integración completa. Las variables que destacan fundamentalmente son dos: Adopción de procesos, transferencia de conocimiento⁸. Una explicación más profunda requiere este último concepto.

Inicialmente, debemos tener en cuenta que la transferencia de conocimiento es uno de los puntos fundamentales para el traspaso de las capacidades que proveen a las empresas con una ventaja comparativa respecto al resto (Haspeslagh & Jemison, 1991). Podemos distinguir dos tipos de conocimiento en función de las capacidades a las que afectan principalmente: Por un lado, aquellas capacidades relativas a aspectos físicos y funcionales se transmiten a través de un conocimiento explícito, es decir, aquel basado en conocimiento técnico y operacional de la compañía, que se encuentra codificada en unos códigos de actuación determinados. Por otro lado, y siendo mucho más importante, destaca el conocimiento tácito, es decir, aquel conocimiento basado en la experiencia y las habilidades que están

⁸ Igualmente, cabe destacar que define una variable como “Organizational Integration”, que define como el grado de integración necesaria. Considero que en este punto, Chaudhuri (2006) resulta confuso ya que utiliza una variable con un significado idéntico al concepto que busca definir y estudiar. Es por ello, que buscamos complementar este punto con las aportaciones de Pablo (1994).

incorporadas al saber hacer de los recursos humanos de la empresa, que permiten estandarizar y rutinizar su actuación pero que tienen un carácter informal (Chaudhuri, 2005; Chesbrough & Teece, 1999).

Según Chaudhuri (2005), para que las empresas lleguen a adquirir el conocimiento de su contraparte, este conocimiento debe ser preservado, transferido y aplicado en la nueva empresa. En este sentido, podemos ver una fuerte tensión entre dos fuerzas contradictorias: por un lado, la preservación del conocimiento será mayor cuanto mayor sea el nivel de autonomía que se dé a las empresas originales, mientras que la transferencia será mayor cuanto mayor sea esa integración. Por ello, es necesario conseguir un equilibrio entre ambas.

Siendo fundamental el traslado de conocimiento tácito, dada la importancia de los recursos humanos en las fusiones de carácter tecnológico, este autor destaca cuatro subvariables fundamentales a estudiar dada la influencia que poseen en su determinación:

- Grado de integración
- Retención del talento, tanto de los empleados. Unimos a este punto, la importancia en la retención de los encargados de labores ejecutivas (Cording et al. 2008)
- Esfuerzo en el aprendizaje y adopción de los procesos –igualmente definida como adopción de procesos *supra*-.
- Velocidad de la integración. Cabe destacar que este punto es uno de los principales cuestiones que más problemas produce ya que el 80% de los encuestados por Habeck (2014) afirman que debieron haberla resuelto de un forma distinta.

Consideramos que estas variables no son sólo fundamentales para el traslado de conocimiento de manera particular, si no que son variables que tienen una importancia esencial en la definición del foco y el alcance de la estrategia de integración en su conjunto. De hecho, la velocidad de integración (Pritchett et al., 1997a; Ranft & Lord, 2002; Cording et al., 2008) o la retención del talento (Pritchett et al., 1997b; Buono & Bowditch, 2003; Hill & Weiner, 2008) se encuentran en la doctrina como variables fundamentales. De este modo, el traslado de conocimiento y el grado de integración son dos variables que se retroalimentan y que se ven influidas bidireccionalmente.

Especialmente importante para determinar el nivel de transferencia de conocimiento es determinar que sinergias se pretende conseguir con la fusión. Así, destaca la variable explicada por son las explicadas por Pablo (1994), relativa al objetivo final de la fusión.

Para desarrollar esta variable, nos centraremos en la diferenciación entre cada tipo de fusión que explica Bower (2001) destacando la fusión para lograr la convergencia de dos industrias hacia la creación de una nueva industria -como es el caso de AOL Time Warner- y en los trabajos de Engert et al. (2010), que dividen las sinergias según el foco en sinergias de coste, de capital y de ingresos y según su alcance en sinergias de protección de la base actual, sinergias combinacionales y sinergias transformacionales. Al fin y al cabo, en la medida que cada tipo de fusión busca que surjan ventaja competitiva distintas, para conseguirlo se requerirá una combinación distinta de estas variables.

3. Control de la estrategia de integración

Por último, nos gustaría destacar la aportación de Cording et al. (2008) sobre la conveniencia de establecer metas u objetivos intermedios que nos sirvan como puntos intermedios para la definición de la integración y la valoración y medición del rendimiento de la fusión en la creación de valor. Así, estos autores destacan dos variables intermedias para reducir la ambigüedad causal entre las variables iniciales y el output de la fusión. Estos son la reorganización interna de la compañía desde un punto de vista interno y la expansión de mercado desde un punto de vista externo. Sobre ellos, pueden establecerse controles más o menos mensurables que faciliten el control.

III. Contexto en que se desarrolló la fusión: Compañías, industria y operación.

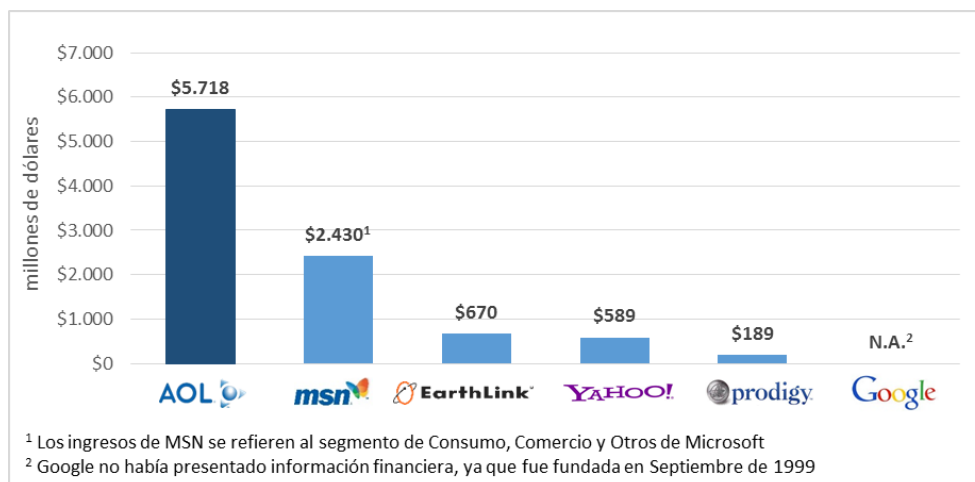
Como ya presentamos anteriormente tras explicar el diseño del estudio de caso en el que vamos a profundizar, cuando pensamos en una fusión relevante en el marco tecnológico, una de ellas inmediatamente salta a la mente de todos. La operación entre AOL y Time Warner es la prueba, todavía viviente, de que el éxito de una fusión no está correlacionada con la cantidad de dinero implicado. La entidad fusionada tenía vocación de revolucionar la industria de las telecomunicaciones, internet y los medios de comunicación a través del desarrollo de la nueva economía digital.

Este estudio de caso debe comenzar, por tanto, analizando el contexto de la operación para conocer la situación previa de las compañías previas al anuncio de la fusión, el mercado que se mantuvo como telón de fondo y las condiciones de la operación que finalmente se pactaron.

1. America Online (AOL)

America Online fue fundada por Bill von Meister en 1985 bajo el nombre de Quantun Computer Services pero no fue hasta el año 1991 en que la compañía cambió su nombre por America Online, conocida comúnmente como AOL. AOL ofertaba servicios de telecomunicaciones e Internet, hasta el punto de ser considerado el mayor proveedor de servicios de acceso a Internet con más de 15 millones de suscriptores el año antes a la fusión, gestionando más de 42 millones de emails y 309 millones de mensajes instantáneos al día, dando la bienvenida a sus usuarios con su clásico “¡Tienes un email!” (AOL, 2015; Fontana, 1999).

Si bien es cierto que fue criticado al ofrecer un servicio tecnológico de menor nivel, AOL desarrolló un nuevo concepto de interconectividad al desarrollar aplicaciones como *chat rooms* que permitían una mayor interacción entre sus miembros. Liderado en ese momento por su director general, Steven Case, los cambios que realizaron para dejar de ser un mero transmisor de información para optar por la interconexión de las personas tuvo un enorme atractivo para los consumidores, situándose a finales de 1999 en el puesto 12 de compañías por capitalización bursátil con 193 mil millones de dólares (Fortboise.org, 2001).



*Figura 4. Ingresos de las mayores compañías de Internet en el año 1999.
Fuente: Cuentas anuales del año 1999 de las compañías referidas.*

2. Time Warner

Tras la fusión de la clásica Time Inc, con Warner Communications en 1990 y posteriormente con Turner Broadcasting Systems (TBS) en 1996, Time Warner se convirtió en el mayor conglomerado mediático del mundo, con ingresos superiores a rivales como Disney, News Corporation o Viacom en el año 1999. Aunque sus ingresos eran muy altos, su capitalización bursátil era mucho menor que su contraparte en la fusión. Así, a finales de 1999, Time Warner contaba con una capitalización bursátil de 85 mil millones de dólares, menos de la mitad de la valoración de AOL (Munk, 2004).

Estaba dividido en 5 segmentos de negocio independientes: Cadenas de televisión por cable, sistemas de cable, cine, música y publicaciones (Bradley & Sullivan, 2005). En el momento de la fusión, destaca la figura de su director ejecutivo (CEO) Gerald Levin. Su valor estratégico se basaba no sólo en el importante portfolio de contenido con el que contaban, sino también con sus sistemas de cable, fundamentales para esta fusión como a continuación describimos.

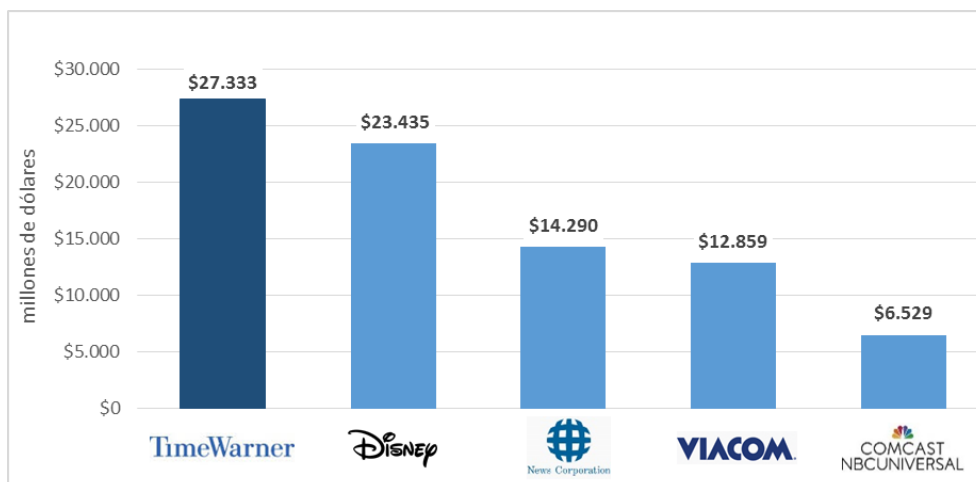


Figura 5. Ingresos de los mayores conglomerados mediáticos en el año 1999.
Fuente: Cuentas anuales del año 1999 de las compañías referidas.

3. Industria

Sin embargo, un análisis de la situación interna de las compañías no es suficiente. Por ello, consideramos conveniente profundizar en el conocimiento del entorno externo previo a la fusión de las empresas. En este sentido, analizamos -de forma somera- las 5 fuerzas competitivas (Porter, 2008).

Para cumplir el objetivo de comprender la situación de la industria a finales del siglo pasado, debemos explicar el papel que tuvieron el cable y el contenido en la revolución digital, cuyo culmen se produjo en 2002 previo a la explosión de la burbuja.

En 1996, se produjo la entrada en vigor de la Ley de Telecomunicaciones⁹ cuyo objetivo principal era liberalizar el mercado, permitiendo competir a cualquier operador en cualquier mercado, lo cual incrementó fuertemente la rivalidad entre los competidores existentes e incentivó la entrada de nuevos competidores – a pesar de la existencia de fuertes barreras de entrada dada la fuerte inversión que requería el acceso a la red- (Gatusso, 1998). Además, los proveedores de cable presentaban un mayor poder en la medida que tenían posibilidad de realizar una integración hacia delante o hacia atrás de los distintos eslabones de la cadena de valor entrando fácilmente en este mercado-. Así, se revolucionó no sólo el mercado de la emisión de televisión y video, sino también de la telefonía y el acceso a internet con sistemas

⁹ Telecommunications Act of 1996, Pub. LA. No. 104-104, 110 Stat. 56 (1996). Disponible en <http://transition.fcc.gov/telecom.html> (última consulta: 19 marzo 2015)

de alta velocidad surgiendo un boom de empresas de tecnologías de la información y de internet (Federal Communications Commission, 1996). En este contexto, para ser capaz de sobrevivir ante esta situación de competencia, las compañías tenían que ofrecer a unos consumidores cada vez más exigentes unos servicios de alta calidad a un precio igual o menor (Hodes et al., 1999).

Para alcanzar este propósito comenzó una ola de fusiones y adquisiciones para lograr economías de escala y alcance, que les permitieran obtener una innovación con un menor coste que desarrollando las competencias de forma interna. Estas economías de economía y alcance pueden verse en la relación entre contenido, cable (red) y *know-how*. Estudiamos esta relación a través del modelo de sistema de valor de la industria -definido por Porter (1985)-, que nos permitirá analizar los recursos y capacidades estratégicos fundamentales en un momento turbulento para la tecnología¹⁰.

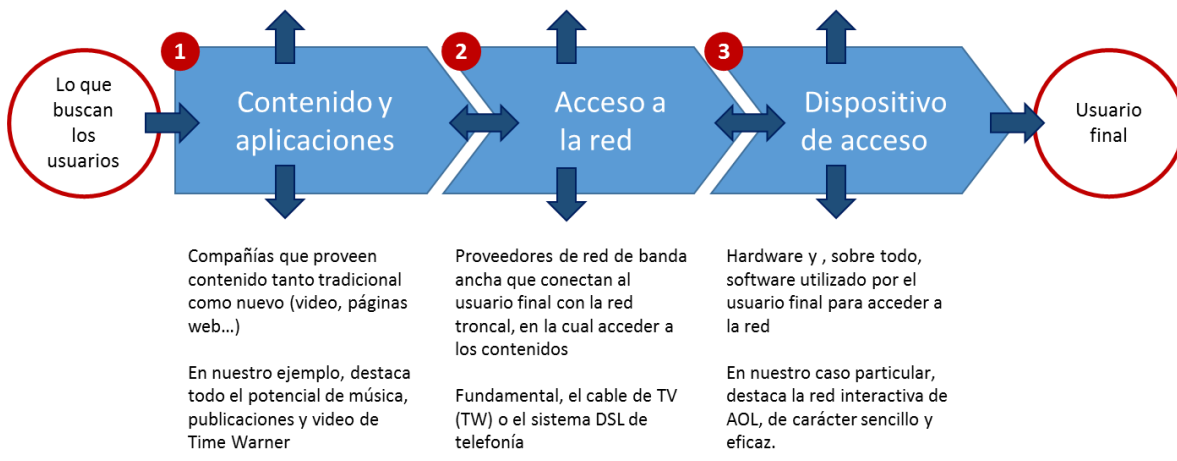


Figura 6. El sistema de valor de la banda ancha.
Fuente: Adaptado de Bazinet et al. (2000)

Es importante tener en cuenta que en el momento de la fusión se mantenía vigente la tecnología de *dial-up* sobre la que AOL presentaba una ventaja competitiva. Esta tecnología, se basa en la conexión a internet mediante un módem a su vez conectado a la red telefónica –resultando el inolvidable chirrido que oíamos al intentar hacer una llamada -. En un primer

¹⁰ Es importante aplicar este modelo para entender el fin último de la fusión entre AOL y Time Warner, en la medida que buscaban crear una única compañía capaz de cubrir todo el sistema de valor de la industria de internet. Para ello, nos referimos al punto IV. 1 1.Lógica de la adquisición: Valorando necesidades respecto a fuentes de valor.

momento, era un sistema óptimo ya que internet se utilizaba para el traspaso de información de texto, como pueden ser emails o mensajes instantáneos. El problema de este sistema es que el traspaso de datos es lento -512 Kbps-, y cuando los consumidores comenzaron a exigir la transmisión de video o música por internet -con un tamaño muy superior al texto-, la capacidad de este sistema no era suficiente. Así, la siguiente oportunidad en el mundo de internet comenzaba a vislumbrarse: era necesario un sistema de banda ancha o *broadband* – con un funcionamiento similar al sistema con el que contamos actualmente con una velocidad de 1-2 Mbps en esos momentos-, ya fuera utilizando el ancho de banda sobrante de la televisión por cable¹¹ o con la tecnología DSL, cuyo medio de transmisión era la línea telefónica, eso sí con un cable más desarrollado más allá de las tradicionales líneas de cobre que utilizaba el sistema dial-up (Bowers, 2000; California Emerging Technologies Fund, 2009; Hodes, et al., 1999).

Las empresas vieron claramente la oportunidad que suponía la banda ancha y no la desaprovecharon. De esta manera, se produjo finalmente el *sorpasso* de la banda ancha al dial-up en el año 2005. De hecho, en la actualidad el dial-up que AOL desarrollaba sólo se encuentra de manera residual (Zickuhr & Smith, 2013).

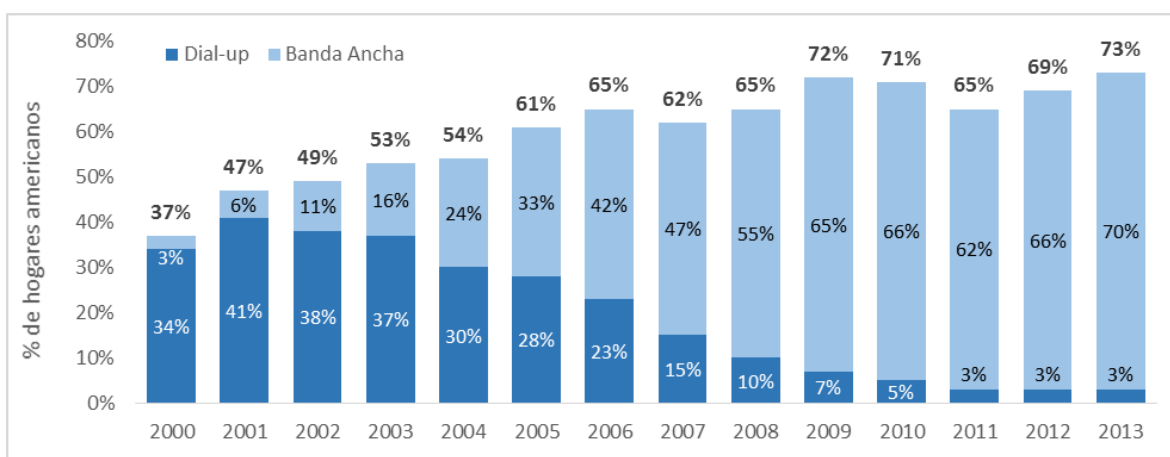


Figura 7. Evolución de Internet en los hogares americanos.
Fuente: Adaptado de Zickuhr & Smith (2013)

¹¹ Debemos poner de manifiesto las economías de densidad que existen en el cable telefónico o de televisión. De forma similar a los aviones o trenes, en la medida que el coste de transmisión de información es la misma ya se utilice todo el potencial del cable o sólo una porción –dado que se trata de costes totalmente hundidos-, las compañías optimizan su uso al poner al límite su capacidad. (Morikawa, 2011)

Dentro de la tecnología de banda ancha, se estimaba en el año 2000 que el cable iba a ser la tecnología principal en las primeras fases de desarrollo y que se preveía que este fuera la tecnología principal. Sin embargo, una vez desarrollada, superando distintos problemas que surgieron en su implementación –como le ocurrió a Sprint como primer proveedor (Bowers, 2000)-, el DSL comenzó a imponerse y se estimó que comenzaría a recuperar el terreno, si bien no sería capaz de superar al cable (Bazinet et al, 2000).

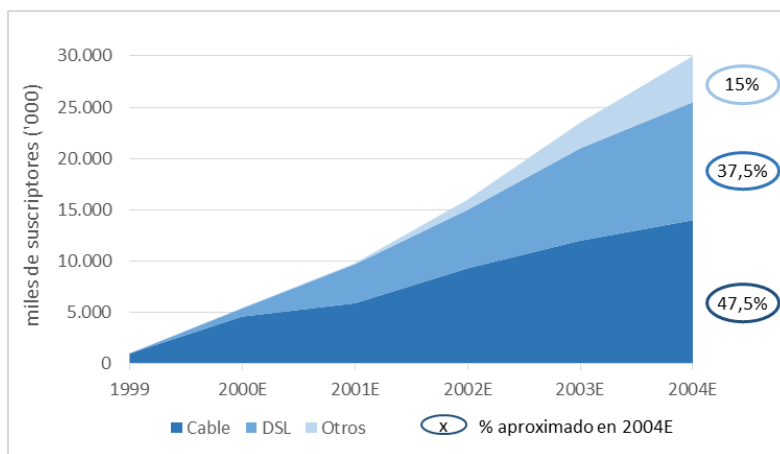


Figura 8. Estimación de la evolución de las tecnologías de banda ancha: Cable vs. DSL.
Fuente: Adaptado de Bazinet et al. (2000)

Volviendo los últimos años del siglo XX, mientras las compañías de internet contaban con la gente y el conocimiento necesario para crear un internet interactivo que llegase al consumidor, las compañías de telecomunicaciones y entretenimiento contaban con el cable necesario para desarrollar la tecnología de banda ancha que permitiese un internet más rápido y de mayor calidad. La velocidad de internet permitía desplegar un catálogo de contenido enorme, que debía adquirirse mediante licencias a las grandes compañías de entretenimiento.

Aunque las compañías de internet ya contaba con medios para desarrollar la tecnología DSL, basándose en la infraestructura con la que desplegaron el dial-up, el cable estaba más desarrollado y contaba con un mayor potencial, ya que estaba en fases posteriores de implementación y contaba con una mayor base de consumidores, lo que les permitiría llegar más lejos en un menor periodo de tiempo.

En la figura 10, podemos observar como esta lógica fue seguida por multitud de compañías a finales de siglo provocando que el mercado adquiriese un carácter claramente oligopólico (Powers & Pang, 2002).

4. La Operación

La fusión entre AOL y Time Warner fue, en el momento de su anuncio el 10 de enero del año 2000 y hasta ahora, una de las mayores fusiones de la historia (Holliday, 2012; Reuters, 2013). AOL ofreció a Time Warner 183 mil millones de dólares¹², más del doble de la capitalización bursátil de la empresa en ese momento (Jonhson, 2000).

	Empresa Compradora	Empresa Adquirida	Valor de la operación (mil millones de dólares)	Año
1	Vodafone	Mannesman	202.8	1999
2	AOL	Time Warner	183.0	2000
3	Verizon	Verizon Wireless (45% Vodafone)	130.0	2013
4	Accionistas	Phillip Morris	107.7	2008
5	RBS	ABN-AMRO	98.5	2007

*Figura 10. Mayores fusiones de la historia.
Fuente: Adaptado de Holliday (2012) y Reuters (2013)*

America Online y Time Warner estructuraron el acuerdo como un intercambio de acciones. Aunque Time Warner aportaba aproximadamente un 80% de los ingresos de la entidad combinada, los accionistas de la antigua AOL se hicieron con el 55% de participación – debido a que AOL estaba fuertemente sobrevalorada en bolsa, gracias al altísimo potencial de crecimiento que se le atribuía a este tipo de compañías de Internet- mientras que los accionistas de Time Warner se hicieron con el 45% (Jonhson, 2000). Por tanto, aunque se planteó como una fusión entre iguales –con las subsiguientes complicaciones que explicaremos posteriormente¹³-, Time Warner fue técnicamente adquirida por AOL, con unas condiciones extremadamente favorables para los segundos (Schiller, 2000). De hecho, en noviembre de 2000, sólo 11 meses después del anuncio, la acción de AOL había caído un 50%, habiendo permitido que Time Warner obtuviese un 65% de la compañía (Munk, 2004).

¹² En la medida que la fusión se basaba en deuda y stock, el precio de la fusión fluctúa según el día que se tome como referencia ya que dependía de los precios de cotización de las compañías. En el momento del anuncio, la cantidad era de aproximadamente 160 mil millones de dólares, si bien esta cifra fue mayor en el momento del cierre efectivo de la operación.

¹³ Vid. V.2.C) Fusión entre iguales (MoE)

Para valorar el impacto de esta fusión debemos tener en cuenta que daba lugar a la mayor compañía en el campo de TMT, con una capitalización bursátil cuya suma era de 350 mil millones de dólares, equivalente al 60% del PIB de España el año anterior (Schiller, 2000; Junnarkar & Hu, 2000).

Finalmente, cuando la operación efectivamente se cerró en 11 de enero de 2001 -justo un año después-, la capitalización bursátil de la nueva compañía fue de 216,7 mil millones de dólares, dada la pérdida de valor que se produjo en el ínterin entre el anuncio y cierre (Bradley & Sullivan, 2005).

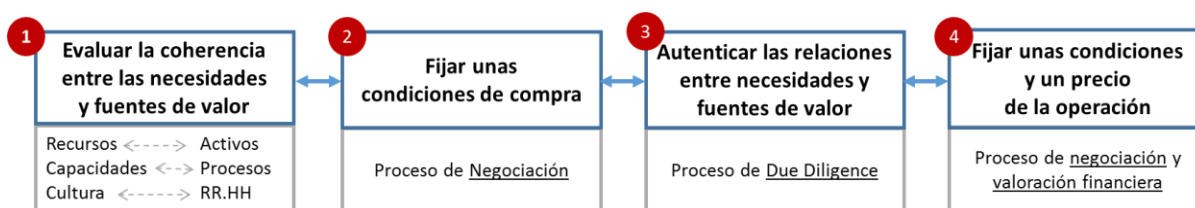
Como dijo Steven Case en el momento del anuncio, era “difícil imaginar una casa en los Estados Unidos que no se viera tocada por Time Warner o AOL de algún modo, ya fuera por la televisión, películas, música o Internet” (Jonhson, 2000). La tecnología DSL que venía desarrollando AOL con el cable de Time Warner los podría convertir en los reyes de internet. Era difícil no concebir su propuesta de valor como una “estrella” en los términos de la matriz BCG ya que se preveía que iba a presentar una cuota de mercado ingente en un mercado con un crecimiento exponencial.

Así, se preveía que esta fusión les permitiría desarrollar la tecnología pionera en una televisión interactiva con AOL TV –que comienza a entrar en nuestro país con Apple TV o Google Chromecast-, la creación de una web legal de música digital que superase el problema de la piratería –sólo debemos pensar en el éxito apabullante de iTunes para el modelo de descargas o Spotify con un modelo de *streaming*- o el modelo de video *on demand* –que ya popularizó YouTube- (Bradley & Sullivan, 2005). Además, no debemos olvidar que estos medios serían óptimos para obtener unos ingresos muy elevados por publicidad. AOL Time Warner vio la revolución que se avecinaba en este campo cuando internet no estaba dando más que sus primeros pasos. De hecho, actualmente se sigue hablando de los cambios en que internet debe profundizar (Meeker, 2014) y ellos ya los predijeron prematuramente, nada menos que unos 15 años antes.

IV. Decisión de la adquisición

Como ya hemos venido anunciado previamente, nos gustaría poner de manifiesto tres puntos fundamentales que nos permitirán tener una visión más amplia de la fusión. En un primer momento, estudiaremos el campo teórico de valoración de necesidades y fuentes de valor, que nos permitirá observar una compenetración casi perfecta, para entrar en los primeros pasos prácticos de negociación, análisis de riesgos y valoración financiera, a partir de los cuales comenzaron a surgir los primeros errores que llevaron al fracaso de la operación.

1. Lógica de la adquisición: Valorando necesidades respecto a fuentes de valor.



*Figura 11. Proceso de decisión de la adquisición.
Fuente: Elaboración propia.*

Analizar una fusión bajo este marco supone poner en contraposición las necesidades de una compañía respecto a las potenciales fuentes de valor que podría aportar la otra. Este punto es fundamental ya que, como apuntaron Habeck et al. (2000), un tercio de los encuestados por su estudio consideraron que esta parte es la más crítica para el éxito de la fusión. Sin embargo, nosotros lo estudiamos desde un punto de vista negativo para demostrar que, si bien una buena planificación teórica de la empresa con la que combinar fuerzas es una condición necesaria de éxito, en ningún caso es suficiente. En este caso, se supone que iba a permitir a una única empresa cubrir todo el espectro que compone el sistema de valor de la industria de internet¹⁴.

Debemos tener en cuenta que aunque la fusión fue una adquisición en la práctica, fue concebida estratégicamente como una fusión entre iguales. De este modo, estudiamos en un modo de espejo ambas perspectivas:

¹⁴ Vid. Figura 7

A) Necesidades de AOL satisfechas por fuentes de valor de AOL

Teniendo en cuenta el sistema de valor de la banda ancha, representada en la figura 7, AOL contaba con un método de acceso a internet al respecto del cual habían surgido signos de entrar en declive. Contaba con una estructura de cableado telefónico óptimo para el acceso a un internet básico y lento mediante dial-up, que podría ser actualizado para ser susceptible de sostener banda ancha por tecnología DSL. Sin embargo, este proceso hubiera sido demasiado lento y costoso de desarrollar internamente, ya que todo el sector competía por obtener ventajas por llevar la iniciativa en un mercado pionero. Además, AOL tenía una valoración bursátil que le ponía en superioridad respecto a otras empresas, colocándolo en un punto perfecto de negociación en la compra de otra empresa.

Es por ello, que AOL necesitaba un pool de cable que accediera a una base de clientes muy importante, para que su internet más rápido tuviese una difusión lo más potente posible. Además, podría complementarse con un negocio de dial-up y DSL cada vez más residual pero existente de forma simultánea. Además, debemos destacar el primer punto de la cadena de valor: El contenido. Como ya dijo Bill Gates (1996), “el contenido es el rey”. Al fin y al cabo, el contenido es el fin al que el consumidor busca llegar a través de un medio como internet.

Time Warner le permite a AOL “matar dos pájaros de un tiro” con una única fusión, ya que les permitiría acceder a unos activos fundamentales como son sus 12,6 millones de clientes de televisión por cable a finales de 1999 y su impresionante repertorio de contenido (Time Warner, 2000). Igualmente, accede al conocimiento y las capacidades necesarias para gestionarlo. Por ello, según ha definido la literatura, podemos definir esta estrategia como una diversificación relacionada de integración hacia atrás, que cubre inputs del sistema de valor actual de la compañía para ofrecer una proposición de valor diferenciada y más adecuada a las necesidades de los consumidores a un menor coste –de este modo, el contenido y el cable pueden ser considerados como materias primas-.

Respecto a la relación con los recursos humanos, surge una discrepancia. Mientras AOL tiene la mentalidad propia de una empresa innovadora y tendente a la creación, Time Warner es una empresa tradicional que hace aquello que sabe hacer, pero que no se centra en la

innovación. La gente en este punto, no sólo no satisface ninguna necesidad sino que puede suponer un problema.

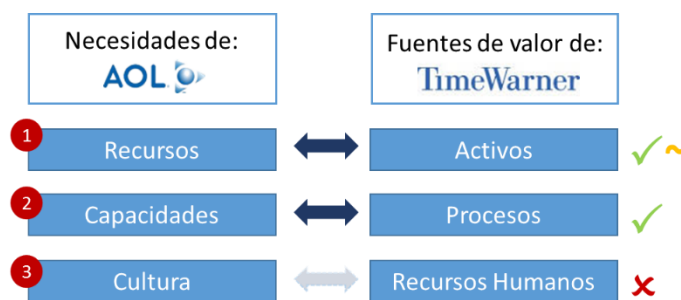


Figura 12. Correspondencia de necesidades de AOL con fuentes de valor de TWX.
Fuente: Elaboración propia

B) Necesidades de Time Warner satisfechas por fuentes de valor de AOL

Si bien hemos citado inicialmente a Bill Gates (1996), esta afirmación ha sido recientemente actualizada por Jonathan Perelman, vicepresidente de BuzzFeed (citado por Pollit, 2013). Así, Perelman afirma que “el contenido es el rey, pero la distribución es la reina y ella lleva los pantalones”. Esta afirmación implica que aunque una compañía tenga el contenido y el conducto –cable- para llegar a la gente, si no cuenta con medios para que estos lleguen efectivamente, todo su potencial se reduce a la mínima expresión.

En este sentido, Time Warner ya intentó desarrollar internamente capacidades en el campo de internet con el lanzamiento de RoadRunner (que representaba al clásico personaje del correccaminos que era perseguido por el coyote), en colaboración con Microsoft, MediaOne y Compaq (Bradley & Sullivan, 2005). Sin embargo, como explica Glenn Britt (2013), actual CEO de Time Warner Cable, esta tecnología estaba tan poco desarrollada que carecían del conocimiento necesario para aplicarla y no fue hasta su alianza con las anteriores empresas y el saber hacer que le trasladaron que RoadRunner se convirtió en un éxito (Time Warner Cable, 2015). Así, en el momento de la fusión, contaban con 946 mil suscriptores (Bradley & Sullivan, 2005).

Así, con esta fusión Time Warner conseguiría el know-how que anteriormente le proporcionaban sus socios en la alianza –además de los activos, tanto físicos como humanos para implementarlo-, que hubiera costado meses y millones en desarrollar para explotar al

máximo potencial el negocio de internet por sí mismo y con un *time-to-market* mínimo – punto 3 del sistema de valor de la figura 7-. Se optaría así por una estrategia de diversificación relacionada a través de una integración hacia adelante, permitiendo cubrir con su propuesta de valor aspectos que previamente no era capaz de cubrir. Igualmente, conseguirían una diferenciación que les permitiría ser más atractivos a ojos de sus clientes, fundamentalmente por las economías de alcance que se adquieren.

Además, su unión con AOL podría ser beneficiosa para modernizar y rejuvenecer su cultura, ya que sus empleados y alta gestión no estaban preparados para subirse al tren de Internet debido al cambio constante que se producía en el sector. AOL basaba principalmente su éxito en su capacidad de adaptación a un mundo que cambiaba en un abrir y cerrar de ojos.

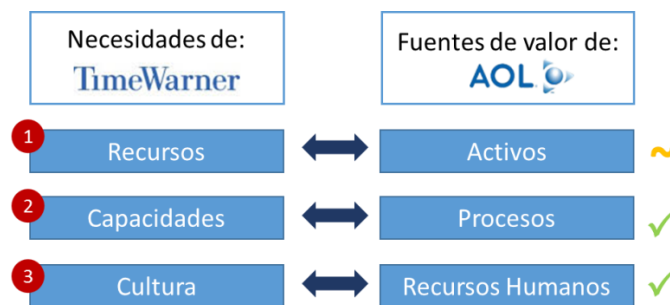


Figura 13. Correspondencia de necesidades de TWX con fuentes de valor de AOL.
Fuente: Elaboración propia.

2. Negociación, *Due diligence* y Valoración financiera

A pesar de que la valoración de las necesidades y fuentes de valor nos dan una imagen casi perfecta de la unión, la fusión destruyó miles de millones de dólares en valor de los accionistas. Una de las primeras explicaciones sobre este fracaso comienza con la puesta en práctica y la concreción de la decisión de fusión, con un proceso de negociación insuficiente, la inexistencia de un proceso de *due diligence* apropiado y una sobrevaloración financiera que llevó a pagar en exceso. Este punto sentó las bases para que se crease un caldo de cultivo claramente perjudicial para las partes implicadas.

A) Proceso de negociación

Las negociaciones fueron dirigidas por Case y Levin a título personal, una vez que tuvieron la posibilidad de conocerse en China en otoño de 1999. Después de solamente unas cenas juntos y tras la negativa de Yahoo! a ser adquirida por AOL, las partes pusieron manos a la obra y comenzaron a negociar (Arango, 2010). Sin embargo, este proceso negociador tuvo un valor cuestionable, porque Levin y Case tenían una fijación tal en ejecutar la operación que la revelación de circunstancias desfavorables tuvieron poco impacto en modificar las condiciones.

En el centro del problema estuvo Gerald Levin, siendo Time Warner el gran perjudicado por la fusión, ya que buscaba dejar a su compañía con un legado memorable y actuó por sí mismo, ignorando deliberadamente el consejo de los subordinados que se opusieron a la adquisición.

En primer lugar, Levin mantuvo a la mayoría de los ejecutivos de Time Warner fuera del ámbito de toma de decisiones antes de que este fuera anunciado. Destaca el ejemplo de Timothy Hoggs, jefe de relaciones con gobiernos de Time Warner, se enteró de la existencia de la fusión el mismo día de su anuncio en una *conference call* a las 8 de la mañana (Arango, 2010). Además, cuando la mayoría de ejecutivos optaban por dar un paso atrás y cancelar el acuerdo de fusión, Levin siguió actuando con su sesgo de confirmación, impidiendo que la compañía se dirigiese hacia un mal menor (Munk, 2004; Cohan, 2007).

B) Due diligence

Además, la obsesión de Levin impidió que las compañías obtuvieran la información suficiente sobre aquello que pensaban combinar. El ejemplo más claro de la fijación en la ejecución es, de hecho, el proceso de *due diligence*, que fue llevado a cabo en un solo fin de semana por el miedo a posibles filtraciones (Arango, 2010). Esta escasez de tiempo no sólo complicó que se pudiera evaluar propiamente las potenciales sinergias y su viabilidad en la creación de valor, sino que también hizo que algunas complicaciones financieras pasaran desapercibidas incumpliendo así su función de análisis de riesgos. Igualmente, algunas variables fundamentales para el proceso de integración post-fusión –como la compatibilidad de culturas e identidades- fueron ignoradas.

Debemos destacar que AOL y Time Warner fallaron en la detección de los primeros signos de la existencia de la burbuja punto com –que llegó a su punto álgido en momentos cercanos al anuncio de la fusión (Heskett, 2014; Beattie, 2015)- y su posterior explosión. Este estallido tuvo unos efectos devastadores para la economía mundial, ya que ésta no se recuperó hasta pasado aproximadamente un lustro.

Tomando como índice de referencia el Nasdaq –en la medida que agrupa (y agrupaba) a la mayoría de empresas tecnológicas y de internet-, podemos ver que desde agosto de 1998 comienza un *rally* alcista en la bolsa con unos índices de crecimiento que no han vuelto a repetirse. De hecho, en sólo un año y 7 meses, este índice creció un 313%, es decir, cuadruplicó su valor. Sin embargo, fue tal la subida que la caída tuvo la misma magnitud. Así, en sólo dos años y medio se volvió a los niveles iniciales, con una caída del 83% desde el máximo que alcanzó en marzo del año 2000, causando pérdidas millonarias a los inversores.



Figura 14. Evolución del índice Nasdaq durante la burbuja punto com.
Fuente: Adaptado de Yahoo! Finance, a día 22 de febrero de 2015.

La magnitud de la explosión de la burbuja punto com puede ilustrarse para nuestro caso concreto en dos situaciones:

- Por un lado, AOL Time Warner tiene el dudoso honor de haber reportado la mayor pérdida de la historia en el ejercicio 2002, con 99 mil millones de dólares, tras la amortización del fondo de comercio de 45 mil millones a la que se vio obligado (Peers & Angwin, 2003a; Hu, 2003a). Este récord sigue vigente. Igualmente, se perdió un activo humano importante en la alta gestión, ya que Ted Turner dimitió inmediatamente después de saberse (CNN Money, 2003).
- Por otro lado, debemos decir que AOL anunció la fusión casi en el punto álgido de la burbuja, mientras que cerró efectivamente la operación cuando ya se había producido una pérdida más que significativa en el valor de los accionistas tecnológicos. El momento de celebración del acuerdo fue el peor posible.

Sin embargo, aunque pueda justificarse que la peor de las suertes fue la que influyó en la elección del momento de la fusión –aunque como ya hemos apuntado, los signos de existencia de una burbuja insostenible en el tiempo eran visibles desde un año antes-, la negligencia en la valoración de distintos problemas financieros de AOL es injustificable.

En este sentido, el Washington Post desveló en 2002 que AOL llevaba inflando sus ingresos por publicidad en los años anteriores, ya que se habían venido desplomando, causando la apertura de una investigación oficial por la SEC y la dimisión inmediata de su COO Richard Parsons (Technology at The Washington Post, 2010; The Economist, 2002). Estas sobreestimaciones e incoherencias supusieron una nueva valoración de las cifras ingresos para estos años de alrededor de mil millones de dólares (Associated Press, 2006; BBC News, 2002), aproximadamente medio millón de dólares en multas de la SEC (SEC, 2005) y quizás, siendo esto lo más importante, una total falta de confianza entre dos socios cuyo objetivo era ser uno solo¹⁵.

Por otro lado, como discutiremos *infra*, la compatibilidad cultural no fue analizada y ambas partes asumieron que no había que preocupación sobre ello. Resulta muy ilustrativa la cita de Richard Parsons, que explicó posteriormente en el New York Times:

“Recuerdo decir en una reunión de la junta vital donde aprobamos la fusión que la vida [de todos los empleados] iba a cambiar porque se trataba de culturas muy diferentes, pero te diré algo, subestimamos cuánto” (Arango, 2010).

Aunque es los recursos humanos son clave para el éxito de una fusión, tiene un papel mínimo en las tomas de decisiones (Schuler & Jackson, 2001). Al no realizar una *due diligence* humana, se pierde la posibilidad de tener un balance de situación con los activos y pasivos en términos de personas con los que cuenta la empresa (Harding & Rouse, 2007).

¹⁵ Quizás la confianza ya se había perdido anteriormente, sobre todo, para los ejecutivos de AOL. En este sentido, mientras AOL Time Warner inició una recompra de acciones de febrero a junio de 2000, dando una imagen exterior de que la acción estaba infravalorada, los ejecutivos de la entidad fusionada vendían sus acciones AOL (The Economist, 2002; Munk, 2004). Así, Steve Case vendió 2 millones de acciones por 100 millones de dólares. Pittman vendió 1,5 millones por 73 millones de dólares mientras que Parsons obtuvo 35 millones de dólares por la venta de 700 mil acciones. Al menos una docena de ejecutivos vendieron gran parte de sus acciones. El único que mantuvo su cartera fue Gerald Levin.

C) Valoración financiera

Como resultado de la falta de análisis de riesgos, el proceso de valoración estaba plagado de asunciones erróneas. Las tasas de crecimiento pronosticadas parecían razonables para el contexto de burbuja de finales de los 90. Sin embargo, estos porcentajes nunca se materializaron.

Salomon Smith Barney, el banco de inversión asesor de AOL en el proceso de fusión, pronosticó unas tasas de crecimiento de EBITDA de la división de AOL del 30% en 2001 y del 25% en el periodo de 2003 a 2005 (Salomon Smith Barney, 2000). Sin embargo, la compañía admitió que en estos últimos años el EBITDA de la división sólo podría crecer en un rango de porcentajes de una sola cifra, en dígitos bajos o medios –por debajo del 10%- (Hu, 2003b).

Aunque es cierto que los *impairments* del fondo de comercio de 2002 tuvieron un efecto fundamental, podemos ver que la tendencia real fue plana –e incluso descendiente- mientras que la estimación preveía unas tasas de crecimiento anual de 20-25%.

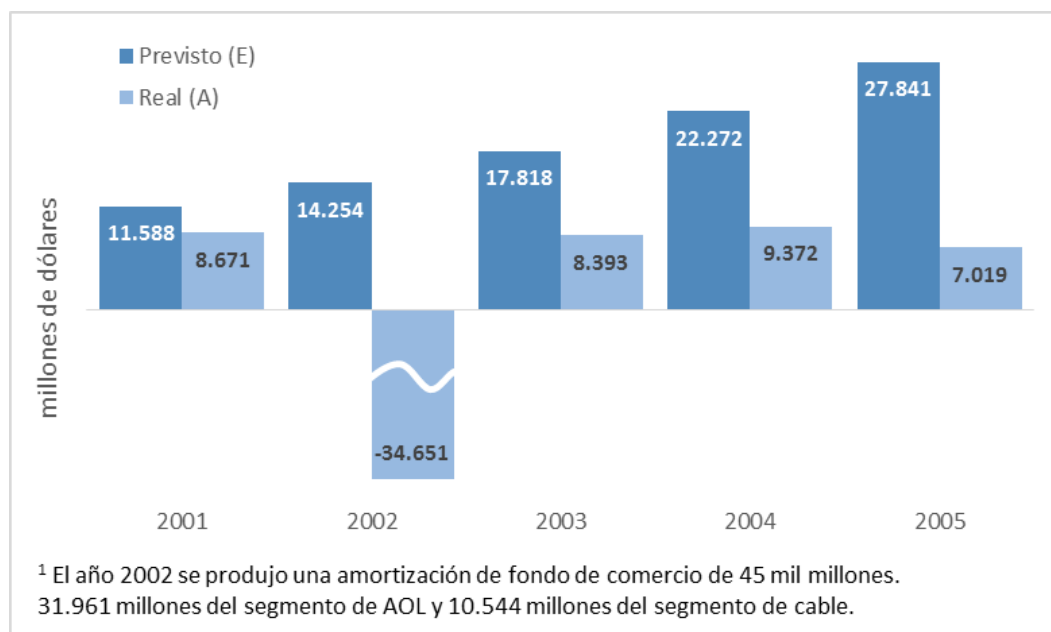


Figura 15. Diferencias entre las estimaciones de EBITDA y las cifras reales.
Fuente: Adaptado de Salomon Smith Barney (2000) y cuentas anuales de Time Warner (2001-2005)

V. Planificación de la integración (a priori)

Como apunta Peter Fader, “un gran abrazo público no es suficiente para que dos compañías se sincronicen” (Knowledge@Wharton, 2003). Como ya hemos anunciado en nuestro marco teórico, el paso de conocer las distintas variables de forma previa a desarrollar nuestro proyecto de integración es fundamental para lograr el éxito posterior. Marks & Mirvis (2001) afirman al respecto que muchos observadores comparan estas combinaciones con trasplantes de órganos. Así, la cirugía tiene que estar bien planeada y los equipos bien preparados antes de la operación para que ésta se ejecute rápidamente y con un riesgo mínimo de rechazo.

Este análisis nos permitirá, por tanto, obtener los criterios necesarios para evaluar la estrategia que vamos a desarrollar, fundamentalmente a partir de las notas de conveniencia¹⁶, factibilidad -sobre la posibilidad de que los cambios propuestos sean alcanzables- y aceptación -de tal forma que no sólo sea posible *de facto* si no que cumpla con las expectativas de los *stakeholders* implicados- (Johnson & Scholes, 1997), no sólo desde el punto de vista externo sino también interno.

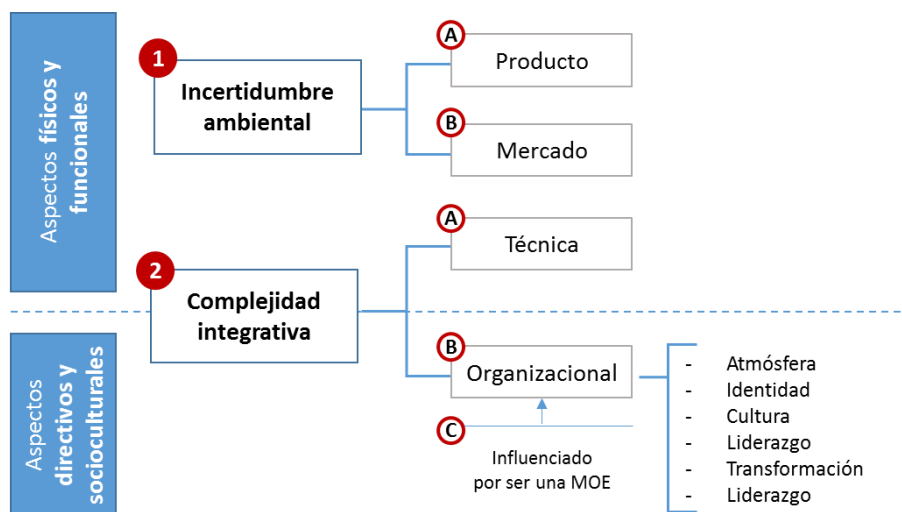


Figura 16. Proceso de planificación de la integración.
Fuente: Elaboración propia.

¹⁶ La nota de la conveniencia, cuyo objetivo es valorar hasta qué grado la estrategia se adecúa a nuestras necesidades ha sido previamente analizada en el apartado IV. 1 Lógica de la adquisición: Valorando necesidades respecto a fuentes de valor.

1. Incertidumbre ambiental como variable externa

Comenzando con su exposición, Chaudhuri & Tabrizi (2005) afirman la importancia de tener en cuenta la incertidumbre ambiental, entendida como el conjunto de dificultades que surgen por el riesgo a que surjan cambios inesperados tanto en los productos como en los mercados.

A) Incertidumbre ambiental sobre los productos

En primer lugar, debemos poner énfasis en la incertidumbre de productos ya que AOL Time Warner estaba entrando en territorio inexplorado. Incluso se llegó a decir el día de la fusión que “cambiaba las placas tectónicas en este mundo [de internet]” (Jonhson, 2000). De hecho, muchas de las industrias que pretendió desarrollar no sólo eran inexistentes –como televisión por internet- sino que incluso eran inimaginables. Así, el equipo de gestión buscaba beneficiarse de unas sinergias transformacionales, las cuales todavía no podían visionar, pero sentían que se encontraban de forma latente (Bradley & Sullivan, 2005)¹⁷.

B) Incertidumbre ambiental sobre el mercado

En segundo lugar, respecto a los mercados, debemos tener en cuenta no sólo a los clientes e inversores sino también al poder de los reguladores de competencia.

Respecto a los clientes, consideramos que acogieron la proposición de valor de la nueva compañía, ya que les permitía acceder a dos mercados –internet y comunicación-, que aunque se consideraban competidores pasaron a ser complementarios con una oferta conjunta de entretenimiento como la necesidad primordial a satisfacer, en coherencia con la idea que cambió la visión del marketing al superar su miopía (Levitt, 1975).

Sobre los inversores, ya hemos ofrecido una visión de la volatilidad que caracterizaba este periodo de burbuja. Nadie sabía lo que podía ocurrir de un día para otro, dado el valor insostenible que alcanzó el mercado de internet¹⁸.

Finalmente, los reguladores valoraron esta fusión con una precaución extrema, en la medida que era la operación más importante en la industria de TMT desde 1964 (Robert Pitowsky, director de la FTC, citado por Arango, 2010). Uno de los mayores problemas a los que se

¹⁷ Vid. VI. 1. Objetivos de la fusión – Sinergias esperadas

¹⁸ Vid. II.2.B) Due Diligence

enfrentaron fue el aseguramiento de que la nueva entidad abriría su red de cable a proveedores de acceso a internet rivales. De otro modo, si Time Warner ofreciese sus recursos de cable únicamente a AOL, la compañía tendría una ventaja competitiva imposible de igualar que vulneraba las normas de competencia nacionales. De tal manera, AOL Time Warner tuvo que hacer concesiones sustanciales, como son la apertura de su red de cable y su servicio único de mensajería instantánea por video, para que la fusión fuese aprobada un año después de su anuncio, retrasando su implementación (Federal Trade Commission, 2000).

Podemos poner de manifiesto que la incertidumbre ambiental, tanto desde el punto de vista de los productos como del mercado se situaba en una valoración alta. En todo caso, consideramos que la incertidumbre en este caso actúa como las dos caras de una misma moneda -análogamente al binomio riesgo-rentabilidad-. Por un lado, impide a la alta gestión de la compañía obtener una seguridad sobre un punto de referencia como meta del proceso, pero por el otro, podría permitirle a la compañía desarrollar nuevos mercados con unas ventajas de primer entrante a las que otras empresas no podrían tener acceso. Sin embargo, parece que la segunda ventaja no permite compensar el segundo inconveniente, siendo más conveniente realizar una fusión con una menor incertidumbre¹⁹.

2. Complejidad integrativa como variable interna

Igualmente, Chaudhuri & Tabrizi (2005) ponen de manifiesto la importancia de la complejidad integrativa, entendida como el conjunto de problemas que surgen al amalgamar los recursos y capacidades de dos organizaciones distintas en una sola.

A) Complejidad integrativa técnica

Por un lado, debemos poner de manifiesto la complejidad técnica, sobre todo en operaciones de alta tecnología. Ésta se basa en incompatibilidades en los estándares tecnológicos, protocolos o arquitecturas disponibles. Entre ellas, destacamos problemas genéricos como la protección de la propiedad intelectual o las dudas sobre la valoración técnica (Ford et al.,

¹⁹ Vid. Figura 20. Efecto medio de las cuatro variables de Chaudhuri & Tabrizi (2005)

2012) o la capacidad de traspaso de esos recursos físicos y funcionales (Heimeriks & Schijven, 2009)²⁰.

Para solucionarlos, se requerirían complejos procesos de transformación de plataformas o interfaces comunes. A título de ejemplo, podemos destacar las complejidades técnicas que podrían surgir del paso del modelo dial-up a banda ancha, o dentro de ellos, la aplicación del cable coaxial de televisión frente al cable telefónico. Consideramos que este problema debe atenderse al caso concreto y que se encuentra circunscrito más bien al campo de la ingeniería. Sin embargo, buscamos poner de manifiesto su importancia para el éxito de las operaciones de fusión. A este respecto, como ya hemos apuntado, no todo son números y estados financieros en una fusión.

B) Complejidad integrativa organizacional

Con la complejidad integrativa organizacional entramos en el campo de los aspectos socioculturales y directivos del proceso de integración. Estudiamos las relaciones entre los recursos humanos de las dos compañías, entes maduros que poseen unos sistemas, procesos, historias, símbolos, rituales y rutinas informales tan inherentes a su forma de actuar que forman parte inseparable de los empleados de la compañía (Johnson & Scholes, 1997), probablemente el colectivo de *stakeholders* más determinantes si atenemos a la matriz poder/interés de Gardner (1986), debido no tanto a la jerarquía sino a la influencia y urgencia de su colaboración en el éxito de la fusión.

Así, la alta dirección debe conseguir que estas culturas se amolden o que una de ellas sea asimilada por la otra (Buono & Bowditch, 2003). Por ello, este punto es el más importante para el éxito de una fusión. No sólo las cosas tienen que funcionar sobre el papel, si no que las personas que componen la empresa deben hacer que funcionen.

Respecto a las cuatro variables de Chaudhuri & Tabrizi (2005), ésta es la variable que permite la extrapolación de conclusiones más generalizables. Mientras que las otras variables se ven fuertemente influidas por la casuística, los procesos de dirección que incluyen aspectos

²⁰ Vid. II. 1. Planificación de la integración a priori en marco teórico

socioculturales suelen seguir patrones similares que permiten la teorización mediante esquemas, conceptos y procesos.

Éste es un proceso complejo y fuertemente interrelacionado, por lo que nos gustaría poner de manifiesto que estas variables no actúan como silos, si no que tienen fuertes efectos entre ellas, y en general, actúan como un todo. Igualmente complejo fue en este caso, ya que citando a uno de los participantes de las negociaciones de fusión: “Era como aparear a un caballo con un perro” (Munk, 2004).

Debemos afirmar la importancia de crear una cultura conjunta entre las partes implicadas, de tal forma que ambas partes remen en la misma dirección y consigan llevar el barco a buen puerto. En este sentido, existen multitud de definiciones de cultura, pero nos gustaría quedarnos con la definición de Buono & Bowditch (2003) que definen la cultura organizacional como “el marco de creencias, asunciones y expectativas compartidas por los miembros de la organización y el modo de percibir característico del grupo del ambiente de la organización, así como sus valores, normas de conducta y roles, los cuales traspasan el ámbito de la individualidad”.

En nuestro caso concreto, las diferencias en sus culturas corporativas eran innegables. Por un lado encontramos a AOL, definida como la “joya de la corona” de la era de internet. Esta compañía nació como una *start-up* que en el momento de la fusión aún no había cumplido la mayoría de edad. Atendiendo a la estructura de poder como una de las variables fundamentales al estudiar la cultura de la compañía –en la medida que conservan el núcleo de creencias que componen el paradigma de la organización- (Johnson & Scholes, 1997; Janićjević, 2013), podemos decir que seguía un modelo de dirección jerárquico –de arriba abajo-. Igualmente, todas las personas que componían AOL seguían una cultura unitaria, que ponía preeminencia a la creación de valor para el accionista más allá de la generación de ingresos. Steven Case consideraba que su labor era la de ser una máquina de crear dinero, no tanto para la compañía sino para los accionistas que habían invertido en ella.

Por su parte, Time Warner era una de las compañías de comunicación más consolidadas de la industria, con más de un siglo a sus espaldas. Sin embargo, allá de presentar las cuentas a las sedes centrales cada ejercicio, no parecía que cada división estuviera bajo el mismo

paraguas. Atendiendo a la estructura organizativa, la autonomía de cada división era tal que no parecía que pudiese centralizarse. De hecho, cuando Levin llegó al poder, intentó controlarlo pero los efectos fueron en vano. Además, viendo los incentivos de la compañía, cabe destacar que Time Warner no daba tanta preeminencia a la capitalización bursátil como le daba a la creación de ingresos y flujo de caja, pero sobre todo, destaca su visión –definida como la proyección ideal de la compañía de la posición exitosa y madura que espera conseguir en el futuro (Bratianu & Balanescu, 2008)- como una compañía capaz de crear un legado, un mundo mejor con un mayor conocimiento, cultura y libertad de expresión (Munk, 2004).

Un aspecto que puede parecer trivial pero es extremadamente ilustrativo de la cultura de una compañía y de las expectativas de las personas que la componen son los modelos de retribución variable. Time Warner presentaba un sistema de compensación en efectivo por el cumplimiento de objetivos de ingresos por cada división, sin ningún tipo de cooperación entre ellas. En cambio, AOL seguía un sistema de retribución por *stock options*, de tal forma que su incentivo es lograr el mayor crecimiento del precio de la acción.

Debemos tomar en consideración la aportación de Pablo (1994), que demostró la disminución de la complejidad de la operación para el caso que las culturas de las compañías, aun siendo diferentes, pueden ser más fácilmente conciliables si se caracterizan por el multiculturalismo, es decir, existen subculturas más allá de una cultura única. De este modo, cuanto mayor sea la tolerancia entre las distintas subculturas en el seno de una compañía –para el caso de existir-, existirá una mayor facilidad de integración de las nuevas culturas. Sin embargo, AOL contaba con una cultura única y Time Warner contaba con múltiples culturas para cada división, pero dentro de cada división, no existía más que una cultura.

Sin embargo, no sólo la estructura cultural única y los incentivos de cada parte eran distintos sino que este problema se incrementó debido a sus diferentes identidades. Buscamos por ello presentar varias citas que nos permitan descubrir cuál era su visión de sí mismos, es decir, la respuesta a la pregunta quiénes somos como organización, qué es central, distintivo y persistente en el tiempo en nuestra visión como un conjunto (Ravasi & Schultz, 2008; Clark et al., 2010).

Empezando por AOL, la revista *Wired* los definía del siguiente modo:

“Sólo han conocido el éxito, y por tanto, no experimentan el miedo (...) Buscan reemplazar el orden establecido por un nuevo orden (...) AOL siempre está hambrienta, siempre está demandando algo nuevo. La ética del trabajo es intensa y hay tolerancia cero si no se consiguen los objetivos, pero el esfuerzo de equipo es brutal” (Rose, 2000).

Time Warner tenía un concepto de sí mismo muy diferente. Era una compañía que creaba, no sólo flujo de caja si no también cultura y diversidad. El dinero no era tan importante, mientras siguieran haciendo aquello que se esforzaban en conseguir.

Comenzaron a surgir los primeros problemas de conflicto cultural que resaltan Marks et al. (2014). En un primer lugar, se comienza no sólo a percibir diferencias si no que se magnifican. A continuación, se pasa a la creación de estereotipos y con el paso del tiempo se termina cayendo en el campo de la descalificación.

Así, los directivos de Time Warner no compartían la visión promovida por ellos y cuanto más tiempo pasaban con ellos, más dudas surgían sobre el futuro digital de la compañía. Así, sobre el primer aspecto de magnificación de diferencias, Levin afirmó sobre su primera reunión que “fue interminable (...) fue como una fiesta de fraternidad con todo el mundo gritando. Algo a lo que ninguno de nosotros estábamos acostumbrados... Hubo una total falta de disciplina y decoro”. Posteriormente, puede ponerse de manifiesto la entrada en el campo del estereotipo. Así, Timothy Boggs, el mayor lobista de Time Warner anunció en el momento que supo de la fusión: “Conocía bien a la gente de AOL; estábamos en una batalla contra ellos, eran escurridizos y muy agresivos. No eran gente de calidad”. La impresión de AOL sobre Time Warner no era mejor, ya que los consideraban vagos, complacientes, aburridos o mediocres, que no estaban preparados para los negocios que ellos venían realizando. En un problema por falta de coordinación por dos ofertas simultaneas a dos competidores, la situación explotó²¹. En sólo unos meses, habían entrado directamente en el campo del insulto.

²¹ Un ejecutivo de Time Warner afirmó implícitamente que su contraparte de AOL “apuñalaría a su propia madre por dinero” (Munk, 2004)

Sin embargo, éste problema no era exclusivo de los mandos medios y los empleados de sendas sociedades sino que tuvo un papel importantísimo en el liderazgo de la empresa. Mientras que Case prometió mantenerse al margen del día a día de la empresa y limitarse a un papel estratégico, Levin mantendría su posición de CEO con su correspondiente gestión constante (Bradley & Sullivan, 2005). Sin embargo, los problemas de intromisión de uno en el terreno del otro y sus visiones tan distintas impidieron que hubiera complicidad entre ellos. Inexorablemente, el conflicto entre la alta gestión influyó a los niveles más bajas, recrudeciendo el conflicto.

Puede decirse por tanto, que la situación previa a la fusión era una situación de “nosotros contra ellos”. Por tanto, la complejidad integrativa organizacional era extremadamente alta. Sin embargo, en ningún modo esto es un mal en sí mismo, ya que puede ser beneficioso, como posteriormente veremos²².

C) Fusión entre iguales (MoE)

Sin embargo, la dificultad de combinación de estas compañías no termina aquí, ya que como condición indispensable para celebrar la fusión se fijó que esta siguiera un modelo de fusión entre iguales. Este modelo de fusiones puede parecer que ayuda a ambas partes de la fusión en la medida que da una apariencia de *win-win* para ambas. En este caso particular, dos compañías tan importantes como AOL y Time Warner no podían permitirse el lujo de parecer que una perdía en favor de la otra.

Sin embargo, según el “Global PMI integration” realizado por A.T Kearney y citado por Habeck et al. (2000), sólo el 7% de las operaciones analizadas que tuvieron éxito se concibieron como fusiones entre iguales, de tal forma que este método está lejos de ser un driver de éxito. Esto se debe a la multitud de complicaciones que pueden surgir de este modelo.

Entre ellas, Zaheer et al. (2003) afirma que puede llevar a que surja confusión sobre quién está al mando de los distintos aspectos de la integración, a que se incremente la intención de mantener e imponer la cultura e identidad propia por cada una de las partes e incluso a que

²² Vid. V. 2. D) Implicaciones

aumente la resistencia a crear una nueva cultura organizacional combinada. Parece que si el objetivo es que una empresa fagocite a otra, esta última podría presentar una mayor resistencia. Sin embargo, si la idea es crear una nueva cultura con lo mejor de ambas, o transformándola completamente, se impedirá el acuerdo sobre qué parte predominará en cada aspecto.

Como anuncian Harding & Rouse (2007), el mayor problema de este tipo de fusiones es que permiten a la gestión posponer el reconocimiento de qué cultura debe imponerse. Además, en una fusión entre iguales la alta dirección tiende a aplicar una igualdad distributiva – caracterizada por una búsqueda de igualdad absoluta al 50% en todas las decisiones- en detrimento de una igualdad integrativa –en la que cada parte ganará en algunos aspectos y perderá en otros- (Zaheer et al., 2003).

Sin embargo, consideramos que el problema puede ser incluso mayor en casos, como el estudiado, en los que el equilibrio de poder entre ambos se estructura de una forma claramente descompensada. Para ello, observar el reparto de poder entre ambas compañías, no sólo desde el punto de vista de los accionistas sino también de la administración de la compañía. En este sentido, si observamos la estructura de la alta dirección de la compañía podemos observar un claro desequilibrio, con AOL copando casi dos tercios de las posiciones más importantes y relegando a los directivos de Time Warner a posiciones intermedias, respondiendo ante directivos de AOL.

Otro aspecto importante es la creación sobre el papel de una posición de Director de operaciones compartida por un directivo de AOL y otro de Time Warner. No obstante, Robert Pittman, directivo de AOL -antiguo empleado, previamente despedido para más inri, de Time Warner- adquiriría poder sobre unas divisiones que aportaban aproximadamente un 80% del flujo de caja de la compañía. Por su parte, Richard Parsons, de Time Warner, sólo mantenía su poder sobre un 20% del flujo de caja de la entidad conjunta.

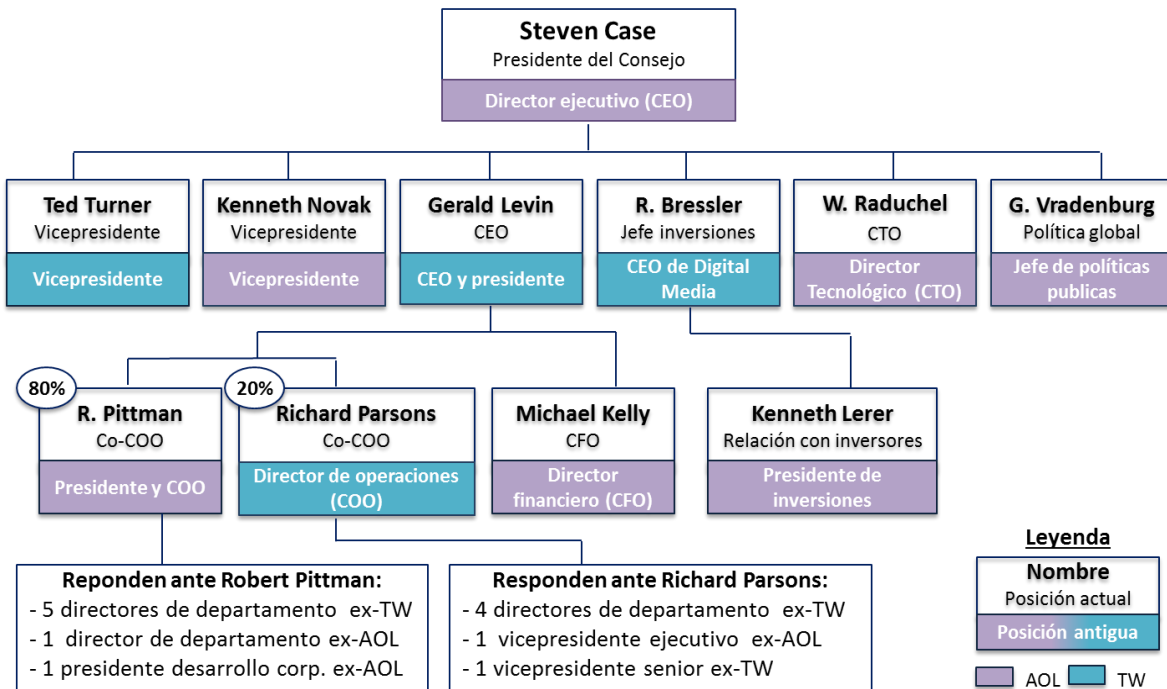


Figura 17. Estructura de la alta gestión de la compañía tras la fusión.
Fuente: Adaptado de Munk (2004) y Bradley & Sullivan (2005)

Igualmente, si atendemos a los números de la operación, AOL se hizo con un 55% de la nueva entidad mientras que Time Warner sólo mantuvo el 45%, siendo formalmente adquirida. AOL justificaba esos números por su “divisa”, es decir, mantenía una valoración de mercado de casi el doble que la de Time Warner debido a que se basaba en sus expectativas de crecimiento futuro. Sin embargo, Time Warner aportaba 5 veces más de ingresos y de empleados que lo que hacía AOL.



Figura 18. Diferencias entre las cifras de AOL y Time Warner antes de la fusión.
Fuente: Adaptado de Munk (2004)

En una fusión entre iguales es casi imposible que uno de los componentes no asuma una posición dominante. En nuestro caso, esta situación es clara con AOL asumiendo un mayor poder, tanto por propiedad como por dirección efectiva. Sin embargo, Time Warner considera que en la medida que ellos aportan los ingresos y por tanto, el flujo de caja para financiar las operaciones, así como la mayoría de empleados, la situación debería ser la contraria.

Este aspecto hace referencia a una variable de componente político que presenta Pablo (1994). Esta autora hace referencia a la lucha de poder entre las empresas en el seno de la nueva organización. Sin embargo, el ejercicio de poder será menor si existe una coherencia entre las visiones de ambas compañías con la fusión, es decir, que compartan desde un comienzo un camino común que lleve al cumplimiento de los mismos objetivos. De este modo, cuanto mayor sea la coherencia, menor control se requerirá por la empresa más fuerte.

Sin embargo, la actitud individualista de cada división de Time Warner para cumplir con sus propios objetivos más allá de los objetivos generales que se habían planteado inclinó a AOL (bajo el poder de Robert Pittman) a imponer una conducta autoritaria para la defensa de sus propios objetivos. En este sentido, Robert Pittman definió su misión de búsqueda de uniformidad como “una yihad” (Munk, 2004). Por sí mismo intentó cambiar la estructura divisional en silos de Time Warner y buscar que todos trabajasen como un único equipo, con el objetivo final de convertirse en una máquina de crear dinero para los accionistas, ante lo cual Time Warner opuso una gran resistencia.

Las fusiones entre iguales pueden amplificar el problema de la complejidad integrativa y la incertidumbre ambiental por sí mismas. Sin embargo, si en la fusión entre iguales el equilibrio entre ambas no se mantiene y surgen fuertes conflictos en la que una de las partes quiere dejar de ser igual, la amplificación de estas dificultades se multiplica. Se dio una situación de conflicto “nosotros contra ellos” difícilmente superable por ambas partes, y que llevó a un inmovilismo que impulsó a la fusión a tener un menor rendimiento.

D) Implicaciones

Pero, ¿qué supone una complejidad integrativa alta y una incertidumbre ambiental alta, como presenta AOL y Time Warner? Por supuesto, nos da idea de la dificultad de implementación del plan de integración. No obstante, nuestro análisis no debe quedarse aquí.

Chaudhuri & Tabrizi (2005) realizaron un estudio sobre el efecto de estas variables en el rendimiento posterior de las adquisiciones, que podemos observar en la figura 19:

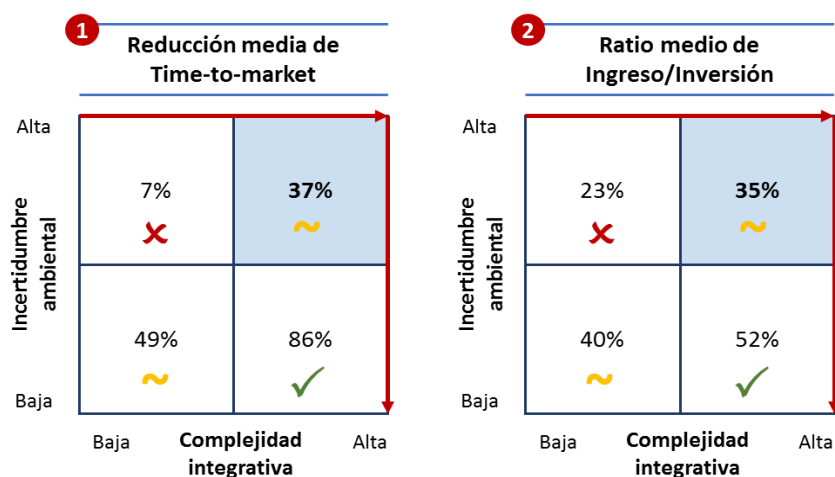


Figura 19. Efecto medio de las cuatro variables de Chaudhuri & Tabrizi (2005).
Fuente: Adaptado de Chaudhuri & Tabrizi (2005)

Como se puede observar, tanto la reducción media en lanzamiento de productos al mercado como el rendimiento financiero de la combinación fueron mayores cuanto mayor era la complejidad integrativa que presentaba la fusión. De hecho, la posición óptima se encuentra en una posición alta en complejidad pero baja en incertidumbre, incluso superior a una posición baja-baja. La aportación principal de David y Singh (1993) se refería ya a que la distancia cultural inicial puede ser menos importante que los mecanismos utilizados para dirigir la integración. Por ello, no implica que sea malo en sí mismo.

La peor situación se sitúa en una incertidumbre alta y una complejidad integrativa baja, incluso peor que la posición alta-alta que podría parecer a priori la más perjudicial. Esto parece indicar que cuando la complejidad integrativa entra en juego es generalmente reconocida y desarrollada al máximo, permitiendo que las empresas den lo mejor de sí para superarla. La incertidumbre ambiental, en cambio, supone una rémora para la gestión y deriva en un rendimiento bajo.

VI. Implementación del plan de integración (a posteriori)

Como ya apuntó Haspeslagh & Jemison (1991), el proceso de integración se define como el proceso interactivo y gradual por el que individuos de dos organizaciones distintas aprenden a trabajar juntos y cooperan en la transferencia de capacidades estratégicas. El verdadero problema surge porque la transferencia de capacidades depende de la creación de una atmósfera apropiada que lo anime. Sin embargo, debemos tener en cuenta que este intercambio no sigue siempre una bidireccionalidad. En este sentido, estas capacidades pueden ser dadas o impuestas a la nueva compañía hermana, pueden ser compartidas mutuamente para que haya un desarrollo común o una compañía puede enseñarle a la otra.

El margen de dirección e intensidad de traspaso de estas capacidades depende de los objetivos de la fusión, es decir, de las sinergias que pretendemos obtener, como bien establece Pablo (1994) como una de las variables fundamentales en la integración.

Por tanto, seguiremos el siguiente esquema:

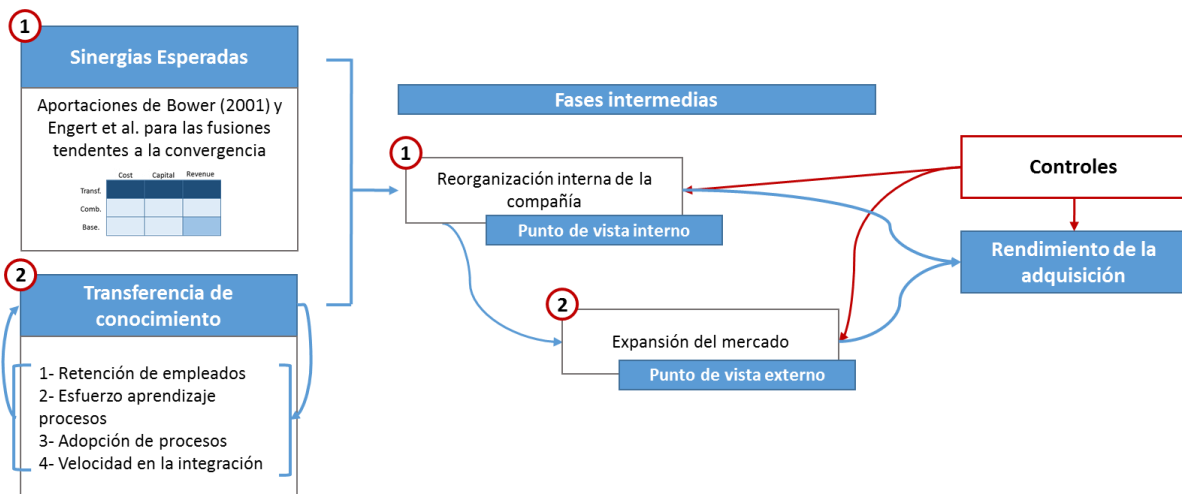


Figura 20. Cuadro resumen del proceso de ejecución de la integración y su control.
Fuente: Adaptado de Pablo (1994), Chaudhuri (2006) y Cording et al. (2008)

1. Objetivos de la fusión – Sinergias esperadas

Como bien anunció Bower (2001) en el título de uno de sus trabajos, “no todas las fusiones son iguales, y eso es importante”. En este sentido, define cinco tipos de fusiones en función de las sinergias positivas –entendidas como el intercambio de recursos y capacidad entre las compañías, de tal forma que les permita crear un mayor valor en conjunto que el que crearían individualmente por separado²³- que buscan:

- De sobrecapacidad, para eliminar capacidad o ganar cuota de mercado.
- De expansión geográfica, manteniendo las unidades operacionales de forma local
- De consolidación de un producto o mercado existente.
- De investigación y desarrollo, para desarrollar un producto o mercado nuevo
- De convergencia de la industria.

Específicamente, el caso de AOL y Time Warner es el caso de convergencia de la industria, ya que las compañías apuestan a que una nueva industria (o un nuevo modo de verla) va a surgir e intentan establecer una posición potente en ella, reestructurando recursos, de industrias existentes cuyas fronteras están desapareciendo, en esta nueva industria (Bower, 2001).

Del mismo modo, Engert et al. (2010) define igualmente seis tipos de fusiones, entre las que destaca, igualmente, aquella destinada a transformar tanto al adquirente como a la adquirida. Ponen de manifiesto la necesidad de expandir nuestro foco e ir un punto más allá del que normalmente se da al determinar las sinergias esperadas. (Hang, 2002)

Así, identificamos las sinergias que presentan Cullinan et al. (2004) como las típicas que suelen perseguirse en una fusión. Éstas tienen como su objetivo básico el de proteger el negocio base y capturar sinergias por combinación, basadas fundamentalmente en costes e inversión. Sin embargo, hay un mundo más allá de estos objetivos. Así, Engert et al. (2010) enfatizan la necesidad de que las empresas pongan el foco en unas nuevas funciones que venían siendo inexploradas. Estas funciones buscan obtener oportunidades

²³ Es clásico optar por definir las sinergias como aquella situación en las que $2+2=5$, como utiliza Hang (2002)

transformacionales tanto en costes –con menos tiempo necesario pero mayor probabilidad de éxito- como en capital e ingresos –con más tiempo requerido y menor probabilidad de éxito-

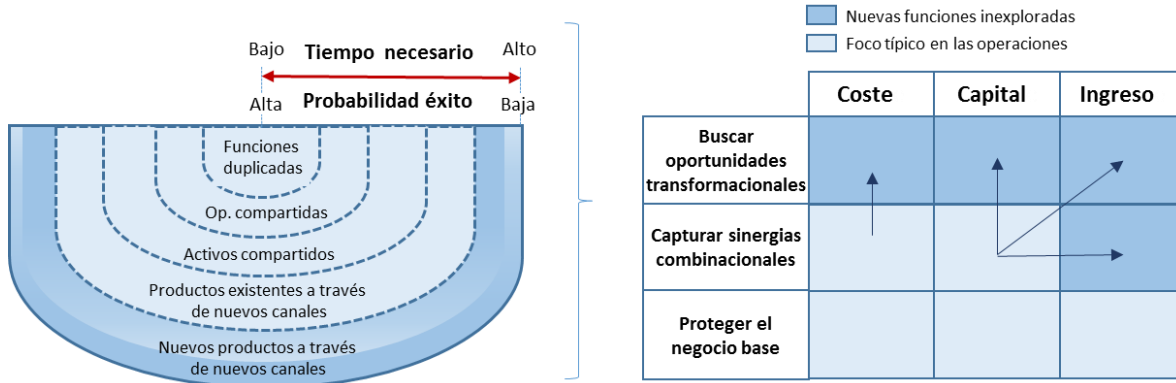


Figura 21. Sinergias normalmente estudiadas a través de un nuevo foco.
Fuentes: Adaptado de Cullinan et al. (2004) y Engert et al. (2010)

De hecho, en aquella fusión definida como la destinada a transformar la industria de la compañía adquirente y adquirida, el foco debe ponerse principalmente en estas nuevas funciones. El foco primario por tanto, se presenta en las sinergias transformacionales de coste, inversiones e ingresos, sin perder de vista el negocio actual, sobre todo, desde el punto de vista de los ingresos.

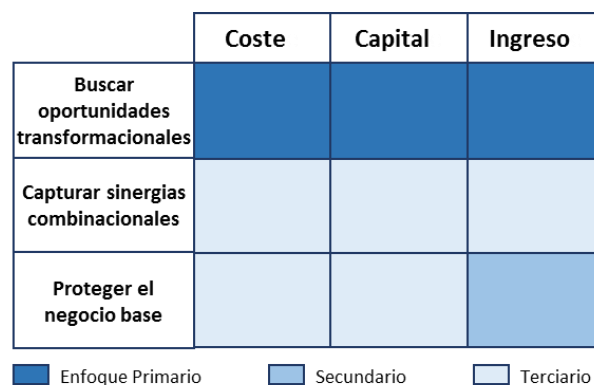


Figura 22. Sinergias necesarias para una fusión de convergencia.
Fuente: Engert et al. (2010)

2. Transferencia de conocimiento

A) Estudio de las variables principales

Estas sinergias en ningún caso podrán conseguirse sin que exista un intercambio de conocimiento entre ambas compañías. Como ya hemos venido apuntando, es necesario un nivel de integración que no se limite a transmitir el conocimiento explícito de una compañía a otra, si no que este intercambio debe ser bidireccional y con un grado alto.

Igualmente, esta transferencia debe afectar no sólo al conocimiento explícito, el cual se entiende como aquel conocimiento fijado en unos códigos de actuación y conducta para el ejercicio de activos y procesos, y por tanto, es fácilmente duplicable (Chesbrough & Teece, 1999; Chaudhuri, 2006). De hecho, mediante esta codificación las rutinas son más fácilmente trasladables entre distintos grupos (Heimeriks et al., 2012). Esta transferencia debe extenderse también, y sobre todo, al conocimiento tácito, el cual fue definido como aquel que no está totalmente articulado, si no que se estructura informalmente en los trabajadores de la empresa. Sin embargo, esa falta de articulación no impide que forme parte del conjunto de los recursos humanos de la empresa. De hecho, tiene más importancia en la forma de actuación que el explícito (Chesbrough & Teece, 1999; Chaudhuri, 2006).

Este conocimiento debe ser preservado, transferido y posteriormente aplicado en nuevos procesos conjuntos. Sin embargo, para que este proceso se produzca de forma óptima debemos tener en cuenta la dirección y la intensidad que esperamos que se produzca, y por ello, debemos valorar la intensidad de 4 subvariables fundamentales, a saber:

- 1- Grado de integración humana
- 2- Retención de los empleados / Retención de talento
- 3- Esfuerzo de aprendizaje y adopción de procesos
- 4- Velocidad de la integración

El valor óptimo para cada tipo de fusión y lograr una transferencia de conocimiento lo más beneficiosa posible es la siguiente:

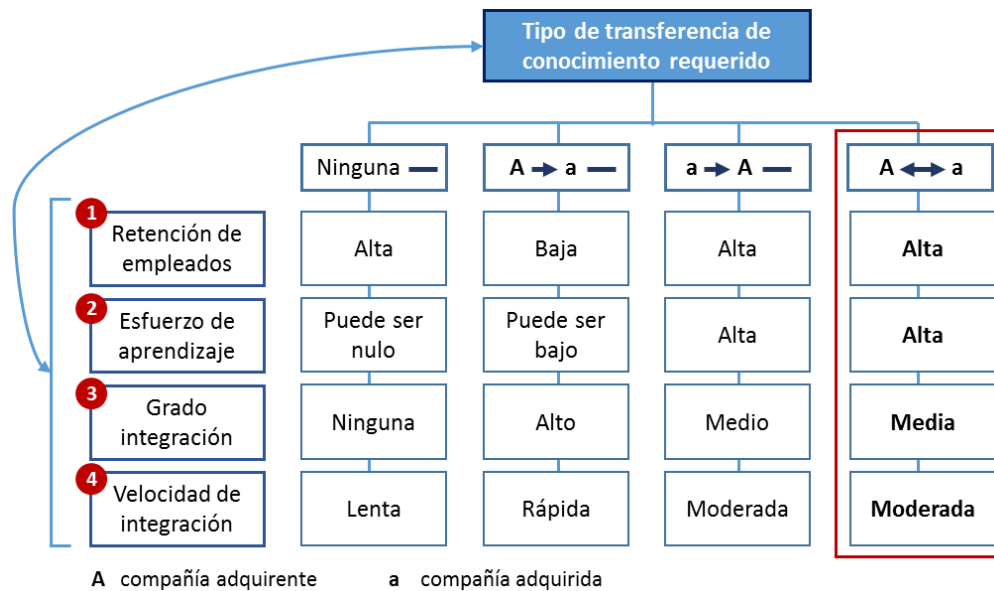


Figura 23. Estrategias de integración humana para la transferencia de conocimiento.
Fuente: Chaudhuri (2005)

Estas subvariables de la transferencia de conocimiento, en todo caso, actúan como variables en sí mismas en el proceso de integración y tendrán unos efectos fundamentales a tener en cuenta tanto por sí mismas como por ser componentes de la variable transferencia de conocimiento (Chaudhuri, 2006).

1.- Grado de integración humana. Debemos destacar la impresión de los trabajadores de AOL que “sus compañeros de Time Warner eran un puñado de “country clubbers” que envidiaban a los ricos de AOL”. Por otro lado, los trabajadores de Time Warner en cambio veían a los empleados como “lower-class Internet guys” (Klein, 2004)²⁴.

Esta diferencia de culturas e identidades sólo podía tener una solución. Como establecen Zaheer et al. (2003) con la siguiente figura, ante dos identidades extremadamente fuertes que tienden a luchar, únicamente cabe la posibilidad de crear una nueva identidad conjunta

²⁴ Otros ejemplos de diversidad de culturas e identidades en V. 1. B) ii) Complejidad integrativa organizacional

cuando la necesidad de que el potencial de la combinación sea alto, sobre todo, si la fusión busca materializar sinergias transformacionales –cuadrante A de la figura 25-.

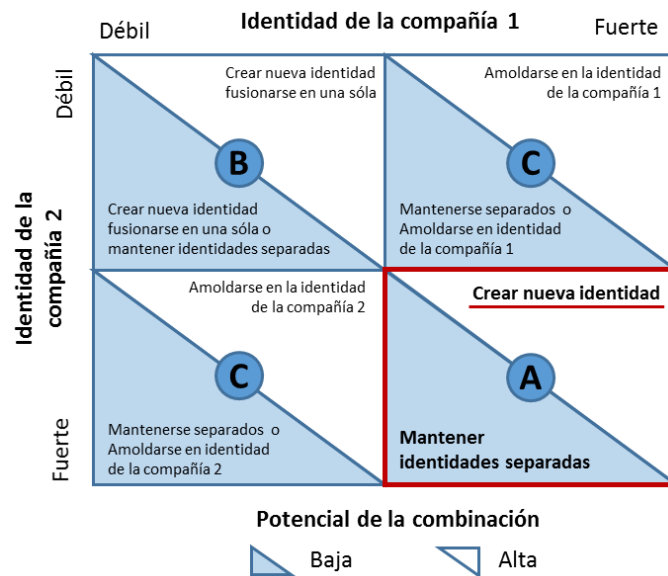


Figura 24. Evolución hacia una nueva identidad en función de la intensidad de las identidades previas.
Fuente: Zaheer et al. (2003)

La nueva compañía debía, en palabras de Marks & Mirvis (2001; 2003; 2011), no sólo reorganizarse sino reinventarse. Ante estas situaciones toda empresa combinada debe abandonar rutinas anteriores y descubrir y desarrollar nuevas. El incentivo de cambio debe ser tal que los recursos humanos por sí mismos de ambas compañías se hubieran visto inclinados hacia el cambio.

Sin embargo, la atmósfera de conflicto obligó a que ambas compañías mantuvieran identidades separadas e independientes –ver figura 24-.

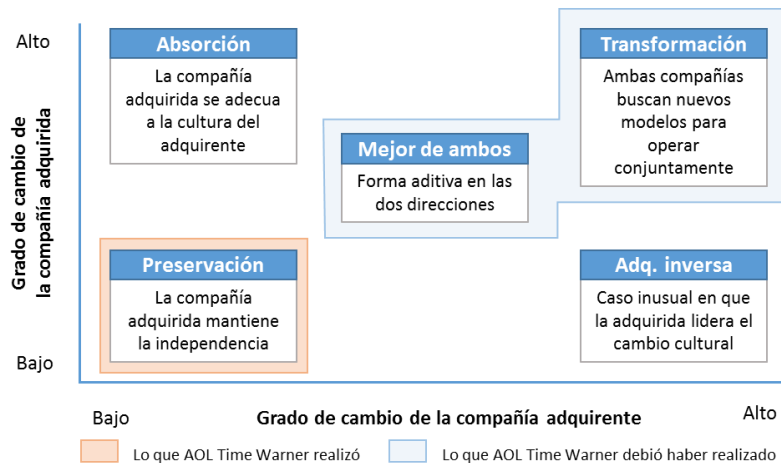


Figura 25. Definición de la situación final de la integración
Fuente: Marks & Mirvis (2001, 2003, 2011)

Esta situación llevó a que el grado de integración en la compañía no sólo fuera bajo, si no que fuera mínimo.

2.- Retención de los empleados. En este caso, debemos evitar no sólo despidos masivos por duplicidades, los cuales pueden llegar a convertir una fusión “amistosa” en un evento tremendamente desestabilizador (Schweiger & DeNisi, 1991) -como fue el caso de AOL Time Warner con el despido masivo de casi 9.000 empleados para obtener 700 millones de dólares en sinergias de coste (Munk, 2004)- sino también que los empleados se vayan por sí mismos dada la situación de estrés a la que se enfrentan (Marks & Mirvis, 1997).

Unido a todas las complicaciones que hemos expresado en el punto anterior, una fusión es una montaña rusa emocional (Hill & Weiner, 2008), por ello consideramos importante evitar una atmósfera nociva y de conflicto. Esta situación se produjo en los departamentos liderados por Robert Pittman, en los que la búsqueda de sinergias de costes fue tal que se produjeron recortes, que aunque parezcan una nimiedad, afectan a la zona de confort institucionalizada generando conflictos que derivan de que unos sienten que “los otros” les han privado de algo. En este sentido, podemos citar la decisión de cambiar las máquinas de bebidas gratis por máquinas de vending, o la subvención de sólo dos cenas a la semana en vez de tres si el empleado tenía que quedarse trabajando por la noche (Munk, 2004). Estos últimos aspectos fueron definidos por David y Singh (1993) como privaciones relativas, por las cuales los empleados ven amenazadas unas expectativas sobre unas rutinas que consideran apropiadas

debido a un comportamiento disconforme de la otra parte, incrementando el riesgo cultural en vez de disminuyéndolo.

La situación a estas alturas era terriblemente complicada. Ante esta situación, la gente que pertenecía a la generación de internet no veía incentivo en mantenerse en una compañía tan poco estimulante como (ellos encontraban a) Time Warner y buscaron oportunidades fuera de esta compañía. De hecho, esta tendencia de los empleados en el sector de internet se ha mantenido en el tiempo convirtiendo a las empresas tecnológicas en aquellas con el menor nivel de retención de empleados (Giang, 2013; PayScale, 2013).

Ninguna de las partes se sentía cómoda trabajando con la otra, y eso produjo que más de uno saliera de la compañía. Por ello, la retención de talento fue entre baja y media.

3.- Grado de aprendizaje de procesos. La necesidad de una comunicación entre los miembros que se van a combinar es esencial, incluso antes de que pasen a ser un único ente. De hecho, como establece Agarwal et al. (2012), es necesario que se den flujos de información sustanciales sobre la nueva situación para promover la cooperación en situaciones de incertidumbre, como es nuestro caso²⁵. Igualmente, cabe destacar que los empleados observan no sólo “lo que se dice” sino que presentan una atención especial a “lo que se hace” (Castro Casal, 2003). En caso contrario, si no existen estos flujos de información en la teoría ni, sobre todo, se aplican en la práctica, la situación más que de cooperación, deviene en competitividad.

En efecto, ésta fue la situación en que devino para AOL Time Warner. Así, un ejecutivo de Time Warner explicando este asunto afirmaba que “la gente afirmaba con su cabeza a Bob [Pittman en las reuniones] pero luego hacían lo que querían. Una forma de saber que las reuniones no funcionaban era que después de un mes seguíamos discutiendo los mismos temas” (Munk, 2004).

Parece que hay una total falta de comunicación entre ambos, lo que supuso un esfuerzo de aprendizaje bajo.

²⁵ Nos remitimos en bloque a la explicación del apartado V. 1. B) ii) Complejidad integrativa organizacional

4.- Velocidad de la integración. La velocidad de integración es una variable fundamental, en la medida que una velocidad lenta puede suponer que se pierda el impulso de cooperación en los primeros momentos entre las partes, pero demasiado rápida puede incrementar los conflictos en la adaptación. En este sentido, las empresas deben integrarse “con sentido de urgencia pero a su tiempo” (Hernández Barros, 2012).

AOL Time Warner pecó de excesos en ambos extremos, un problema extrapolable a otras muchas fusiones. Por un lado, parece que la fusión perdió fuerza debido a que los reguladores tardaron más de un año en dar el visto bueno a la fusión. En ese ínterin, no se realizaron actuaciones para fomentar una unión fluida mientras que las reticencias entre las compañías no dejaban de crecer (Klein, 2009). Este problema se extiende a la mayoría de las empresas, ya que comienzan a planificar el proyecto de integración una vez la operación está cerrada (66%). Sin embargo, puede ser recomendable que, en el caso de que el cierre efectivo del *deal* vaya a producirse en un periodo de tiempo largo desde el anuncio, este plan se realice durante este ínterin. Así, según MergerMarket & Merrill Datasite (2009) el 28% de los encuestados comienzan a planificarlo durante el proceso de negociación y el 6% durante el proceso de *due diligence*. Sería recomendable seguir el ejemplo de estos últimos.

Sin embargo, una vez aprobada la fusión surge una paradoja. AOL Time Warner no quería perder su espacio competitivo en el mundo digital, por lo que optó por implementar rápidamente su integración. Esta opinión es defendida por autores como Habeck et al. (2000), el cual considera que si bien siempre se produce un periodo de descenso en la producción, este podría minimizarse –o al menos evitar que se alargue- con una rápida integración. Sin embargo, esto parece que supuso un impacto muy importante en Time Warner, que vio cómo su cultura intentaba ser modificada rápidamente, contribuyendo igualmente a aumentar el conflicto existente. Una vez más, la cultura juega un papel fundamental en la unión de las empresas.

En lugar de optar por una velocidad alta desde el inicio, se vio obligado por motivos externos a ralentizar ese proceso –aunque, en general, aun sin verse compelidas a ello tienden a retrasar la unión-. Una vez se le permitió aceleró sobremanera el proceso, tomando un carácter brusco, de tal forma que los nuevos empleados no tuvieron tiempo de adaptarse.

B) Implicaciones

Debemos tener en cuenta que no siempre más es mejor, ya que posiciones bajas y altas tienen sus consecuentes beneficios e inconvenientes. Así, presentamos en esta figura tanto el nivel esperable para que la fusión de AOL y Time Warner -así como cualquier fusión de transformación similar- hubiera tenido éxito, como la verdadera posición que siguieron, según Chaudhuri (2005; 2006).

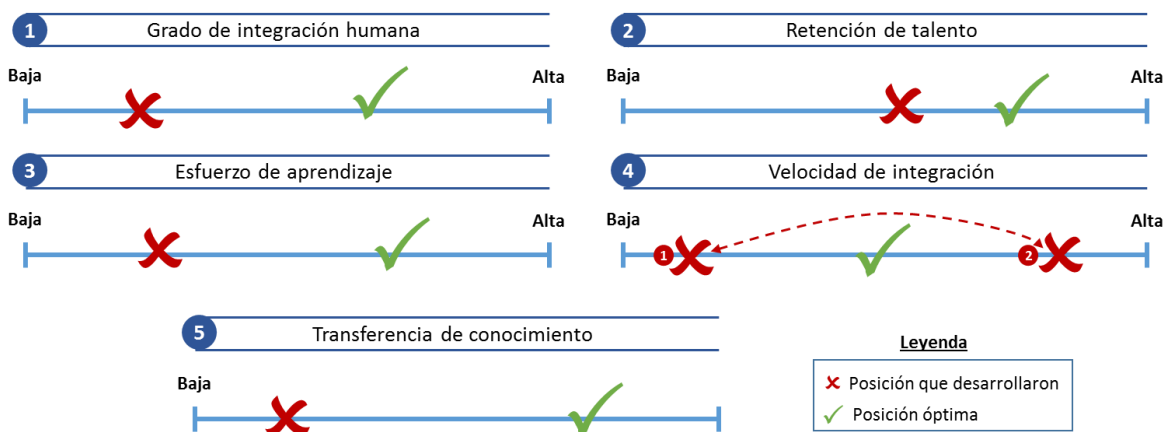


Figura 26. Diferencias entre los valores óptimos de las variables de Chaudhuri para AOL Time Warner y su valor real.

Fuente: Adaptado de Chaudhuri (2005)

Para concluir este apartado, podemos destacar que AOL Time Warner prestó demasiada poca atención a las divergencias en sus culturas organizativas, quizás el aspecto más importante para el éxito de la fusión. Igualmente, multitud de empresas obvian esta situación perdiendo una oportunidad fundamental para fomentar el éxito de la fusión. Así, centrarse en la cultura permite obtener un 26% más de posibilidades de obtener el éxito en la fusión (Kelly, et al., 1999). Sin embargo, 70% de los encuestados por McKinsey ponen de manifiesto que el esfuerzo que ponen en entender la cultura en el proceso de integración es demasiado pequeño (Deutsch & West, 2010).

En la medida que los retos de la integración recaen o se relacionan principalmente con el conflicto cultural, los elementos mencionados deberían haber sido apalancados para lograr una minimizar ese conflicto. Sin embargo, AOL puso su foco en sobreponerse a ese conflicto cultural mediante la imposición de su cultura única. Esto impidió que las variables citadas se adecuaran a sus niveles óptimos, llevando a una estrategia de integración fallida.

VII. Control de la integración. Rendimiento de la fusión

Para evaluar estas cuestiones desde un punto de vista mensurable, Cording et al. (2008) aboga por la necesidad de establecer dos variables intermedias para valorar el éxito de esta integración, eliminando así problemas de ambigüedad causal.

En vez de valorar el rendimiento de la adquisición *per se* una vez transcurrido un tiempo más o menos distante desde el cierre de la fusión, Cording et al. (2008) aboga por crear metas intermedias entre ellas que permitan anticipar problemas y mejorar nuestra valoración.

En primer lugar, define una variable de carácter interno, el grado de integración basado en la consolidación de activos y procesos y la promoción del intercambio de conocimiento explícito y tácito entre las personas. El segundo de ellos, desde el punto de vista externo, la expansión de mercado se realiza mediante el apalancamiento de la coordinación para desarrollar ofertas conjuntas de producto expansión de mercados.

Dentro de estos, consideramos necesario fijar objetivos específicos ya que el alcance de estos no deja de ser tan general como las variables anteriores. Siguiendo este procedimiento, que se deberá aplicar “caso a caso”, la reducción de la ambigüedad causal puede ser mayor. Nos gustaría utilizar un símil que puede ser ilustrativo de este modelo: Si estamos preparando una pulsera, resulta más conveniente comprobar que la cuenta que añadimos sigue el orden establecido cuando lo colocamos, en vez de esperar a terminar de colocar todas las cuentas y darnos cuenta de que hemos cometido un error, ahora más difícil de subsanar. Siguen así un método incremental o “paso a paso”.

1. Primeros años después de la fusión. Un desplome sin freno (2001-2004).

Como ya hemos visto, aunque las sinergias requieren un tiempo para comenzar a crear valor de forma efectiva, durante el primer periodo a continuación del cierre efectivo no se materializó la tendencia esperada. Por un lado, la burbuja punto com estalló sólo 2 meses después de que la fusión se anunciara, lo que supuso que el proceso de integración se produjese en un momento extremadamente convulso para la industria de internet. Por otro lado, consideramos que las expectativas eran excesivamente optimistas (o irreales) incluso para un momento tan *bullish* como el de la burbuja y para el caso en que se hubiera realizado una integración perfecta de las compañías.

Mientras que los bancos colocadores asumieron que AOL Time Warner podría tener ser una de las empresas con mayor valor en bolsa en el año 2000, esa idea desapareció en un abrir y cerrar de ojos. Así, tras un primer año mediocre y decepcionante para ambas compañías - sobre todo para Time Warner que se veía lastrado por el freno en la actividad de AOL- una serie de eventos condujeron a un desplome de la capitalización bursátil de la nueva compañía, y por tanto, a una pérdida de valor para el accionista sin precedentes.

La amortización de fondo de comercio de 45 mil millones de dólares a la que se vieron obligados, principalmente por la división de AOL (30 mil millones) y cable (10 mil millones), unido al descenso de ingresos les supuso reportar la mayor pérdida de la historia, con la cifra todavía record, de 99 mil millones de dólares (Hu, 2003a). En este momento fue obvio para los inversores que AOL había estado fuertemente sobrevalorado y que su valor no era sostenible en el tiempo.

De hecho, en el periodo entre 2002 y el primer trimestre 2003, existían dudas por los analistas de que la división de AOL valiera cero (Jonathan Rohan, analista de SoundView Technology Group, citado por Hu, 2003b) e incluso se llegó a afirmar que un spin-off haría doblar el valor de la acción de Time Warner de la noche a la mañana (Porter Bibb, managing director en MediaTech Capital, citado por Pasturis, 2003).

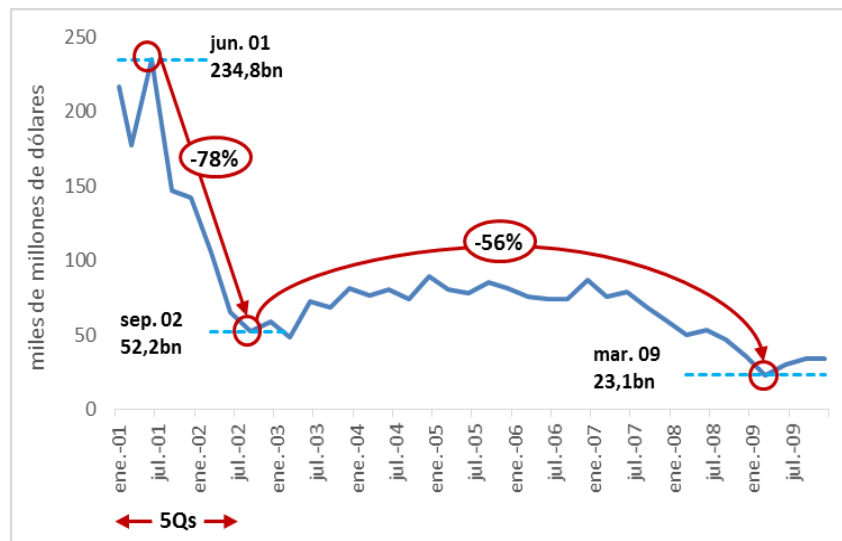


Figura 27. Evolución de la capitalización bursátil de AOL Time Warner. Fuente: Elaboración propia. Datos de Bloomberg

Fue tal la pérdida de valor que para minimizar el impacto de la marca de AOL sobre la compañía, el consejo de administración decidió cambiar el nombre, prescindiendo de la primera parte “AOL” en septiembre de 2003. Igualmente, el ticker de la bolsa pasó de ser AOL a TWX. (Isidore, 2003).

2. Incumplimiento de las metas intermedias fijadas.

Recapitulando, podemos observar que en sólo un año –el 49% de los gestores encuestados por MergerMarket & MerrillDatasite (2009) suelen esperar dos años o más para determinar si la fusión es un éxito- era ya obvio que la fusión había fracasado.

Si tomamos las variables de Cording et al. (2008) podemos determinar que desde el punto de vista externo, la fusión no sólo había conseguido expandir el mercado de ambas empresas, o desarrollar la industria en la que pretendían converger, si no que con ella perdieron no solo la posibilidad de desarrollarla posteriormente si no gran parte de su negocio base anterior. Así, lo percibieron los inversores con una salida masiva del *equity* de la compañía.

Desde el punto de vista interno, la integración había sido mínima con dos facciones claramente enfrentadas. De hecho, para hacernos una idea del grado de separación de ambas partes, podemos destacar que AOL ni siquiera consiguió que los empleados de Time Warner utilizaran su herramienta de acceso a internet (Munk, 2004). No se habían conseguido limar las asperezas ni superar mínimamente las diferencias, de tal forma que una cultura tenía que imponerse sobre la otra. Si bien el impulso inicial fue un mayor poder de AOL, una vez el mercado valoró en mínimos su valor, Time Warner comenzó a ejercer un mayor poder, con la marginalización y la salida de la mayoría de los directivos de AOL tras el escándalo del falseamiento de ingresos (Munk, 2004).

Así, comenzando un periodo de crecimiento lento pero sostenido, caracterizado por la ausencia de esperanza en que la fusión fuese a funcionar, es común como en las empresas, que la mayoría de los ejecutivos de la firma que concibieron la fusión comenzaran a abandonar el barco. Así, Gerald Levin fue “forzado a retirarse” en diciembre de 2001 (Hu, 2001; Davis, 2011) y Robert Pittman anunció su dimisión sólo medio año después (Hu, 2002). Posteriormente, Steven Case anunció su salida en enero de 2003, junto con su mano

derecha Kenneth Novack (Peers & Angwin, 2003b; Davis, 2011). Ted Turner dejó la compañía en el mismo año (CNN Money, 2003). Michael Kelly, director financiero, salió en 2004 (Davis, 2011), quedando Richard Parsons como único miembro del núcleo duro que participó en la decisión de la fusión, dimitiendo en 2007 (McCarthy, 2007).

La dimisión más importante fue la renuncia de Case, que entre grandes críticas por su falta de liderazgo, llegó a afirmar que “en retrospectiva, [él] no era la persona adecuada para ser presidente de una compañía de 90.000 empleados”. Sin embargo, no sólo se quedó en el campo de la autocrítica al añadir que “en retrospectiva, ninguno de nosotros éramos las personas adecuadas” (Hu, 2005).

VIII. Conclusión

Existe la asunción por parte de la alta gestión de las compañías de que una vez se ha elegido al candidato idóneo con el que unirse, ya sea por la compatibilidad estratégica para la consecución de unas sinergias potenciales o más bien porque los estados financieros aporten una solución positiva, obtendrán éxito en la fusión, es decir, serán capaces de cumplir las expectativas de creación de valor para el accionista y los demás *stakeholders* implicados. Sin embargo, como hemos puesto de manifiesto, los requisitos previos son una condición necesaria pero en ningún caso suficiente.

En este sentido, este trabajo de investigación nos permite ver claramente la importancia de realizar un proceso de negociación abierto a circunstancias inesperadas o perjudiciales, de forma que siempre queda un cambio de opinión, es decir, que se evite un sesgo de confirmación. La negociación siempre debe ir complementada con un proceso de *due diligence*, que nos aporte un soporte fáctico que asegure que aquello que pretendemos combinar realmente existe. Evitamos así pagar un precio excesivo por unos activos físicos y humanos cuyo valor es, en realidad, inferior. Igualmente, estos elementos son fundamentales para evitar crear una atmósfera nociva y perjudicial entre las partes a fusionar, ya que pueden predisponer a las partes a comenzar una guerra de “nosotros contra ellos” que ponga en peligro la fusión.

De este modo, el principal problema que surge al gestionar la fusión de dos firmas es integrarlas para crear una única unidad. En este sentido, no sólo debe producirse una unión de los procesos y los activos físicos, sino que fundamentalmente, el éxito de la integración recae en la integración sociocultural y directiva de los recursos humanos de sendas compañías.

Siguiendo el caso de AOL y Time Warner, y basándonos en múltiples aportaciones de la literatura, hemos creado un modelo holístico cuyo objetivo es examinar y evaluar el proceso de la integración post-fusión, permitiendo extrapolarlo a otros casos. En este sentido, presentamos el modelo²⁶ en la figura 28:

²⁶ El apartado referente al foco de nuestra investigación ha sido desglosado en otras dos figuras para permitir una mejor comprensión. Estas figuras son la figura 16 –para la planificación a priori- y la figura 20 –para la implementación de la estrategia y su control posterior-.

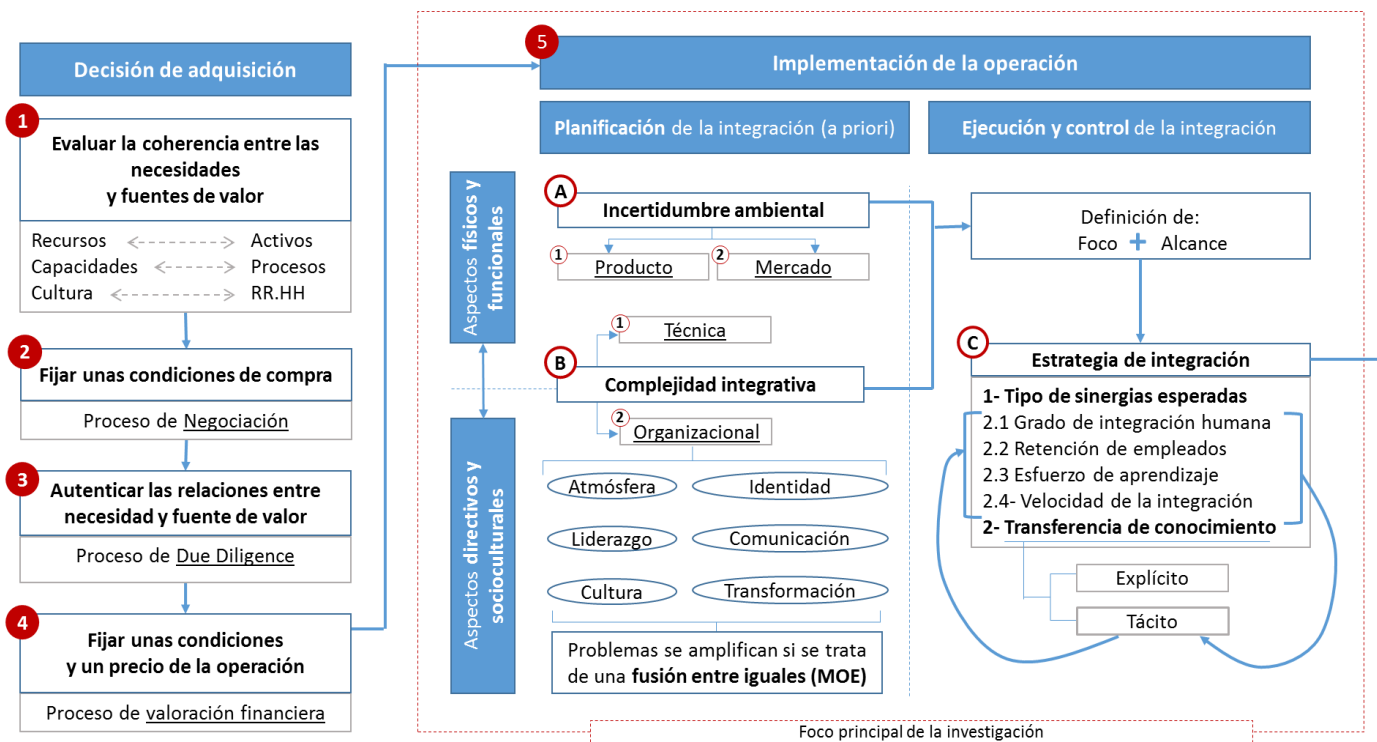


Figura 28. Modelo de estudio propuesto.
Fuente: Elaboración propia

Entrando en el campo de integración una vez acordada la fusión de las compañías, debemos desarrollar, en primer lugar, un plan de integración acorde con la situación de complejidad integrativa interna y el entorno externo de incertidumbre ambiental, teniendo en cuenta la posibilidad de que estos problemas se vean amplificados por las luchas de poder que derivan de la posible consideración como una fusión entre iguales.

Respecto a la incertidumbre ambiental, debemos analizar el conjunto de dificultades que surgen por el riesgo a que surjan cambios inesperados tanto en los productos como en los mercados. En este sentido, no sólo debemos analizar el entorno de la industria de forma aislada sino también las interrelaciones que la nueva compañía presentará con los *stakeholders* principales en este momento previo a la fusión, como son los inversores, reguladores de competencia –que pueden ejercer un freno al proceso que perjudique la velocidad de integración requerida- y clientes actuales y potenciales –y sus respuestas ante variaciones de la proposición de valor de la nueva compañía-. Como hemos presentado, una incertidumbre baja tiende a ser más beneficiosa.

Desde el punto de vista de la complejidad integrativa, debemos estudiar su impacto en aspectos físicos y funcionales como puede ser la compatibilidad de la técnica o la capacidad de traspaso de esos recursos y capacidades entre las partes, que se determinará según la casuística de cada situación. Igualmente, refiriéndonos a aspectos socioculturales de la firma –clasificados como críticos y más importantes para el éxito de la fusión que los aspectos físico-funcionales-, resulta fundamental estudiar las relaciones entre los recursos humanos de las dos compañías, entes maduros que poseen unos sistemas, procesos, historias, símbolos, rituales y rutinas informales tan inherentes a su forma de actuar que forman parte inseparable de su forma de actuar. Este conocimiento tácito define su cultura –que responde a la pregunta cómo hacemos nosotros las cosas- y su identidad –qué somos y cuál es nuestra misión-. Así, la alta dirección debe conocer esta situación previa para posteriormente conseguir que la cultura e identidad de una de las compañías sean asimiladas por la otra, o como es el caso de las fusiones de convergencia, ambas se amolden para crear una nueva cultura e identidad que trascienda lo mejor de cada una.

Una vez comienza la fase de ejecución de la estrategia planificada, debe definirse el foco y el alcance de la integración teniendo en cuenta las sinergias que se plantean conseguir con esta combinación. En la medida que las sinergias tengan un carácter transformador -para converger en una nueva industria-, se requerirá un nivel de transferencia de conocimiento alto, que se conseguirá con unos niveles de retención de talento, grado de integración humana y esfuerzo de aprendizaje alto así como una velocidad de integración media.

Finalmente, para garantizar el control en la implementación de la estrategia y siguiendo la aportación de Cording et al. (2008), abogamos por la fijación de planes sucesivos, intermedios y puntuales en los que se dividan objetivos intermedios principales, los cuales nos permiten descubrir problemas en el rendimiento de la fusión, antes de que sea demasiado tarde para que exista una solución.

Para concluir, consideramos que el desarrollo de este modelo preliminar ha puesto de manifiesto ciertas carencias que la literatura está soslayando al estudiar el proceso de integración post-fusión.

Por un lado, nos gustaría destacar la necesidad de profundizar en la relación de las variables fundamentales que definen los modelos previos al acuerdo sobre la operación, como son las

fases de negociación, *due diligence*, valoración, entre otros con las variables relativas a la integración una vez la operación ya ha sido acordada. Consideramos que existen unas relaciones muy importantes que afectan a la atmósfera en el momento de definir la planificación de la estrategia de integración. Sin embargo, estas relaciones no se encuentran en la literatura o, a lo sumo, se presentan de una manera superficial que requiere una mayor profundización.

Por otro lado, la investigación acerca del control de la ejecución de la estrategia se encuentra en sus primeros estadios. Si bien podemos encontrar determinadas aportaciones, el estudio sobre esta parte del proceso debe continuar, ya que el seguimiento de la ejecución es igual o incluso más importante que una buena planificación previa.

Igualmente, debemos destacar que si bien hemos aplicado este nuevo modelo únicamente a la combinación de AOL Time Warner. Sin embargo, consideramos que es posible y recomendable extrapolar este modelo holístico a otras fusiones y adquisiciones complejas, con matices y particularidades dignas de estudio.

IX. Anexos

1. ¿En qué situación se encuentran AOL y Time Warner en la actualidad?

Una vez llegados a este punto -y a pesar de desviarse del objetivo de estudio teórico del proceso de integración- no nos gustaría terminar nuestra exposición privando del final de la historia. Si bien la fusión fue considerada un fracaso ya a finales del año 2002, mucho ha ocurrido hasta llegar a la situación en que se encuentran hoy en día.

A) Recentrando cada división en sus competencias nucleares (2004 – 2009)

De hecho, AOL Time Warner ha dejado de existir como tal, en la medida que se ha producido una ola de desinversiones –o *spinoffs*- para salvar la situación de la empresa y le permitiese una vuelta a los orígenes. A través de este proceso, se conseguirá que las nuevas empresas escindidas vuelvan a centrarse en la competencia “nuclear” de la que no debieron desviarse, centrándose en las fortalezas y evitando debilidades que surjan de la unión pero que desaparezcan si las compañías actúan como silos (Campbell, 2014).

En este sentido, este proceso se inició con un artículo de Steven Case en 2005, con el que comenzó a debatirse la posibilidad de comenzar un proceso de desinversión en las distintas divisiones. Se buscaría continuar la tendencia que se comenzó con el spin-off de la división de Warner Music en marzo de 2004 (The Economist, 2005).

Case (2005) afirma en el Washington Post que ya es evidente el fracaso de la fusión, no sólo por la falta de evidencia de sinergias positivas, sino porque han surgido a su vez importantes sinergias negativas. Por un lado, ningún componente del contenido de Time Warner (películas, música ni publicaciones) junto con sus sistemas de cable ayudaron a AOL a culminar su transición desde el dial-up a la banda ancha. Igualmente, considera que Time Warner también actuó como una rémora de AOL, en la medida que la falta de integración impidió que su sistema pudiera sustituir a RoadRunner, el sistema de internet de Time Warner –aunque este punto puede ser más discutible, dada la diferente vara de medir aplicada-.

Por ello, consideraba que la única alternativa a comienzos de 2004 era “integrarse o liberarse” y como el proceso de integración se daba por imposible, la desinversión era el único camino

viable. De esta forma, podrían centrarse en las competencias nucleares de la empresa, priorizando sus propios caminos y persiguiendo sus propias oportunidades como un individuo, evitando las distracciones con otros objetivos de la compañía “padre”.

Estudiando las principales variables de Time Warner desde la fusión, podemos observar que la famosa frase que Jeffrey Bewkes (actualmente CEO de Time Warner y CEO y presidente de HBO en el momento de celebración de la fusión) gritó a Steven Case, quizás no estuviera tan desencaminada:

Estoy ya cansado de esto (...) La única división que no está teniendo éxito es la tuya. Todos los demás estamos creciendo, cumpliendo con los números. El único problema en esta unión es AOL (Klein, 2004).

Por un lado, como establece la analista de Merrill Lynch Jessica Cohen, citado por CNN Money (2002), AOL iba a tener importantes complicaciones desde el lado de los costes.

- Primero, en aquellas zonas que no estuviesen cubiertas por el cable de Time Warner, AOL debía pagar unas tarifas de acceso más altas que las que venía pagando por el acceso al cable telefónico que servía de medio de distribución a su tecnología dial-up.
- Igualmente, el SAC –coste de adquisición de un nuevo cliente- iba a ser más alto. Esto es debido a que los clientes de AOL únicamente pagarían más por la banda ancha en la medida que la proposición de valor incluyese una experiencia de contenido más atractiva que la que ofrecía el dial-up.

Por tanto, las economías de escala que obtendría en este nuevo negocio son menores, pasando de obtener un beneficio mensual de 13,04 dólares por clientes de dial-up a 9,66 dólares por cada cliente de banda ancha.

Desde el punto de vista de los ingresos, si bien el ARPU por cliente creció, sobre todo en el plano europeo, la capacidad de AOL de atraer suscriptores no paraba de decaer. En consecuencia, los ingresos no dejaban de disminuir.

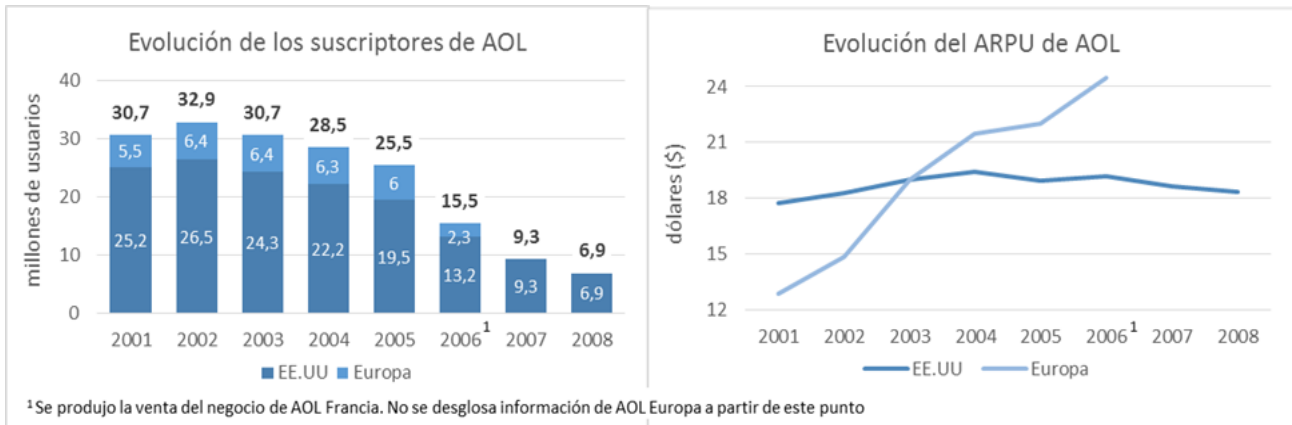


Figura 29. Evolución de los suscriptores y del ARPU de la división de AOL
Fuente: Cuentas anuales de AOL Time Warner (2001-2008)

Como podemos ver en las siguientes figuras, los ingresos de la división de AOL fueron los únicos que frenaban a la entidad en su conjunto, en la medida que se desplomaban a un ritmo de un 10% anual. Por ello, la división de AOL pasó de representar el 25% de los ingresos totales de la compañía a únicamente un 11% a cierre de ejercicio del año 2007, una aportación prácticamente residual.

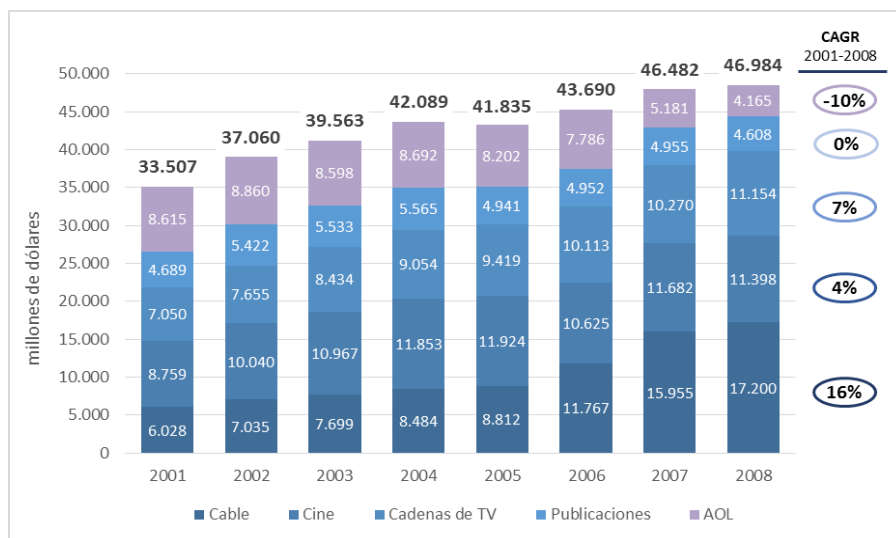


Figura 30. Evolución de los ingresos por segmento de AOL Time Warner
Fuente: Cuentas Anuales de AOL Time Warner (2001-2008)

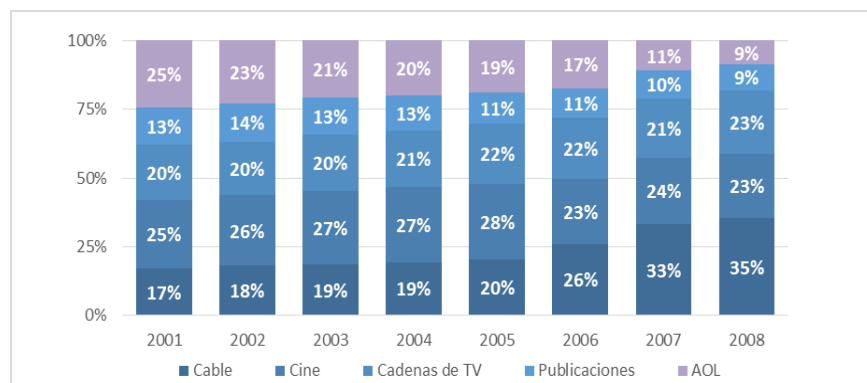


Figura 31. Peso relativo de cada segmento en los ingresos totales de AOL Time Warner
Fuente: Cuentas anuales de AOL Time Warner (2001-2008)

Ante una situación en la que las expectativas de crecimiento no se estaban cumpliendo, Jeffrey Bewkes sucedió a Richard Parsons a comienzos de 2008. El nuevo CEO fue la primera persona en un puesto de la alta gestión de la compañía que planteó oficialmente la necesidad de acometer el plan desinversor al que se había referido Steven Case tres años antes. Este plan desinversor le permitiría a Time Warner “dar otro paso crítico para su restructuración”, centrándose en sus activos clave de cine y televisión por cable (Smith, 2009). Respecto a AOL, convertirse en una compañía por sí misma el 9 de diciembre de 2009, “le permitiría obtener una mayor posibilidad de concentración en su negocio y una mayor flexibilidad estratégica” (Jeffrey Bewkes, citado por Pérez-Peña, 2009; Dealbook, 2009). Finalmente, el mismo racional se ha impuesto en las desinversiones de la división de sistemas de cable en Time Warner Cable el 12 de marzo de 2009 (Dealbook, 2009) y de la división de publicaciones en Time inc. (Chozick, 2013).

B) Recuperación de la confianza por parte de los inversores (2009 – Actualidad)

Estudiando las cifras de ingresos de los distintos spinoffs, podemos ver que han seguido tendencias distintas. Por un lado, Time Warner y Time Warner Cable siguen un crecimiento anual de 4% y 5%, respectivamente. Por otro lado, AOL tiene un CAGR de -8%.

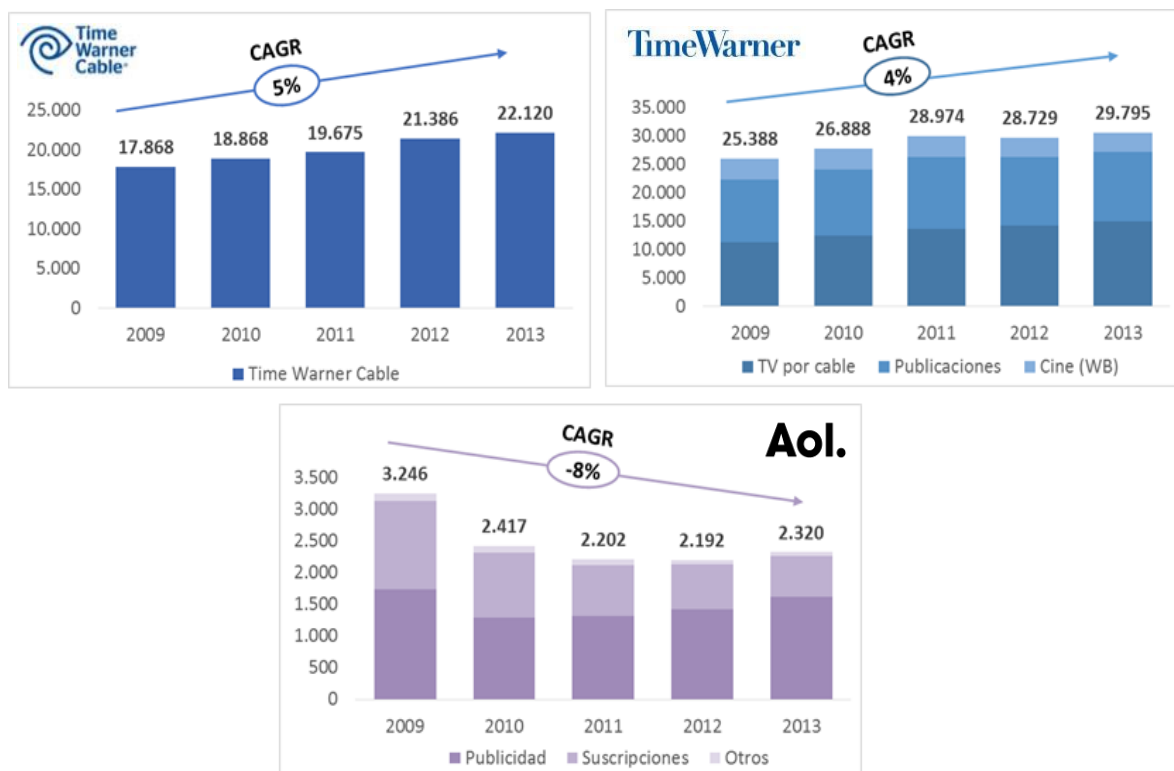


Figura 32. Ingresos de AOL, TWC y Time Warner tras los spinoffs de 2009.
Fuente: Cuentas anuales de las compañías (2009-2013)

Sin embargo, si estudiamos la variación de su precio de cotización desde el día de escisión de AOL, podemos ver que los inversores han acogido con entusiasmo este proyecto de desinversión. Por tanto, aunque hubo un primer momento inicial de duda por los mercados, la euforia se contagió desde comienzos de 2011, coincidiendo con la recuperación de la industria tecnológica americana.

De esta manera, el valor de Time Warner Cable casi se ha cuadruplicado, la acción de Time Warner ha triplicado su valor y finalmente, el valor AOL –aun con una trayectoria menos halagüeña, aunque coincidente con el mercado, con un crecimiento similar a índices como el Nasdaq o el S&P500- prácticamente se ha doblado.

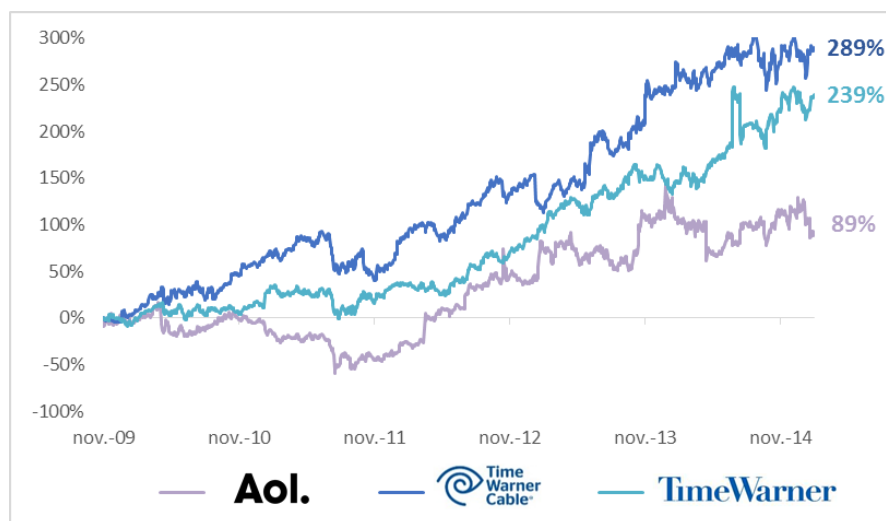


Figura 33. Variación porcentual del precio de cotización de la acción de AOL, TWC y TWX
Fuente: Yahoo! Finance

Después de este proceso de escisiones, en julio de 2014, se anunció la posibilidad de compra de Time Warner por parte del imperio mediático 21st Century Fox por 80 mil millones de dólares. Sin embargo, las negociaciones terminaron sin acuerdo en la medida que Bewkes consideró que “Time Warner está en posición de crear más valor para los accionistas que el dinero que 21st Century Fox estaba dispuesto a ofrecer” (Isidore & Stelter, 2014). Igualmente, acaba de empezar a cotizar la división de publicaciones bajo el nombre de Time.

Aún es pronto para valorar estos últimos sucesos, lo que sí es obvio es que no sólo el estudio de la fusión entre AOL y Time Warner es fundamental para entender la influencia que un proceso de integración presenta para determinar la posibilidad de éxito o fracaso de la nueva combinación, sino que además presenta unos efectos más que interesantes 15 años después y que pocas compañías han tenido una vida empresarial tan turbulenta e interesante. Por ello, su estudio parece una obligación para todo estudiante que quiera dedicarse al mundo de la empresa ya que pueden extraerse unas enseñanzas que siempre deben tenerse presentes a la hora de dirigir una empresa, sobre todo, al verse envuelto en un proceso de M&A.

X. Bibliografía

Agarwal, R., Anand, J., Bercovitz, J. & Croson, R., 2012. Spillovers across organizational architectures: The role of prior resource allocation and communication in post-acquisition coordination outcomes. *Strategic Management Journal*, 33(6), pp. 710-733.

Ansoff, H. I., 1968. *Corporate Strategy*. primera ed. Londres: Penguin.

AOL, 2009. *About AOL: Investor Relations - Time Warner declares spin-off dividend of AOL shares*. [En línea] Disponible en: <http://ir.aol.com/phoenix.zhtml?c=147895&p=irol-newsArticle&ID=1357872>

[Último acceso: 14 Febrero 2015].

AOL. Cuentas Anuales relativas a los ejercicios 1999 y 2009 -2013

AOL, 2015. *Overview*. [En línea] Disponible en: <http://corp.aol.com/about-aol/overview>

[Último acceso: 14 Febrero 2015].

AOL Time Warner. Cuentas anuales relativas a los años 2001 y 2002.

Arango, T., 2010. How the AOL-Time Warner Merger Went So Wrong. *New York Times*, 10 Enero.

Ashkenas, R., DeMonaco, L. & Francis, S., 1998. Making the deal real. How GE Capital integrates acquisitions. *Harvard Business Review*, 76(1), pp. 165-178.

Associated Press, 2006. Time Warner to Restate Earnings Back to 2000. *Los Angeles Times*, 18 Agosto.

Banco Mundial, 2014. *Base de Datos*. [En línea]. Disponible en: <http://datos.bancomundial.org/pais/espana>

[Último acceso: 4 febrero 2015].

Barney, J. B. & Hesterly, W. S., 2006. *Strategic Management and Competitive Advantage*. segunda ed. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Prentice Hall.

Bartholdy, J., 2014. *An empirical study of value creation through mergers and acquisitions / A strategic focus*, Aarhus, Dinamarca: Aarhus University.

Baškarada, S., 2014. Qualitative Case Study Guidelines. *The Qualitative Report*, 19(How to Article 24), pp. 1-25.

Bazinet, J. y otros, 2000. *Black Book - Broadband! II*, s.l.: Sanford C. Bernstein & McKinsey.

BBC News, 2002. AOL Time Warner to restate results. *BBC News*, 24 Octubre.

Beattie, A., 2015. *Investopedia - Market Crashes: The Dotcom Crash*. [En línea] Disponible en: <http://www.investopedia.com/features/crashes/crashes8.asp> [Último acceso: 19 Febrero 2015].

Bower, J. L., 2001. Not all M&As are Alike - And That Matters. *Harvard Business Review*, Marzo, 79(3), pp. 93-101.

Bowers, C. L., 2000. Bandwidth battles. *Utility Business*, Febrero, 3(2), pp. 34-37.

Bradley, S. P. & Sullivan, E. E., 2005. AOL Time Warner Inc.. *Harvard Business School Case Collection*, 23 Junio. Issue 702-421.

Bratianu, C. & Balanescu, G. V., 2008. Vision, Mission and Corporate Values. A Comparative Analysis of the Top 50 US Companies. *Management & Marketing*, 3(3), pp. 19-38.

Britt, G., 2013. *Glenn Britt on Broadband Internet* [Entrevista] (24 julio 2013).

Bryman, A. & Bell, E., 2003. *Business Research Methods*. Oxford: Oxford University Press.

Bundy, B. & Hukins, E., 2009. *The impact of culture on M&A / Doing something about it*, London: Mercer Ltd.

Buono, A. F. & Bowditch, J. L., 2003. Integrating Different Cultures and Managing Conflicts. En: *The Human Side of Mergers and Acquisitions*. Washington D.C.: BeardBooks, pp. 134-163.

California Emerging Technologies Fund, 2009. *¡Conéctate! - Banda Ancha vs. Conexión Telefónica*. [En línea] Disponible:

<http://www.getconnectedtoday.com/getconnected/broadbanddialup>

[Último acceso: 16 Febrero 2015].

Campbell, A., 2014. When a Spinoff Makes Strategic Sense. *Harvard Business Review*, 18 agosto.

Case, S., 2005. It's Time to Take It Apart. *The Washington Post*, 11 Diciembre.

Case, S., 2010. *People, Passion, Perseverance: You've Got Entrepreneurship* [Entrevista] (24 Febrero 2010).

Castro Casal, C., 2003. Dirección del conflicto cultural en fusiones y adquisiciones. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 9(2), pp. 129-150.

Castro Monge, E., 2010. El estudio de casos como metodología de investigación y su importancia en la dirección y administración de empresas. *Revista Nacional de Administración*, Julio - Diciembre, 1(2), pp. 31-54.

Cepeda Carrión, G. A., 2006. La calidad en los métodos de investigación cualitativa: Principios de aplicación práctica para estudios de casos. *Cuadernos de economía y dirección de la empresa*, Volumen 29, pp. 57-82.

Chaudhuri, S., 2005. Managing human resources to capture capabilities: Case studies in high-technology. En: G. Sthal & M. Mendenhall, edits. *Mergers and acquisitions: Managing culture*. Palo Alto: Stanford Business Press, pp. 277-301.

Chaudhuri, S., 2006. *Managing Innovation-Driven Acquisitions: Contingent Effects of Integration Strategies on Performance*. San Diego, Academy of Management.

Chaudhuri, S. & Tabrizi, B., 2005. *The Multilevel Impact of Complexity and Uncertainty on the Performance of Innovation-Motivated Acquisitions*. Honolulu, s.n.

Chesbrough, H. & Teece, D., 1999. When is Virtual Virtuous?. En: *Harvard Business Review on Managing High-tech Industries*. Boston: Harvard Business School Press, pp. 31-54.

Chozick, A., 2013. In a Spinoff of Time Inc., Evolution Is Complete. *The New York Times*, 7 Marzo.

Clark, S. M., Gioia, D. A., Ketchen, J. D. J. & Thomas, J. B., 2010. Transitional Identity as a Facilitator of Organizational Identity Change during a Merger. *Administrative Science Quarterly*, 55(3), pp. 397-438.

CNN Money, 2002. Merrill sees more trouble at AOL. *CNNMoney.org*, 9 Octubre.

CNN Money, 2003. Ted Turner Stepping Down. *CNNMoney.com*, 29 Enero.

Cohan, P. S., 2007. When the blind lead. *Business Strategy Review*, Otoño, 18(3), pp. 65-70.

Cording, M., Christmann, P. & King, D. R., 2008. Reducing causal ambiguity in acquisition integration: intermediate goals as mediators of integration decisions and acquisition performance. *Academy of Management Journal*, 51(4), pp. 744-767.

Cullinan, G., Le Roux, J.-M. & Weddigen, R.-M., 2004. When to Walk Away from a Deal. *Harvard Business Review*, Volumen Abril, pp. 3-13.

David, K. & Singh, H., 1993. Acquisition regimes: managing cultural risk and relative deprivation in corporate. *International Review of Strategic Management*, Volumen 4, pp. 227-276.

Davis, N., 2011. WHERE ARE THEY NOW: The Executives Behind The AOL-Time Warner Merger. *Business Insider*, 16 Noviembre.

De Graff, A., 2010. *Quantifying synergy value in Mergers & Acquisitions*, Pretoria: University of South Africa.

Dealbook, 2009. Time Warner Cable Spinoff to Finish Next Month. *The New York Times*, 27 Febrero.

Dess, G. G. & Lumpkin, G., 2003. *Dirección estratégica*. primera ed. Madrid: McGrawHill.

Deutsch, C. & West, A., 2010. *A New generation of M&A: A McKinsey perspective on the opportunities and challenges*. [En línea] [Último acceso: 17 marzo 2015].

Drori, I., Wrzesniewski, A. & Ellis, S., 2011. Cultural clashes in a 'merger of equals': The case of high-tech start-ups. *Human Resource Management*, 50(5), pp. 625-649.

Dyer, J., Kale, P. & Singh, H., 2007. When to Ally and When to Acquire. *Harvard Business Review*.

Engert, O., Kelly, E. & Rosiello, R., 2010. *Perspectives on merger integration - Opening the aperture: A McKinsey perspective on finding and prioritizing synergies*. [En línea] [Último acceso: 12 Febrero 2015].

FactSet, 2014. *US M&A News and Trends*. [En línea]

Disponible en:

https://www.factset.com/mergerstat_em/monthly/US_Flashwire_Monthly.pdf

[Último acceso: 4 febrero 2015].

Federal Communications Commission, 1996. *Telecommunications Act of 1996*. [En línea]

Disponible en : <http://transition.fcc.gov/telecom.html>

[Último acceso: 16 Febrero 2015].

Federal Trade Commission, 2000. *Press Release: FTC Approves AOL/Time Warner Merger with Conditions*. [En línea]

Disponible: <http://www.ftc.gov/news-events/press-releases/2000/12/ftc-approves-aoltime-warner-merger-conditions>

[Último acceso: 25 Febrero 2015].

Fondo Monetario Internacional, 2014. *World Economic Outlook Database, October 2014*.

[En línea]

Disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/download.aspx>

[Último acceso: 4 febrero 2015].

Fontana, J., 1999. Balancing The Load At AOL. *Internet Week*, 8 Febrero.

Ford, S. J., Mortara, L. & Probert, D. R., 2012. Disentangling the Complexity of Early-Stage Technology Acquisitions. *Academy of Management Perspectives*, 55(3), pp. 40-48.

Fortboise.org, 2001. *Top 100 Companies by Market Capitalization*. [En línea]

Disponible en: <http://fortboise.org/top100mktcap.html#tables>

[Último acceso: 21 Febrero 2015].

García Estévez, P., 2009. *Introducción a los procesos de M&A / Curso de Valoración y Adquisición de Empresas*. [En línea]

Disponible en: <http://pablogarciaestevez.com/T1%20Fusiones%20Introduccion.pdf>

[Último acceso: 10 Febrero 2015].

Gardner, J., Rachlin, R. & Sweeny, H., 1986. *Handbook of Strategic Planning*. Hoboken, Nueva Jersey: John Wiley and Sons, inc.

Gates, W., 1996. *Content is King*. [En línea]

Disponible en:

<http://web.archive.org/web/20010126005200/http://www.microsoft.com/billgates/columns/1996essay/essay960103.asp>

[Último acceso: 18 Febrero 2015].

Gatusso, J. L., 1998. *The United States Telecommunications Act of 1996*. [En línea]

Disponible en: <http://www.ntia.doc.gov/legacy/opadhome/overview.htm>

[Último acceso: 19 marzo 2015].

Giang, V., 2013. A New Report Ranks America's Biggest Companies Based On How Quickly Employees Jump Ship. *Business Insider*, 25 julio.

Graebner, M. E., Eisenhardt, K. M. & Roundy, P. T., 2012. Success and Failure in Technology Acquisitions: Lessons for Buyers and Sellers. *Academy of Management Perspectives*, Mayo, 24(3), pp. 73-92.

Habeck, M., 2014. *The right combination: Managing integration for deal success*, Hamburgo: EY.

Habeck, M. M., Kröger, F. & Träm, M. R., 2000. *After the Merger: Seven Rules for Successful Post-Merger Integration*. Primera ed. Londres: Pearson Education.

Hang, M., 2002. *2+2=5: Pursuing M&A Synergy Realization in China*, Lund, Suecia: Lund University.

Harding, D. & Rouse, T., 2007. Human Due Diligence. *Harvard Business Review*, pp. 124-131.

Haspeslagh, P. C. & Jemison, D. B., 1991. Acquisition Integration: Creating the Atmosphere for Value Creation. En: *Managing Acquisition: Creating Value through Corporate Renewal*. New York: Free Press, pp. 448-478.

Heimeriks, K. H. & Schijven, M., 2009. *Caution or causation? The underlying mechanisms of deliberate learning in the context of post-acquisition integration*. Montreal, Academy of Management.

Heimeriks, K. H., Schijven, M. & Gates, S., 2012. Manifestations of higher-order routines: the underlying mechanisms of deliberate learning in the context of postacquisition integration. *Academy of Management Journal*, 55(3), pp. 703-726.

Hernández Barros, R., 2012. Operaciones de Integración en las Fusiones y Adquisiciones de Empresas. *Análisis Financiero - Instituto Español de Analistas Financieros*, Volumen 119, pp. 6-14.

Heskett, J., 2014. When Will The Next Dot.com Bubble Burst?. *Forbes Magazine*, 3 Mayo.

Hill, R. & Weiner, S., 2008. Seven Steps to Merger Excellence. *Ivey Business Journal*, Septiembre.72(5).

Hodes, D., Duwadi, K. & Wise, A., 1999. Cable's expanding role in Telecommunications. *Business Economics*, Abril, 34(2), pp. 46-53.

Holliday, K., 2012. The 10 largest M&A deals of all time. *Investment Week*, 8 Febrero.

Hu, J., 2001. CEO Levin to retire from AOL Time Warner. *CNET News*, 5 Diciembre.

Hu, J., 2002. Pittman to leave AOL Time Warner. *CNET News*, 18 Julio.

Hu, J., 2003. AOL loses Ted Turner and \$99 billion. *CNET News*, 30 Enero.

- Hu, J., 2003. Subscriber, ad declines weigh on AOL. *CNET News*, 23 Abril.
- Hu, J., 2005. Case accepts blame for AOL-Time Warner debacle. *CNET News*, 12 Enero.
- Isidore, C., 2003. Time Warner drops AOL name. *CNN Money*, 18 Septiembre.
- Isidore, C. & Stelter, B., 2014. Time Warner Shares Soar on Report of Murdoch Bid. *CNNMoney*, 16 Julio.
- Janićijević, N., 2013. The mutual impact of organizational culture and structure. *Economic Annals*, 58(198), pp. 35-60.
- Johnson, G. & Scholes, K., 1997. *Dirección estratégica*. tercera ed. Madrid: Prentice Hall.
- Jonhson, T., 2000. That´s AOL Folks. *CNN Money*, 10 Enero.
- Junnarkar, S. & Hu, J., 2000. AOL to buy Time Warner in historic merger. *CNET News*, 10 Enero.
- Kelly, J., Cook, C. & Spitzer, D., 1999. *Unlocking shareholder value: The key to success / Mergers & Acquisitions. A Global Research Report*, London: KPMG.
- Kitching, J., 1973. *Acquisitions in Europe: Causes of Corporate Success and Failure*. Geneva, Business International.
- Klein, A., 2004. The Confrontation. En: *Stealing Time: Steve Case, Jerry Levin, and the Collapse of AOL Time Warner*. Nueva York: Simon & Schuster , p. 2.
- Knowledge@Wharton, 2003. *Is It time to Give Up on AOL Time Warner?*. [En línea] Disponible en: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/is-it-time-to-give-up-on-aol-time-warner/>
[Último acceso: 28 Febrero 2015].
- Knowledge@Wharton, 2005. *The Innovation – through – Acquisition Strategy: Why the Pay-off Isn't Always There*. [En línea] Disponible en: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/the-innovation-through->

[acquisition-strategy-why-the-pay-off-isnt-always-there-2/](#)

[Último acceso: 12 Febrero 2015].

Kopytoff, V., 2013. 5 worst Internet acquisitions of all time. *Fortune Magazine*, 21 Mayo.

Krug, J. A., Wright, P. & Kroll, M. J., 2014. Top Management Turnover following Mergers and Acquisitions: Solid Research to Date but Still Much to be Learned. *The Academy of Management Perspectives*, 28(2), pp. 147-163.

Kunal Soni, B., 2014. A Study on Pre Merger and Post Merger/ Acquisition Selected Financial Parameters for Selected Cement Companies in India.. *SIES Journal of Management*, 10(2), pp. 3-13.

Levitt, T., 1975. Marketing Myopia. *Harvard Business Review*, 53(5), pp. 26-183.

Lincoln, Y. S. & Guba, E. G., 1985. *Naturalistic Inquiry*. Expanded ed. Londres: Sage Publications, Inc.

Luiz Mariotto, F., Pinto Zanni, P. & Salati Marcondes de Moraes, G. H., 2014. What is the use of a single-case study in management research?. *Revista de Administração de Empresas*, julio - agosto, 54(4), pp. 358-369.

Marks, M. L. & Mirvis, P. H., 1997. Revisiting the Merger Syndrome: Dealing with Stress. *Mergers & Acquisitions*, Volumen Mayo/Junio, pp. 21-27.

Marks, M. L. & Mirvis, P. H., 2001. Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *Academy of Management Executive*, 15(2), pp. 80-92.

Marks, M. L. & Mirvis, P. H., 2003. Leading in Turbulent Times. En: C. Cooper & R. Burke, edits. *Culture in Corporate Combinations*. Londres: Blackwell, pp. 284-301.

Marks, M. L. & Mirvis, P. H., 2011. A Framework for the Human Resources Role in Managing Culture in Mergers and Acquisitions. *Human Resource Management*, 50(6), pp. 859-877.

Marks, M. L., Mirvis, P. H. & Ashkenas, R., 2014. Making the most of culture clash in M&A. *Leader to Leader*, 2014(71), pp. 45-53.

McCarthy, C., 2007. As expected, Time Warner CEO Parsons to resign. *CNET News*, 5 Noviembre.

Meeker, M., 2014. *Internet Trends 2014*. [En línea]
Disponibile en: <http://www.kpcb.com/internet-trends>
[Último acceso: 18 Febrero 2015].

MergerMarket; Merrill Datasite, 2009. *Post-Merger Integration: The Key to Successful M&A*, Nueva York: MergerMarket.

MergerMarket, 2014. *Global and regional M&A: 2014*. [En línea]
Disponibile en:
<http://www.mergermarket.com/pdf/MergermarketTrendReport.2014.LegalAdvisorLeagueTables.pdf>
[Último acceso: 30 enero 2015].

Morikawa, M., 2011. Economies of Density and Productivity in Service Industries: An Analysis of Personal Service Industries Based on Establishment-Level Data. *Review of Economics and Statistics*, 93(1), pp. 179-192.

Mother Jones Magazine, 2007. *Our shrinking media universe: 25 years of media mergers, from GE-NBC to Google-YouTube*. [En línea]
Disponibile en:
http://www.motherjones.com/files/legacy/news/feature/2007/03/and_then_there_were_eight.pdf
[Último acceso: 16 Febrero 2015].

Munk, N., 2004. *Fools Rush In: Steve Case, Jerry Levin, And The Unmaking Of AOL Time Warner*. Nueva York: HarperCollins.

Pablo, A. L., 1994. Determinants of acquisition integration level: A decision-making perspective. *Academy of Management Journal*, 37(4), pp. 803-836.

Pasturis, P., 2003. AOL Undone. *Forbes Magazine*, 6 marzo.

Paulson, E., 2002. Win in the Short Term. En: *Inside Cisco: The Real Story of Sustained M&A Growth*. s.l.:John Wiley & Sons, p. 78.

PayScale, 2013. *Which Companies Have the Most and Least Loyal Employees*. [En línea] Disponible en: <http://www.payscale.com/data-packages/employee-loyalty/least-loyal-employees>

[Último acceso: 17 marzo 2015].

Peers, M. & Angwin, J., 2003. AOL Posts a \$98.7 Billion Loss On New Goodwill Write-Down. *The Wall Street Journal*, 30 Enero.

Peers, M. & Angwin, J., 2003. AOL Time Warner's Steve Case Resigns Amid Intense Pressure. *Wall Street Journal*, 13 Enero.

Pérez-Peña, R., 2009. Time Warner Board Backs AOL Spinoff. *The New York Times*, 29 Mayo, p. B1.

Pollit, C., 2013. Content Is King, But Distribution Is Queen And She Wears The Pants. *Relevance / Content and Promotion News & Insights*, 24 Octubre.

Porter, M. E., 1985. *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*.. primera ed. Nueva York: Free Press.

Porter, M. E., 2008. The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review. Special Issue on HBS Centennial*, 86(1), pp. 2-18.

Powers, A. & Pang, I., 2002. *Media Diversification: Is bigger better after all?*. Turku, Finlandia, 5th World Media Economics Conference.

Pritchett, P., Robinson, D. & Clarkson, R., 1997. Fundamentals of Successful Strategy: Postmerger Drift and Trust in Speed. En: R. D. Irwin, ed. *After the Merger: The Authoritative Guide for Integration Success*. Dallas: McGraw-Hill, pp. 127-132.

Pritchett, P., Robinson, D. & Clarkson, R., 1997. Resolving Redundancies and Staffing Issues. En: R. D. Irwin, ed. *After the Merger: The Authoritative Guide for Integration Success*. Dallas: McGraw-Hill, pp. 57-110.

Puranam, P., Singh, H. & Chaudhuri, S., 2009. Integrating Acquired Capabilities: When Structural Integration is (Un)necessary. *Organization Science*, 20(2), pp. 313-328.

Quinn, J., 2009. Final farewell to worst deal in history - AOL-Time Warner. *The Telegraph*, 21 Noviembre.

Ranft, A. & Lord, M., 2002. Acquiring new technologies and capabilities: A grounded model of acquisition implementation. *Organization Science*, Volumen 13, pp. 420-441.

Ravasi, D. & Schultz, M., 2008. Responding to organizational identity threats: Exploring the role of organizational culture. *Academy of Management Journal*, Volumen 49, pp. 433-458.

Reuters, 2013. Adquisiciones más grandes de la historia. *CNN Expansión*, 2 Septiembre.

Rodríguez Monroy, C. & Mora García, E., 2006. *Planificación Estratégica y Fusiones & Adquisiciones: procesos y herramientas de apoyo en la toma de decisiones*. Valencia, s.n.

Rose, F., 2000. Reminder to Steve Case: Confiscate the Long Knives. *Wired*, 9 Agosto.

Salomon Smith Barney, 2000. *AOL Time Warner Link*. [En línea]

Disponible en: <http://transition.fcc.gov/transaction/aol-tw/exparte/aol9analystreports091300.pdf>

[Último acceso: 20 febrero 2015].

Schiller, D., 2000. Internet Feeding Frenzy. *Le Monde Diplomatique*, 2 Febrero.

Schuler, R. S. & Jackson, S. E., 2001. *HR issues, activities and responsibilities in mergers and acquisitions*. Ginebra, Organización Internacional del Trabajo.

Schweiger, D., Csiszar, E. & Napier, N., 1994. A strategic approach to implementing mergers and acquisitions. En: G. V. Krogh, A. Sinatra & H. Singh, edits. *Managing corporate acquisitions: A comparative analysis*. Londres: Macmillan Press.

Schweiger, D. & DeNisi, A., 1991. Communication with employees following a merger: a longitudinal field experiment. *Academy of Management Journal*, Volumen 34, pp. 10-35.

Schweizer, L., 2001. *Post-acquisition integration of small biotechnology firms in the structure of large pharmaceutical companies*, Bamberg, Alemania: Otto-Friedrich-Universität Bamberg.

SEC, 2005. *SEC Charges Time Warner with fraud, aiding and abetting frauds by others, and violating a prior cease-and-desist order; CFO, Controller, and Deputy Controller charged with causing reporting violations | Ruling 2005-38*. [En línea]

Disponible en: www.sec.gov/news/press/2005-38.htm

[Último acceso: 19 Febrero 2015].

Shrivastava, P., 1986. Post-Merger Integration. *The Journal of Business Strategy*, Volumen 7, pp. 65-76.

Smith, A., 2009. Time Warner to split off AOL. *CNN Money*, 28 Mayo.

Technology at The Washington Post, 2010. 25 years of AOL: A timeline. *The Washington Post*, 23 Mayo.

The Economist, 2002. AOL Time Warner - A Steal?. *The Economist*, 24 Octubre.

The Economist, 2005. Warner Music | A hit on their hands. *The Economist*, 17 Marzo.

Time Warner. Cuentas anuales relativas a los años 1999 y 2003-2013.

Time Warner Cable, 2015. *The TWC Story | 1995 - 2000: Transitions - Road Runner*. [En línea]

Disponible en: <http://m.history.timewarnercable.com/the-twc-story/era-1995-2000/Story.aspx?story=64>

[Último acceso: 16 Febrero 2015].

Villarreal Larrinaga, O. & Landeta Rodríguez, J., 2010. El estudio de casos como metodología de investigación científica en dirección y economía de la empresa. Una aplicación a la internacionalización. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 16(3), pp. 31-52.

Weber, R. A. & Camerer, C. F., 2003. Cultural Conflict and Merger Failure: An Experimental Approach. *Management Science*, Abril, 49(4), pp. 400-415.

Weber, Y. & Schweiger, D. M., 1992. Top management culture conflict in mergers and acquisitions: a lesson from anthropology. *International Journal of Conflict Management*, 3(4), pp. 285-302.

Yin, R. K., 2009. *Case Study Research: Design and Methods*. Los Angeles: Sage.

Zaheer, S., Schomaker, M. & Genc, M., 2003. Identity versus Culture in Mergers of Equals. *European Management Journal*, 21(2), pp. 185-191.

Zickuhr, K. & Smith, A., 2013. *Home Broadband 2013*, Washington D.C: Pew Research Center.