



GEORGETOWN UNIVERSITY

uni>ersia

Las adquisiciones parciales como fórmula de inversión exterior: tipología e implicaciones*

ÁREA: 2
TIPO: Teoría

Partial Acquisitions as Foreign Entry Mode: A Typology and its Implication

As aquisições parciais como fórmula de investimento externo: tipologia e implicações

AUTORES

Cristina López-Duarte

Universidad de Oviedo, España.
clduarte@uniovi.es

Marta María Vidal-Suárez

Universidad de Oviedo, España.
mmvidal@uniovi.es

1. Autora de Contacto:
Universidad de Oviedo;
Departamento de Administración de Empresas; Avenida de El Cristo, S/N; 33006 Oviedo; España

El objetivo de este trabajo reside en reflexionar sobre la utilidad de las adquisiciones parciales como fórmula de implantación internacional, identificando los rasgos distintivos que las convierten en un modo de entrada diferenciado respecto a otras fórmulas más frecuentemente analizadas en la literatura como por ejemplo, la creación de empresas conjuntas, el establecimiento de filiales de plena propiedad o la realización de adquisiciones totales. En concreto, se presenta una tipología de adquisiciones parciales y se establecen pautas acerca de su utilización en diferentes escenarios internacionales.

This paper explores the role of partial acquisitions (Pas) as entry mode in foreign markets. The particular features of this entry mode are analyzed in order to differentiate it from other entry modes deeply analyzed in the literature, as joint ventures, total acquisitions, or wholly owned subsidiaries. A typology of partial acquisitions is developed and it is analyzed how de foreign direct investment's features influence the use of each kind of PA.

O objetivo deste trabalho consiste na reflexão sobre a utilidade das aquisições parciais como fórmula de implantação internacional, identificando os traços distintivos que as transformam num modo de entrada diferenciado relativamente a outras fórmulas analisadas com mais frequência na literatura, como por exemplo a criação de empresas conjuntas, o estabelecimento de filiais de plena propriedade ou a realização de aquisições totais. Em concreto, apresenta-se uma tipologia de aquisições parciais e estabelecem-se pautas acerca da sua utilização em diferentes cenários internacionais.

DOI

10.3232/
GCG.2008.
V2.N3.04

* Los autores agradecen el apoyo financiero proporcionado por la Universidad de Oviedo (Proyecto de investigación: UNOV 08- MAR-102).

1. Introducción

La realización de inversiones directas como fórmula de implantación en un mercado extranjero y la elección de la fórmula a través de la cual materializar tales inversiones constituye un tema clásico de estudio en el campo de la Gestión Internacional, resultando prolija la literatura que aborda tal elección y diversas las perspectivas teóricas empleadas para ello¹.

Algunos modos de inversión en el país receptor permiten a la empresa inversora tomar un primer contacto con aquél sin necesidad de incurrir en un excesivo compromiso de recursos —las denominadas *foothold entry strategies* en términos de Meyer y Tran (2006). La implantación en un mercado receptor mediante una estrategia de este tipo proporciona a la empresa una plataforma que favorece la posterior ampliación de la inversión en caso de que el proyecto evolucione de forma favorable, al tiempo que goza de la flexibilidad necesaria para revocar su decisión en caso contrario. Dicha flexibilidad o capacidad de reacción ante potenciales cambios del entorno puede constituir una fuente de ventaja competitiva para la empresa inversora, ventaja que resulta particularmente relevante en entornos inestables.

La implementación de una *foothold strategy* se puede articular fundamentalmente a través de dos métodos: la creación de empresas conjuntas (ECs) y la realización de adquisiciones parciales (APs) o empresas conjuntas por adquisición. La creación de una empresa conjunta requiere el desarrollo de una alianza estratégica o acuerdo de cooperación con (al menos) una empresa socio con la que se crea una nueva empresa en el mercado receptor a la que ambos socios transfieren parte de sus recursos al objeto de que la entidad de nueva creación pueda desarrollar su actividad en el mercado de destino. Tal y como señalan Kogut (1991) y Kogut y Kulatilaka (1994), la creación de una empresa conjunta constituye una plataforma desde la que la empresa puede materializar posteriores inversiones. De igual forma, la realización de una adquisición parcial también puede constituir un primer paso en el proyecto inversor de una empresa, la cual, a partir de tal posición inicial, puede optar posteriormente a realizar una nueva adquisición de la empresa objetivo que le proporcione el control total sobre la misma. Tal y como apuntan López-Duarte y García-Canal (2002), la materialización de la inversión a través de una adquisición parcial evita al inversor extranjero la necesidad de pagar íntegramente por los activos y recursos de la empresa objetivo —caso de las adquisiciones totales—; antes al contrario, la adquisición de una parte del capital de la empresa objetivo constituye un primer paso que permite a la empresa inversora protegerse de la asimetría de información existente en todo proceso de adquisición: su posición en el capital de la empresa objetivo proporciona a la empresa inversora la capacidad para acceder a información sobre aquélla no accesible desde el exterior. Tal información le proporciona, a su vez, una posición privilegiada para determinar el valor real de la empresa objetivo y, en su caso, renegociar las condiciones en las que está dispuesta a aumentar su posición en el capital de la misma.

Si bien los estudios que analizan la creación de empresas conjuntas como métodos de implantación internacional son particularmente abundantes, la realización de adquisicio-

1. Una exhaustiva revisión de la literatura al respecto se puede encontrar, al menos en parte, en Brouters y Hennart (2007).

PALABRAS CLAVE

Adquisición parcial; Toehold; Inversión directa en el exterior

KEY WORDS

Partial acquisition; toehold; foreign direct investment

PALAVRAS-CHAVE

Aquisição parcial; toehold; investimento directo no exterior

CÓDIGOS JEL

F210, F230, M160

nes parciales constituye una fórmula de implantación internacional que apenas ha recibido atención en la literatura. En términos de Jakobsen y Meyer (2007) constituyen *el modo de entrada ignorado*, siendo los trabajos de Barkema y Vermeulen (1998), López-Duarte y García-Canal (2002), Chen y Hennart (2004), Meyer y Estrin (2006), Meyer y Tran (2006) y Jakobsen y Meyer (2007) algunas excepciones al respecto.

El objetivo del presente trabajo consiste en realizar un análisis de las adquisiciones parciales como modo de implantación internacional, identificando los rasgos que las diferencian de otras fórmulas tradicionalmente consideradas en la literatura, como empresas conjuntas o adquisiciones totales. A tal efecto, se presenta un análisis dirigido a identificar tales rasgos diferenciadores y las implicaciones que para la empresa inversora se derivan de los mismos, así como su posible utilización en diferentes escenarios internacionales.

2. Las adquisiciones parciales como modo de implantación internacional: Rasgos distintivos

La realización de una adquisición como fórmula de materializar una inversión directa en el exterior radica en la toma de control por parte de un inversor extranjero del capital de una empresa localizada en el mercado receptor. Cuando dicho inversor se hace con la totalidad del capital, la adquisición es total; por el contrario, cuando únicamente adquiere una parte del mismo la adquisición se cataloga como parcial (Sudarsanan, 1995). La adquisición de una parte del capital proporciona a la empresa inversora cierto grado de control y capacidad de influencia sobre la gestión de la empresa adquirida (Spencer et al., 1998). Según se ha recogido en el epígrafe de in-

troducción, empresas conjuntas y adquisiciones parciales constituyen dos fórmulas de entrada en los mercados extranjeros que permiten el desarrollo de una estrategia de implantación no agresiva, en tanto que la exposición al riesgo de la empresa inversora es menor que en caso de utilizar otras fórmulas como la creación de filiales de plena propiedad o la realización de adquisiciones totales. Si bien ambos medios comparten una serie de rasgos distintivos, no son menos las características que los diferencian.

Así, entre los aspectos comunes a ECs y APs se encuentran, además del ya mencionado reducido nivel de inversión inicial y consecuente limitación de la exposición al riesgo, el hecho de que la empresa inversora solo accede de forma parcial a la propiedad y control de la empresa localizada en el mercado receptor, siendo también parcial, en tanto que compartido con (al menos) otra empresa o socio, su derecho a participar en los beneficios derivados de la actividad desarrollada por aquélla. No son éstos rasgos irrelevantes, al punto de que algunos trabajos tienden a considerar la creación de una empresa conjunta y la realización de una adquisición parcial como un mismo modo de entrada. Así, por ejemplo, en un reciente trabajo en el que se analiza un amplio abanico de fórmulas de implantación internacional Brouthers y Hennart (2007) consideran que el rasgo distintivo que permite diferenciar una empresa conjunta de otros modos de implantación internacional radica en el hecho de que los diferentes socios que participan en la misma (aportando recursos para el desarrollo de las actividades) son remunerados mediante una participación en los beneficios que el proyecto genera. Desde esta perspectiva, tanto la creación de una nueva empresa en la que varios socios com-

2. Esta definición de empresa conjunta está en línea con la que se recoge en los trabajos de Hennart (1988).

parten la propiedad, como la realización de una adquisición parcial corresponden a una misma realidad, ya que tanto empresas socio en el caso de nueva creación, como empresa adquirente en el caso de una AP reciben una parte de los beneficios de la empresa localizada en el mercado receptor. De hecho, buena parte de la literatura empírica dirigida a analizar diversos aspectos relacionados con las empresas conjuntas incluye en una misma categoría las ECs de nueva creación y las generadas vía adquisición. Por su parte, Chen y Hennart (2004) analizan el denominado efecto *hostage* que crea una adquisición parcial, el cual contribuye a reducir de forma importante la asimetría de información (y los costes que para la empresa compradora se derivan de la misma), así como los costes de integración *ex post* inherentes a un proceso de adquisición. La existencia de tal efecto lleva a los autores a concluir que las adquisiciones parciales constituyen un modo de implantación internacional que proporciona a la empresa inversora ventajas muy similares a las que conlleva la creación de una empresa conjunta.

Adicionalmente, en el caso de procesos de inversión directa en el exterior ambas fórmulas permiten a la empresa extranjera acceder a recursos específicos del mercado receptor que generalmente están en manos de empresas locales y no son susceptibles de ser adquiridos a través del mercado —este último rasgo resulta también común a los procesos de adquisición total—, tal y como apuntan, entre otros, Kogut y Singh (1988), Hennart y Reddy (1997, 2000) y Reuer y Koza (2000).

A pesar de la existencia de estos rasgos comunes, existen una serie de aspectos que diferencian ambas fórmulas. En este sentido, la adquisición de una parte del capital de una empresa ya implantada en el mercado receptor, frente a la creación de una nueva entidad en el mismo, constituye

el principal factor diferenciador entre ellas. Así, la constitución de una empresa conjunta implica la transferencia por parte de los socios implicados de una parte de sus recursos a la nueva empresa. En concreto, cada uno de los socios aporta a la nueva entidad únicamente aquellos recursos que son precisos para el desarrollo de la actividad de la misma; por el contrario, cuando una inversión se materializa a través de una adquisición parcial, *la empresa inversora adquiere un porcentaje de todos los recursos de la empresa adquirida, no únicamente de aquellos que considera particularmente valiosos o necesarios para desarrollar su actividad en el mercado receptor* (Barkema y Vermeulen, 1998; López Duarte y García Canal, 2002). Adicionalmente, desarrollar el mercado receptor a partir de una empresa ya localizada en el mismo permite acelerar el proceso de implantación de la empresa inversora en el mercado receptor —al acceder a las infraestructuras y cuota de mercado de la empresa adquirida— e, incluso, mantener la imagen de empresa local frente a extranjera (caso, por ejemplo, de mantener el nombre y la marca de la empresa adquirida).

La presencia de al menos un socio con el que compartir la gestión, el riesgo y la apropiación de beneficios y el hecho de desarrollar el mercado receptor a partir de una empresa ya existente se erigen, por tanto, en los rasgos distintivos de las adquisiciones parciales. Tal combinación de rasgos las convierte en un modo de entrada híbrido entre empresas conjuntas y adquisiciones totales, pero diferenciado respecto a ambos (López-Duarte y García-Canal, 2002; Chen y Hennart, 2004; Jakobsen y Meyer, 2007).

En la categoría de adquisiciones parciales, tiene cabida, no obstante, una amplia variedad de fórmulas de inversión que se diferencian en función del porcentaje de capital de la empresa objetivo adquirido por

la inversora, el número de empresas adquirentes que se implican en un mismo proceso, las características de el/los vendedores o los objetivos perseguidos por la empresa inversora respecto a la estabilidad de porcentaje adquirido. Así, a partir de los trabajos de López Duarte y García-Canal (2002), Meyer y Tran (2006) y Jacobsen y Meyer (2007) —cada uno de los cuales aborda de forma aislada alguno de los aspectos mencionados— hemos procedido a identificar una tipología de adquisiciones parciales y sus posibles implicaciones estratégicas que se recoge en los siguientes párrafos.

3. Tipología de adquisiciones parciales

3.1. En función del volumen de capital adquirido

Una primera clasificación puede llevarse a cabo a partir del porcentaje de capital que la empresa inversora adquiere en la empresa objetivo. Desde un punto de vista teórico (Lindqvist, 2004a; 2004b), una adquisición parcial es cualquier participación superior al 0 e inferior al 100% del capital de la empresa objetivo. Si bien la aproximación resulta particularmente sencilla —tan sólo es preciso conocer el volumen de capital adquirido en el proceso—, no así la clasificación de los procesos de inversión. Así, en primer lugar, existe un consenso en la literatura al respecto al clasificar como adquisiciones totales aquéllas en las que la adquirente toma un volumen superior al 95% del capital de la objetivos. De igual forma, las adquisiciones que implican la toma de un volumen inferior al 10% de dicho capital tienen a ser calificadas bien como inversiones meramente financieras, bien como *toeholds* —término al que nos

referiremos en un epígrafe posterior. El amplio abanico de opciones intermedias supone una dificultad de clasificación, ya que los derechos de control sobre la gestión de la empresa adquirida que obtiene la adquirente dependen no sólo del porcentaje que adquiere, sino también de cómo se distribuye el resto del capital no adquirido, así como de la existencia de reglas de mayorías cualificadas o títulos de propiedad con diferentes derechos. Algunos autores (fundamentalmente en el marco de la literatura dirigida a analizar las ECs⁴) distinguen entre participaciones dominantes —la empresa inversora consigue el control efectivo de la empresa local, al margen del porcentaje de capital que tome en el proceso—, frente a participaciones no dominantes. Este criterio atiende únicamente a la capacidad de control, dejando al margen el derecho a la participación en los beneficios. Un segundo criterio, generalmente más utilizado por ser más simple la obtención de la información, atiende únicamente al porcentaje de capital adquirido, dejando al margen los derechos de gestión que participaciones minoritarias pueden otorgar. Así, se distingue entre participaciones mayoritarias (superiores al 50% del capital) y minoritarias (inferiores a dicho umbral, si bien superiores al 10% apuntado anteriormente). La literatura al respecto apunta al hecho de que las primeras tienden a presentar características más similares a las de las adquisiciones totales que las segundas (Lindqvist, 2004a; 2004b).

En este sentido, cabe esperar una mayor tendencia a la utilización de adquisiciones parciales mayoritarias para acceder a mercados con un menor grado de desarrollo económico y/o que presenten un elevado grado de distancia cultural respecto al país de la empresa inversora. En estos contextos, las adquisiciones mayoritarias, en

3. Véanse, a título de ejemplo, Gomes-Caseres (1989) y Hennart y Reddy (1997).

4. Véase, por ejemplo, Killing (1983), Beamish (1988) y Blodgett (1992).

la medida en que garantizan a la empresa inversora el control sobre la gestión de la empresa adquirida, permiten evitar conflictos de intereses y problemas de integración con socios cuyas rutinas y pautas de comportamiento resultan muy diferentes. Una adquisición parcial que no permita controlar la empresa objetivo dificulta el proceso de toma de decisiones en entornos en los que existen fuertes diferencias de identidad entre los socios.

3.2. En función del número de empresas adquirentes

Tradicionalmente, la implantación en un mercado extranjero vía adquisición se ha analizado desde la perspectiva de una única empresa inversora. Existen, no obstante, procesos en los que son varias empresas las que conjuntamente realizan la adquisición de una empresa local realizando lo que se ha denominado en la literatura una “adquisición compartida” (López-Duarte y García-Canal, 2002) o empresa conjunta previa a la adquisición (Jakobsen y Meyer, 2007). Así, en una adquisición tradicional, sea ésta total o parcial, se ven implicadas únicamente dos empresas: la adquirente y la objetivo o adquirida. Por el contrario, en un proceso de adquisición compartida varias empresas toman conjuntamente una participación en el capital de una tercera empresa localizada en el mercado objetivo, pudiendo resultar dicha participación conjunta total —el grupo de adquirentes se hace con el 100% del capital de la empresa objetivo— o parcial —dicho grupo adquiere conjuntamente únicamente una parte del capital de la empresa objetivo. La realización de una adquisición compartida requiere, por tanto, la realización de dos procesos consecutivos de diferente naturaleza: en primer lugar, debe desarrollarse un acuerdo de cooperación entre las diferentes empresas adquirentes en el que se pactan las condiciones en las que se lle-

vará a cabo la adquisición y, en segundo lugar, se materializa la adquisición propiamente dicha de la empresa objetivo. Dicho acuerdo de cooperación suele materializarse en la creación de una empresa conjunta participada por las diferentes adquirentes, siendo dicha entidad compartida la que posteriormente realiza la adquisición.

Esta fórmula de adquisición compartida tiende a ser utilizada en los procesos de adquisición de empresas que son privatizadas, al objeto de dar cabida a socios locales cuya participación en el proceso constituye con frecuencia un requisito explícitamente recogido en el pliego de condiciones de la privatización y/o cuya participación es requerida por los restantes inversores al objeto de que aporten contacto y conocimientos sobre el mercado receptor. De este modo, las adquisiciones compartidas se convierten en la vía más utilizada para acceder a sectores regulados que vienen siendo objeto de una creciente liberalización, de forma que muchos de ellos han sido objeto de privatizaciones y desregulaciones en los últimos años. Asimismo, las adquisiciones compartidas se convierten en una fórmula muy apropiada para materializar las inversiones en economías emergentes que presenten un elevado crecimiento o potencial de crecimiento pero que carecen de un marco institucional equiparable al de los países más desarrollados económicamente. En este contexto, las capacidades necesarias para competir en el mercado receptor suelen ser contextuales o específicas del propio mercado local, lo que tiende a hacer necesaria la participación de un socio local que aporte las mismas.

De igual modo, las adquisiciones compartidas tenderán a ser utilizadas en países que presenten un mayor riesgo político. Así, la elevada volatilidad de estos mercados —que afecta a cambios en las instituciones, en la estructura industrial de los

diferentes sectores e, incluso, a las variables macroeconómicas de la nación — incrementa el grado de exposición al riesgo de la empresa inversora, lo que, conduce a la necesidad de compartir los grandes proyectos de inversión con otros socios, particularmente locales.

3.3. En función del vendedor

Tradicionalmente, en la literatura sobre elección de modos de entrada en nuevos mercados se analiza tal elección desde la perspectiva única del inversor extranjero, obviando algunos aspectos, tales como las características u objetivos perseguidos por el propietario inicial de las empresas locales que son vendidas, los cuales pueden influir de forma substancial en la fórmula finalmente elegida. Así, el tipo de propietario de la empresa local objeto de adquisición puede modificar substancialmente las características de la misma. Una primera distinción al respecto radica en el número de propietarios, ya que cabe diferenciar empresas locales que son propiedad de una única entidad, sea ésta familia, estado o grupo industrial, de aquellas empresas cuya propiedad está dispersa entre un elevado número de inversores, distinguiéndose en este último caso, empresas que cotizan en sus respectivos mercados de valores locales, frente a empresas que no lo hacen.

En el primer caso, la adquisición parcial debe ser entendida no sólo como un proyecto de inversión por parte de la adquirente, sino también como un proyecto de desinversión parcial por parte del propietario de la empresa objetivo, el cual puede preferir esta fórmula (frente a la desinversión o venta total) al objeto de apropiarse de una parte del incremento de valor que se derive del proceso de inversión e implicación en la gestión de la sociedad por parte del inversor extranjero.

En este contexto de propietario único, cabe distinguir entre empresas que son propiedad del estado y empresas que son privadas, ya que en el primer caso la adquisición se lleva a cabo vía procesos de privatización que, tal y como apunta Estrin (2002), pueden desarrollarse siguiendo diferentes modelos como la venta directa al inversor extranjero, la transferencia de la propiedad (o de parte de la misma) a los empleados de la empresa o la utilización de programas *voucher* que facilitan la distribución de la propiedad entre amplios segmentos de la población. En caso de que la venta se realice directamente por el gobierno o la agencia de privatización, la misma suele realizarse a través de un proceso de oferta competitiva. El hecho de que la empresa sea propiedad del estado o de los propios empleados puede introducir retos adicionales al inversor extranjero, ya que estos propietarios suelen plantearse objetivos relacionados con la transferencia de la empresa que van más allá de la mera maximización del valor que perciben por la participación que venden; antes al contrario, objetivos tales como la realización de inversiones en la propia empresa por parte del potencial adquirente y la protección de los puestos de trabajo tienden a erigirse en prioritarios para estos vendedores, particularmente en las economías susceptibles de ser calificadas como emergentes (Meyer y Jakobsen, 2007). En términos de Meyer (2002), la adquisición parcial es la fórmula que permite alinear los objetivos del inversor extranjero y el gobierno local en un proceso de privatización.

En tales circunstancias, la elección del modo de entrada no constituye una decisión unilate-

5. Estos programas implican la distribución por parte del estado de certificados o cupones entre determinados segmentos de población; tales cupones son posteriormente canjeables por acciones de la compañía privatizada o por participaciones en intermediarios financieros. En la mayor parte de los casos, estos cupones pueden ser libremente transaccionados por sus propietarios.

ral del inversor extranjero, sino el resultado de una negociación entre las partes implicadas, en la cual la venta sólo parcial de la entidad privatizada constituye una forma de garantizar la influencia y salvaguardar los intereses de la parte vendedora. En este contexto suele ser habitual que en las propias condiciones del pliego de privatización se explicita cuál es la proporción de capital de la empresa susceptible de ser vendido, qué parte del mismo puede ser adquirido por inversores extranjeros, qué obligaciones contractuales asumen dichos inversores en relación con la realización de inversiones, mantenimiento de puestos de trabajo, si se mantiene, en su caso, acción de oro por parte del estado vendedor, etc. Adicionalmente, suele ser frecuente que el estado o agencia de privatización favorezca explícita o implícitamente la adjudicación a consorcios o grupos de empresas participados por empresas locales. Todo ello limita la posibilidad real de elección de la empresa inversora respecto a la fórmula de implantación en el mercado receptor.

4. En función de la estabilidad del capital adquirido

Un factor que permite identificar distintos tipos de APs es no sólo el porcentaje de capital adquirido en un determinado momento por la empresa inversora, sino el interés de ésta en mantener o modificar dicha participación a lo largo del tiempo. Ello nos permite diferenciar entre lo que podemos calificar como adquisiciones puntuales y adquisiciones escalonadas o en etapas (Meyer y Estrin, 2006). En el primer caso la empresa inversora adquiere un porcentaje de capital de la empresa objetivo y mantiene tal posición parcial en el futuro. Por el contrario, en el segundo caso se produce un cambio gradual en la propiedad de la empresa objetivo; a saber, el inversor extranjero toma una primera participación parcial en el capital de dicha empresa con la intención de incrementar tal participación en un futuro más o menos inmediato. La adquisición de una participación parcial constituye, por tanto, tan sólo el comienzo de un proceso cuyo objetivo final es lograr la totalidad (o la mayoría) de la propiedad y el control de la empresa objetivo.

La adquisición de una primera participación minoritaria en la empresa objetivo, realizada a través del mercado y previa al anuncio público por parte de la empresa inversora de su interés en tomar el control de la empresa objetivo es conocida en la literatura financiera como la realización de un *toehold*, constituyendo un fenómeno ampliamente analizado en el ámbito financiero. Así, trabajos clásicos como los de Grossman y Hart (1980), Shleifer y Vishny (1986) o algunos más recientes como el de Goldman y Qian (2005) han analizado las ventajas y costes que se derivan de la utilización de esta fórmula para la empresa inversora —si bien cabe mencionar que ninguno de ellos se enmarca en el ámbito de las inversiones internacionales. En primer lugar, la adquisición de tal participación minoritaria a través del mercado permite a la empresa adquirente hacerse con un porcentaje de los títulos de propiedad de la empresa adquirida a un precio inferior al precio al que se materialice la oferta de adquisición —el denominado *toehold premium* que recoge la variación en el precio de las acciones de la empresa objetivo antes y después de que el anuncio de la adquisición se haga público. Adicionalmente, la posesión de un *toehold* proporciona a la empresa un mayor poder de negociación frente a potenciales rivales que también deseen hacerse con el control de la empresa objetivo, pero carezcan de tal participación, llegando a impedir, incluso, la realización de ofertas rivales por aquélla. Entre los efectos negativos de la toma de tal participación minoritaria se encontrarían la potencial revelación al mercado por parte de la

empresa adquirente de información privada relativa a la valoración que realiza de la empresa objetivo, el incremento en el precio de mercado de los títulos de propiedad de esta última (hecho que redundará en un encarecimiento de la adquisición final) —la escalada en el precio de los títulos suele ser mayor cuando el mercado anticipa batallas por el control de la empresa objetivo—, y la potencial reacción hostil del equipo gestor de la empresa objetivo en caso de detectar la toma de participación. Si bien los diferentes modelos teóricos desarrollados en estos trabajos apuntan al hecho de que la propiedad de un *toehold* incrementa la probabilidad de la empresa adquirente de desarrollar con éxito un proceso de adquisición total, e incluso apuntan al hecho de que cuanto mayor sea tal *toehold* mayor resulta dicha probabilidad, la evidencia empírica recogida en estos y otros trabajos apunta al hecho de que una gran parte de las adquisiciones se materializan sin que la empresa adquirente anticipe tal participación en la empresa objetivo.

Si bien la adquisición de participaciones minoritarias (inferiores al 10% del capital de la empresa objetivo) tienden a ser consideradas en el campo de la Gestión Internacional como inversiones meramente financieras o inversiones de cartera (*portfolio investments*), la adquisición de un *toehold* puede ser considerada como una inversión directa en tanto que forma parte de un proceso de toma de control sobre la empresa objetivo. En este caso, la participación minoritaria constituye una situación meramente temporal dirigida a evolucionar hacia una fórmula de propiedad que garantice a la empresa inversora el control de la empresa objetivo en un futuro más o menos inmediato. Una vez realizada la adquisición inicial, se producen las adquisiciones posteriores o acumulaciones a través de las cuales la empresa inversora adquiere nuevas participaciones en el capital de la empresa objetivo, completando, así, el

proceso de adquisición de la empresa local. La posibilidad de que dicha participación vaya vinculada a un proyecto de cooperación entre las empresas implicadas constituye una tercera realidad al respecto. Así, tal y como se recoge en (Vidal y García Canal, 2003) la toma de una participación minoritaria en el capital del socio resulta un hecho frecuente en el desarrollo de determinadas alianzas internacionales, en particular, aquellas que surgen de un protocolo de cooperación y presentan, en su origen, un carácter poco definido y no concretado en proyectos ya determinados en el momento de sellar el acuerdo. En este sentido, la participación minoritaria constituiría una prueba de la intención de comportamiento cooperativo por parte de la empresa y de su permanencia en la alianza, erigiéndose en garantía e instrumento que facilita la negociación entre los socios.

Circunscribiéndonos exclusivamente a las *toehold* como primer paso de una IDE escalonada, cabría esperar que las mismas se utilicen como una de las fórmulas para invertir en mercados que muestran una mayor distancia cultural respecto a la empresa inversora dado que permiten a ésta acceder a información de la empresa objetivo —y reducir, así, la asimetría de información existente entre ambas— antes de implicarse en una adquisición total o mayoritaria que implique un mayor compromiso de recursos. Por otro lado, también cabe esperar que esta modalidad de adquisición parcial, en la medida en que constituye una vía más rápida y menos arriesgada que otras fórmulas de inversión directa para acceder inicialmente al capital de la empresa objetivo, se utilice para acceder a mercados que experimentan cambios en

6. Si bien desde el punto de vista teórico resulta relativamente sencillo diferenciar un *toehold* de una inversión meramente financiera, no lo es tanto en la realidad, ya que el incremento de la participación en el capital de la empresa local puede estar previsto de antemano o puede ser una respuesta ante cambios acontecidos en el entorno o en los objetivos perseguidos por la propia empresa inversora.

su *status quo* competitivo y en los que es necesario posicionarse rápidamente.

Finalmente, señalar que en una serie de trabajos recientes Lindqvist (2004a, 2004b), han analizado desde el punto de vista teórico y empírico la existencia de un segundo tipo de *toeholds*: los denominados *toeholds externos* u *outsider toeholds*. Éstos constituyen, al igual que los anteriores, la toma por parte de una empresa de una participación minoritaria en el capital de una segunda empresa, si bien en este caso el objetivo que persigue tal participación no es constituir una plataforma a partir de la cual incrementar la participación en el capital y el control de la empresa participada, sino beneficiarse del incremento de valor que ésta pueda experimentar ante un proceso de adquisición de una tercera empresa rival de la empresa objetivo. Esta última adquisición puede ser llevada a cabo por la propia empresa inversora o por cualquier otra empresa. La lógica que subyace tras este proceso se basa en el hecho de que en determinadas circunstancias los procesos de adquisición o fusión entre empresas de un sector benefician en mayor medida a empresas rivales que compiten en el mismo sector que a las propias empresas implicadas —existencia de una externalidad positiva derivada del proceso de adquisición.

5. Consideraciones finales

En este trabajo se ha realizado un análisis teórico acerca de la utilidad de las adquisiciones parciales como vía de implantación en los mercados internacionales. En concreto, se han identificado sus características singulares que las diferencian de otras fórmulas de inversión internacional y se ha propuesto una tipología de adquisiciones parciales. Asimismo, para cada una de las categorías de adquisición parcial identificadas se ha llevado a cabo una breve reflexión acerca de sus implicaciones estratégicas y la conveniencia de su utilización en diferentes escenarios internacionales. Se trata, no obstante, de una aproximación preliminar al estudio de esta fórmula de expansión internacional que trataremos de desarrollar en futuros trabajos empíricos, al objeto de obtener evidencias empíricas que nos permitan verificar las predicciones apuntadas en este trabajo.

Bibliografía

- Barkema, H. y Vermeulen, F. (1998): "International expansion through start-up or acquisition: A learning perspective", *Academy of Management Journal*, vol. 41 (1), pp. 7-26.
- Beamish, P.W. (1988): *Multinational Joint Ventures in Developing Countries*, Routledge, London.
- Blodgett, L. (1992): "Factors in the instability of international joint ventures: An event history analysis", *Strategic Management Journal*, vol. 13, pp. 475-481.
- Brouthers, K. y Hennart, J. F. (2007): "Boundaries of the firm: Insights from international entry mode research", *Journal of Management*, vol. 33 (3), pp. 395-425.
- Chen, H. y Hennart, J. F. (2004): "A hostage theory of joint ventures: Why do Japanese investors choose partial over full acquisitions?", *Journal of Business Research*, vol. 57, pp. 1126-1134.
- Estrin, S. (2002): "Competition and corporate governance in transition", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16 (1), pp. 101-124.
- Goldman, E. y Qian J. (2005): "Optimal toeholds in takeover contests", *Journal of Financial Economics*, vol. 77 (2), pp. 321-346.
- Gomes-Casseres, B. (1989): "The ownership structure of foreign subsidiaries: Theory and evidence", *Journal of Economic Behavior and Organizations*, vol. 11, pp. 1-25.
- Grossman, F. y Hart, J. (1980): "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics*, vol. 11 (1), pp. 42-64.
- Hennart, J. F. (1988): "A transaction cost theory of equity joint ventures", *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 361-374.
- Hennart, J. F. y Reddy, S. (1997): "The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: The case of Japanese investors in the United States", *Strategic Management Journal*, vol. 18, pp. 1-12.
- Hennart, J. F. y Reddy, S. (2000): "Digestibility and asymmetric information in the choice between acquisitions and joint ventures: Where's the beef?", *Strategic Management Journal*, vol. 21 (2), pp. 191-194.
- Jakobsen, K. y Meyer, K. (2007): "Partial acquisitions: The overlooked entry mode" en Dunning, J.H. y Gugler, P., eds. *Recent Advances in International Business Research*, Elsevier Science, pp. 203-226.
- Killing, J. P. (1983): *Strategies for Joint Venture Success*, Praeger, New York.
- Kogut, B. (1991): "Joint ventures and the option to expand and acquire", *Management Science*, vol. 37, pp. 19-33.
- Kogut, B. y Kulatilaka, N. (1994): "Options thinking and platform investments: Investing in opportunity", *California Management Review*, vol. 36 (2), pp. 52-71.
- Kogut, B. y Singh, H. (1988): "The effect of national culture on the choice of entry mode", *Journal of International Business Studies*, vol. 19, pp. 411-432.

Lindqvist, T. (2004a): "Acquisitions strategies: empirical evidence of outsider toeholds", Working paper 634, The Research Institute of Industrial Economics, Sweden.

Lindqvist, T. (2004b): "Mergers by partial acquisitions", Working paper 630, The Research Institute of Industrial Economics, Sweden.

López-Duarte, C. y García-Canal, E. (2002): "Adverse selection and the choice between joint-ventures and acquisitions: Evidence from Spanish firms", *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)*, vol. 158, (2), pp. 304-324.

Meyer, K. E. (2002): "Management challenges in privatization acquisitions in transition economies", *Journal of World Business*, vol. 37 (4), pp. 266-276.

Meyer, K. E. y Estrin, S. (eds.) (2006): *Acquisition strategies in emerging markets*, Palgrave - McMillan.

Meyer, K. E. y Tran, F. (2006): "Market penetration and acquisition strategies for emerging economies", *Long Range Planning*, vol. 39, pp. 177-197.

Reuer, J. y Koza, P. (2000): "On lemons and indigestibility: Resource assembly through joint ventures", *Strategic Management Journal*, vol. 21 (2), pp.195-197.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1986): "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 94 (3), pp. 461-488.

Spencer, C, Akhigbe, A. and Madura, J. (1998): "Impact of partial control on policies enacted by partial targets", *Journal of Banking and Finance*, vol. 22 (4), pp. 425-445.

Sudarsanam, S. (1995): *The essence of mergers and acquisitions*, Prentice Hall.

Vidal, M. y García-Canal, E. (2003): "Discrecionalidad directiva y creación de valor en la formación de alianzas globales para la internacionalización", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, vol. 16. pp. 85-104.