

Escuela de Negocios

Tipo de documento: Tesis de maestría



EMBA | Executive MBA

¿Es el proceso de M&A una alternativa para la supervivencia de PyMEs con desafíos de continuidad familiar?

Autoría: Chiariglione, Pedro

Año: 2025

¿Cómo citar este trabajo?

Chiariglione, P. (2025) "¿Es el proceso de M&A una alternativa para la supervivencia de PyMEs con desafíos de continuidad familiar?". [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella].

Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella.

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/13837>

El presente documento se encuentra alojado en el **Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella** bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 4.0 Internacional
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>



**UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA**

¿Es el proceso de M&A una alternativa para
la supervivencia de PyMEs con desafíos de
continuidad familiar?

2025

Alumno: Pedro CHIARIGLIONE

Tutor: Carlos LOISI

Dedicatoria - Agradecimientos

Quisiera agradecer a mi esposa Verónica y mis hijos Tiago y Camila, por ser parte de este camino, permitiéndome resignar tiempo juntos para mi crecimiento profesional.

A mis viejos, Ana y Alejandro, por enseñarme que hay que ser persistente y luchar por lo que uno quiere.

A todo el equipo de profesionales, ayudantes y coordinación del MBA de la Universidad Torcuato Di Tella por el soporte, conocimiento, paciencia y, sobre todo, por el tiempo dedicado, durante la cursada.

Un agradecimiento especial a Carlos Loisi por acompañarme y guiarme en este trabajo de tesis.

Resumen Ejecutivo

Las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) son actores clave en la economía, impulsando el crecimiento y generando empleo. Sin embargo, estas organizaciones enfrentan desafíos que pueden frenar su desarrollo y su supervivencia en el largo plazo. A continuación, exploramos en detalle los principales problemas que afectan a estas empresas, así como las oportunidades que pueden aprovechar para prosperar en un entorno empresarial dinámico y competitivo.

Las fusiones y adquisiciones (M&A) se presentan como una estrategia para abordar los desafíos críticos que enfrentan estas empresas. En el ámbito de la sucesión, una adquisición puede representar una alternativa viable ante la ausencia de sucesores familiares capacitados, la incorporación a una entidad mayor puede inyectar prácticas de gestión modernas y talento externo, la integración de sistemas y la adopción de tecnologías avanzadas pueden superar las ineficiencias, y las fusiones fomentan la colaboración interdepartamental.

La adaptación al cambio se ve impulsada por el acceso a nuevas tecnologías y mercados que proporcionan las M&A, diversificando la resiliencia empresarial. En la gestión del de los recursos humanos, las adquisiciones amplían el espectro del talento disponible, y las fusiones abren nuevas vías para el desarrollo profesional. Finalmente, el financiamiento, las M&A pueden desbloquear el acceso a nuevos capitales y consolidar operaciones para mejorar la rentabilidad, crucial para el crecimiento y la expansión.

Esta tesis explora las dinámicas de las Fusiones y Adquisiciones (M&A) en empresas medianas, un sector crucial para el crecimiento económico y la innovación. Se analiza el marco teórico de las M&A, incluyendo estrategias de valoración, integración cultural y operativa. El estudio se centra en las particularidades de las empresas medianas, que a menudo enfrentan desafíos únicos en comparación con las grandes corporaciones, como la menor disponibilidad de recursos y la necesidad de una integración más ágil.

El caso práctico de esta investigación se basa en la adquisición de una empresa mediana del sector farmacéutico por parte de un grupo empresario internacional. Se examinan las motivaciones estratégicas detrás de la adquisición, el proceso de *due diligence*, la valoración de la empresa objetivo, y los desafíos y éxitos de la integración post-fusión.

Palabras clave

- M&A
- PyME
- *Due Diligence*
- Purchase Price Allocation (PPA)
- Discounted Cash Flow (DCF)

Índice / Tabla de Contenido

Dedicatoria - Agradecimientos	2
Resumen Ejecutivo.....	3
Palabras clave	4
Índice / Tabla de Contenido	5
Introducción / Prefacio	6
CAPITULO 1: El Proceso de Fusiones y Adquisiciones	7
Subsección 1.1: Introducción a las Fusiones y Adquisiciones.....	7
Subsección 1.2: Etapas del Proceso	9
Subsección 1.3: Métodos de Valuación.....	10
Subsección 1.4: Due Diligence	15
Subsección 1.5: Estrategias de crecimiento	18
Subsección 1.6: Objetivos del proceso de M&A	19
Subsección 1.7: Casos de Éxito	21
Subsección 1.8: Asignación del Precio de Compra	23
CAPITULO 2: Que son las Pequeñas y Medianas Empresas (PyME)	27
Subsección 2.1: Definición de PyME	27
Subsección 2.2: Que es MiPyME en Argentina	28
Subsección 2.3: Características y Relevancia de las PyMES en Argentina y en el Mundo	29
Subsección 2.4: Etapas de crecimiento	31
Subsección 2.5: Modelo de Greiner	34
Subsección 2.6: Concepto de Cultura y Modelos de Cultura Empresarial	36
CAPITULO 3: Análisis de un Caso de M&A en el Sector Farmacéutico	41
Subsección 3.1: Introducción al Caso.....	41
Subsección 3.2: La Operación de Fusión y Adquisición.....	42
Subsección 3.3: Análisis del crecimiento empresarial según el modelo de Greiner.....	60
Subsección 3.4: La integración Cultural	61
Subsección 3.5: Asignación del PPA a la operación	63
CAPITULO 4: Conclusión y Recomendaciones	65
LISTA DE REFERENCIAS.....	73
Bibliografía	73
Apéndice.....	74
Apéndice 1: Evolución Post-Adquisición (2022-Actualidad).....	74

Introducción / Prefacio

La presente tesis se centra en el estudio de una Pequeña y Mediana Empresa (PYME) que, enfrentando desafíos significativos para su continuidad, ha optado por explorar la venta de la empresa a través de una operación de Fusiones y Adquisiciones (M&A). En el contexto empresarial actual, las PYMES son vulnerables a una serie de factores internos y externos que pueden poner en peligro su supervivencia.

Esta investigación busca analizar algunos de los motivos que llevaron a la PYME en cuestión a considerar la venta como una estrategia de continuidad. Se examinarán los desafíos específicos que enfrenta la empresa, tales como la falta de sucesión familiar, la obsolescencia tecnológica, la competencia en el mercado, o dificultades financieras, entre otros. Además, se explorará el proceso de M&A desde la perspectiva de la PYME, incluyendo la valoración de la empresa, la negociación de los términos de la venta y la gestión de la transición.

El objetivo principal de esta tesis es proporcionar una visión integral de cómo una PYME puede abordar los problemas de continuidad a través de una operación de M&A. Se analizarán las ventajas y desventajas de esta estrategia, así como los factores críticos para el éxito de la transacción. A través de un estudio de caso detallado, se busca ofrecer recomendaciones prácticas y aplicables a otras PYMES que se encuentren en situaciones similares. Sobre todo, como sobrevivir al proceso de *Due Diligence*, donde muchas PyMEs quedan atascadas y no puede prosperar el proceso de venta.

De este objetivo, se desprenden objetivos específicos que abordaremos, como ser:

- Que es un proceso de M&A
- Que son las Pymes
- ¿Se puede integrar una PyME argentina a la cultura multinacional?
- Proceso de Due Diligence: ¿Oportunidad o Fracaso?
- Métodos de valuación de empresas, cómo entender lo que vale la empresa.

CAPITULO 1: El Proceso de Fusiones y Adquisiciones

Subsección 1.1: Introducción a las Fusiones y Adquisiciones

El proceso de Fusión y Adquisición (M&A) se refiere a las operaciones corporativas mediante las cuales dos o más empresas deciden unir sus negocios, ya sea a través de una fusión o una adquisición.

Una fusión representa la unificación de dos o más empresas en una nueva entidad o en una de las preexistentes. Esta unión puede materializarse de dos maneras principales:

- **Fusión por absorción:** la empresa adquirente absorbe por completo a otra (la adquirida). La firma adquirente, que conserva su nombre e identidad, asume todos los activos y pasivos de la compañía adquirida. Tras la fusión, esta última deja de existir como una entidad mercantil independiente, integrándose por completo en la estructura de la empresa adquirente.
- **Fusión por creación:** Aquí, dos o más empresas deciden unir sus fuerzas para crear una nueva entidad. Las empresas originales cesan su existencia jurídica independiente y sus activos y pasivos se transfieren a la nueva compañía, que surge como una entidad completamente nueva con su propia identidad y estructura.

Una adquisición implica la compra de una empresa por otra. En este escenario, la empresa adquirente toma el control de la empresa adquirida, integrándola a su propia estructura y operaciones. La empresa adquirida, por su parte, puede continuar existiendo como una subsidiaria de la empresa adquirente o puede ser completamente integrada en sus operaciones, perdiendo su identidad legal independiente.

“Las adquisiciones pueden clasificarse en diferentes tipos según la relación entre las empresas involucradas.

- **Adquisiciones horizontales:** La empresa adquirente y la empresa adquirida compiten en el mismo mercado u ofrecen productos o servicios similares. Este tipo de adquisición busca aumentar la cuota de mercado, eliminar competidores y lograr economías de escala.
- **Adquisiciones verticales:** La empresa adquirente y la empresa adquirida operan en diferentes etapas de la cadena de suministro. La adquisición vertical busca asegurar el suministro de materias primas, acceder a canales de distribución o integrar actividades complementarias.
- **Adquisiciones conglomeradas:** La empresa adquirente y la empresa adquirida operan en mercados o industrias diferentes y no relacionadas. Este tipo de adquisición busca diversificar el negocio, reducir la dependencia de un solo mercado o acceder a nuevas oportunidades de crecimiento.” (Ross, Westerfield & Jaffe, 2012)

“Es necesario entender las partes que participan del proceso para llevarlo a cabo de la mejor manera:

- Compañía Objeto de la Transacción: Es la empresa que está siendo vendida o fusionada en el proceso de M&A.
- Vendedor (Sell Side): El vendedor es la empresa o los accionistas que desean vender su participación en la empresa objetivo.
- Comprador (Buy Side): El comprador es la empresa o el grupo de inversores que desean adquirir la empresa objetivo.
- Asesores (Advisors - Buy Side / Sell Side): Son profesionales especializados en M&A, como bancos de inversión, consultores financieros o abogados. Los asesores brindan orientación estratégica, financiera y legal a compradores y vendedores en todas las etapas del proceso de M&A.
- Auditores: Son los contadores que revisan los estados financieros de la empresa objetivo. Emiten una opinión independiente sobre la precisión y confiabilidad de la información suministrada.
- Abogados (Buy Side / Sell Side): Abogados especializados en derecho corporativo y M&A. Asesoran a compradores y vendedores en aspectos legales de la transacción, como contratos, regulaciones y cumplimiento normativo. Redactan y revisan los acuerdos de compra, los contratos de fusión y otros documentos legales relevantes.
- Escribanos: Son profesionales del derecho que dan fe pública de los actos jurídicos. Los escribanos pueden participar en la formalización de la transacción, especialmente en aspectos relacionados con la transferencia de propiedad de activos” (Fermo)

De lo anteriormente expuesto podemos distinguir dos perspectivas diferentes en los procesos de M&A: el "sell-side" y el "buy-side".

El "sell-side" se centra en la venta de una empresa, donde el objetivo principal es maximizar el valor para los accionistas. Esto implica una preparación meticulosa, desde la auditoría interna hasta la valoración precisa y la creación de un memorándum de información confidencial atractivo para potenciales compradores. La búsqueda de compradores estratégicos, la gestión de la debida diligencia y la negociación de los términos del acuerdo son etapas cruciales. La confidencialidad y la gestión eficiente del tiempo son esenciales para lograr una venta exitosa.

Por otro lado, el "buy-side" se enfoca en la adquisición de empresas, con el objetivo de impulsar el crecimiento estratégico, crear valor y diversificar el negocio. La planificación estratégica es clave, definiendo objetivos claros y criterios de búsqueda. El Due Diligence, que abarca aspectos financieros, legales y operativos, es fundamental para identificar riesgos y oportunidades. La valoración precisa y la negociación de los términos del acuerdo son seguidas por la integración post-fusión, que requiere una planificación cuidadosa para lograr sinergias y evitar la pérdida de valor.

En ambas perspectivas, el asesoramiento profesional y la gestión de riesgos son pilares fundamentales para el éxito de las operaciones de M&A.

Subsección 1.2: Etapas del Proceso

El proceso de M&A es un proceso estratégico y complejo que exige una planificación y una ejecución precisa. Para el vendedor, este proceso representa una oportunidad única para convertir el valor de su empresa en resultados tangibles, ya sea por motivos de sucesión, un cambio en la estrategia empresarial, cambios culturales, la búsqueda de nuevos desafíos o la necesidad de obtener capital.

Existen diversas etapas que componen el proceso de M&A, abarca desde la preparación inicial y la identificación de compradores potenciales, hasta la negociación y el cierre de la transacción. Cada una de estas etapas presenta desafíos y oportunidades particulares que requieren una cuidadosa consideración y una toma de decisiones informada.

“Estas son:

1. Preparación:

- Pitch: El asesor (Advisor) presenta sus credenciales y experiencia al cliente potencial (Vendedor), buscando convencerlo de que es el socio adecuado para liderar el proceso de venta.
- Obtención del Mandato: Se firma un contrato que formaliza la relación entre el Vendedor y el Advisor, estableciendo los términos de la representación.
- Due Diligence (Advisor): El Advisor realiza una investigación exhaustiva del negocio del Vendedor para comprender a fondo su situación y preparar la documentación necesaria.
- "Vestir a la Novia": Se optimiza la presentación del negocio para resaltar sus puntos fuertes y hacerlo más atractivo para los compradores. También, en caso de PyMEs, se formaliza la operación de la empresa, dejándola preparada para el proceso.
- Valuación: Se determina un rango de precios justo y atractivo para el negocio, utilizando diferentes métodos de valoración.

2. Contacto con Compradores:

- Armado del Infomemo: Se elabora un documento de marketing confidencial que resume la información clave del negocio.
- Diseño de la Estrategia de Venta: Se define el enfoque y las tácticas para la venta, incluyendo la identificación de compradores potenciales.
- Armado de un "long list" de candidatos: Se identifica una lista inicial de compradores potenciales que podrían estar interesados en adquirir el negocio.
- Envío de las invitaciones ("teaser"): Se contacta a los compradores potenciales a través de un breve documento que presenta la oportunidad de forma concisa.
- Suscripción de los Acuerdos de Confidencialidad (NDA): Los compradores interesados firman acuerdos de confidencialidad para proteger la información sensible del Vendedor.
- Envío del Infomemo: Se envía el Infomemo a los compradores que han firmado el NDA y han mostrado interés en la oportunidad.

3. Negociación y Cierre:

- Recepción de las Propuestas No Vinculantes: Los compradores presentan ofertas iniciales que indican su interés y un rango de precios preliminar.
- Armado de un "Short List" de candidatos: Se selecciona un grupo reducido de compradores que han presentado las ofertas más atractivas.
- Preparación del Data Room: Se crea un espacio virtual donde se almacena y organiza toda la información relevante del negocio para la Due Diligence.
- Presentaciones de la gerencia y Visitas al sitio: Se organizan presentaciones y visitas para que los compradores conozcan de cerca el negocio.
- Recepción de las Propuestas Vinculantes: Los compradores presentan ofertas finales con el precio y los términos definitivos.
- Exclusividad: Se otorga un período de exclusividad a un comprador seleccionado para negociar los términos finales.
- Due Diligence de Compra: El comprador realiza una investigación exhaustiva del negocio para confirmar la información y evaluar los riesgos.
- Firma del Contrato de Compra Venta (Closing): Se firma el contrato que formaliza la venta del negocio.
- Pago del Precio: El comprador realiza el pago acordado al Vendedor.”
(Fermo)

En resumen, el proceso de M&A es un camino estratégico que requiere una combinación de preparación, conocimiento del mercado, habilidades de negociación y una gestión profesional de cada etapa. Al comprender y abordar cada uno de estos aspectos, el vendedor puede aumentar significativamente sus posibilidades de lograr una venta exitosa que cumpla con sus objetivos y maximice el valor de su empresa.

Subsección 1.3: Métodos de Valuación

Pueden existir diferentes métodos de valuación según la naturaleza de la operación, a continuación, se explicarán 4 métodos:

- **Cash Flow Discontinuado**

El concepto de flujo de efectivo descontado, también conocido como DCF (discounted cash flow), puede ser de ayuda para aprender cómo valorar un negocio, ya que calcula su valor actual tomando en consideración los ingresos previstos.

Lo que diferencia al DCF es su capacidad de ajustar dichas ganancias en base al concepto del "valor temporal del dinero". En pocas palabras, parte de la idea de que el dólar que tienes hoy en tu bolsillo vale más que ese mismo dólar en el futuro. Esto se debe a numerosos factores, incluyendo el aumento de la inflación.

Al tener en cuenta este factor clave, el propósito del flujo de efectivo descontado es proporcionar una visión más exacta del valor futuro de tu negocio en las actuales condiciones.

Pero el DCF no solo sirve para determinar el valor de un negocio. También se puede utilizar este cálculo para decidir si cualquier inversión que se haga en el negocio, como renovar maquinarias, terminará dando frutos. Es una herramienta muy versátil que sirve como guía en muchas de las decisiones financieras.

“Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

CF_i = flujo de fondos generado por la empresa en el período “i”.

VR_n = valor residual de la empresa en el año “n”.

K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

Aunque a simple vista pueda parecer que la fórmula anterior está considerando una duración temporal de los flujos, esto no es necesariamente así, ya que el valor residual de la empresa en el año “n” (VR_n) se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese período.

Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año “n” es suponer una tasa de crecimiento constante “g” de los flujos a partir de ese período, y obtener el valor residual en el año “n” aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante

$$\text{Perpetuity} = [CF_n * (1+g)] / (WACC-g)$$

A pesar de que los flujos pueden tener una duración indefinida (perpetuity), puede ser admisible despreciar su valor a partir de un determinado período, dado que su valor actual es menor cuanto más lejano es el horizonte temporal. Por otro lado, la ventaja competitiva de muchos negocios tiende a desaparecer al cabo de unos años.” (Fernandez, 2008)

La metodología del WACC consiste en calcular una tasa de rentabilidad o costo del capital promedio ponderado, teniendo en cuenta que las empresas se financian tanto con capital propio como con capital de terceros.

El WACC (coste medio ponderado del capital o Weight Average Cost of Capital) se calcula combinando el costo de los fondos propios Ke y el coste de la deuda Kd de la empresa analizada, considerando una estructura de capital basada en la media de las empresas que operan en mercados emergentes.

El cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$WACC = D/(D+E) * Kd * (1-T) + E/(D+E) * Ke$$

D= debt; E= equity; T= tax rate.

K_e : tasa de retorno requerida del capital propio después de impuestos (A1)

K_d : costo de la deuda antes de impuestos

T : tasa de impuesto a las ganancias

D : valor de mercado de la deuda

E : valor de mercado del capital propio

Como apreciamos en la fórmula, el retorno requerido es ponderado en proporción al monto relativo de Capital de terceros (K_d) y capital propio (K_e) que constituyen el mix de financiación de la base de capital inmovilizada de la empresa.

1. RENTABILIDAD SOBRE EL CAPITAL PROPIO (K_e)

Para calcular la tasa de retorno requerida del capital propio (K_e), se ha aplicado el Modelo de Valoración de Activos Financieros (Capital Asset Pricing Model - CAPM). La fórmula de cálculo del costo del capital propio según dicha metodología es:

$$K_e = R_f + R_p + [B_e (R_m - R_f)]$$

(a) TASA LIBRE DE RIESGO (R_f)

La tasa libre de riesgo es el rendimiento que puede obtener un activo libre de riesgo. La mayoría de los autores concuerdan que para que un activo sea considerado libre de riesgo, el rendimiento efectivo tiene que ser igual al rendimiento esperado. De esta manera no existen desviaciones alrededor del rendimiento esperado. Un activo libre de riesgo no tiene riesgo de incumplimiento (default risk) ni riesgo de reinversión (reinvestment risk).

(b) TASA DE RIESGO PAIS (R_p)

El riesgo país o riesgo soberano es una prima o porcentaje que usualmente se adiciona a la tasa libre de riesgo para medir el retorno adicional esperado por invertir en el país donde se está valuando la inversión.

(c) PRIMA DE RIESGO DE MERCADO ($R_m - R_f$)

La prima de riesgo de mercado mide el retorno adicional esperado por sobre la tasa libre de riesgo, por invertir en el mercado en su conjunto, es decir en un portfolio diversificado. Es el riesgo sistemático que se origina por la existencia de factores macroeconómicos que afectan a todas las empresas de la economía.

(d) *BETA DE LA INDUSTRIA (Be)*

El beta de la industria mide el riesgo de volatilidad esperada de un grupo de empresas que forman un segmento del mercado específico, con respecto al mercado en su conjunto. Un beta menor a uno indica que dicha industria tiene un riesgo específico menor y por lo tanto una rentabilidad menor que el rendimiento del mercado en su conjunto. Un beta mayor a uno indica un riesgo específico mayor y una rentabilidad mayor al de un portfolio diversificado.

2. TASA DE DEUDA (Kd)

La tasa de endeudamiento de una empresa depende del nivel de deuda total de dicha empresa, su estructura de vencimientos y del riesgo crediticio asociado a la misma, medido por agencias calificadoras de riesgo. La prima de deuda refleja el retorno adicional requerido por los proveedores de financiamiento, por mantener deuda privada de una empresa en lugar de deuda pública del país en el cual opera dicha empresa.

3. ESTRUCTURA DE ENDEUDAMIENTO

El grado de apalancamiento financiero impacta en el monto de capital propio requerido de la misma manera que es necesario para determinar el valor del capital de tercero. El apalancamiento también aparece en la estimación del beta del capital propio y, por lo tanto, también influye en la definición del retorno ajustado por el riesgo sobre el monto de capital propio invertido.

En la práctica se sostiene que la estructura de capital utilizada para el cálculo del WACC debe basarse en una estructura financiera según el valor de libros.

- **Valuación por múltiplos**

“La valuación por múltiplos son medidas que permiten hacer un cálculo rápido para estimar el valor de una empresa y constituyen muchas veces aproximaciones razonables para determinar un valor estimado. Los guarismos calculados a partir de los múltiplos son objeto de comparación entre las empresas o industrias similares, derivándose a partir de los valores de los activos, otras valoraciones que inciden en el proceso de precios de los bienes.

Las principales relaciones de múltiplos que se emplean están estandarizadas y entre ellas se destacan como variables a las ganancias operativas o netas, al flujo de caja y a valores de libros. Un múltiplo usual utilizado en los análisis bursátiles es el denominado Price / Earnings (PE) (es un ratio que compara el precio de una acción con sus ganancias por acción), otro ratio común en estos análisis es el Price / Book Value (PBV) (es un indicador financiero que compara el valor de mercado de una empresa con su valor contable). El analista pretende dilucidar si las empresas están sobrevaluadas o subvaluadas y para ello aplicará indicadores que luego comparará con las demás empresas del mismo sector. En el cuadro siguiente podemos apreciar los índices múltiplos más comunes que los analistas utilizan”:

Basados en Valores de Mercado	Basados en Estados de Resultados	Basados en el Cash Flow	Otros
Price Earning	Price / EBIT	Price / Operative Cash Flow	Cantidad de Clientes
Price/Book Value	Price / EBITDA	Price/Equity Cash Flow	Cantidad de Abonados
Q de Tobin	Price / Ventas	FCF Yield	
		FCF/ Div	

(Reuter)

- **Transacciones comparables**

La valoración de empresas por transacciones comparables se fundamenta en la teoría de la valoración relativa, que sostiene que el valor de un activo puede estimarse comparándolo con activos similares cuyos precios de mercado son conocidos. Este método, ampliamente utilizado en finanzas corporativas, se basa en la premisa de que empresas con características similares, operando en el mismo sector y bajo condiciones económicas parecidas, deberían tener valores de mercado cercanos.

El proceso de valoración implica, en primer lugar, la identificación de transacciones recientes de fusiones y adquisiciones que involucren a empresas comparables a la empresa objetivo. La comparabilidad se evalúa en función de factores como el sector industrial, el tamaño, la tasa de crecimiento, la rentabilidad y el riesgo. Una vez identificadas las transacciones comparables, se recopilan datos financieros y detalles de las transacciones, incluyendo los precios pagados y los múltiplos de valoración resultantes. Los múltiplos de valoración se utilizan para estandarizar la comparación y eliminar las diferencias de escala entre las empresas.

La aplicación de los múltiplos de valoración a la empresa objetivo se realiza calculando el promedio o la mediana de los múltiplos de las transacciones comparables y aplicándolos a los datos financieros relevantes de la empresa objetivo. Este proceso proporciona una estimación del valor de la empresa objetivo basada en el valor implícito en las transacciones comparables. Sin embargo, es importante realizar ajustes y consideraciones para tener en cuenta las diferencias específicas entre las empresas comparables y la empresa objetivo, así como las condiciones del mercado y otros factores relevantes.

El modelo de transacciones comparables se basa en la Teoría de la Valoración Relativa, que sostiene que el valor de un activo se determina en relación con el valor de activos similares. Esta teoría se opone a la Teoría de la Valoración Intrínseca, que busca determinar el valor de un activo en función de sus flujos de efectivo futuros y otros factores fundamentales.

Joshua Rosenbaum y Joshua Pearl, en su libro "Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions", reconocen las limitaciones del método, como la dependencia de datos y la dificultad de encontrar comparables perfectos, y subraya la importancia de combinarlo con otras técnicas de valoración, como el flujo de caja descontado.

- **Valor de Liquidación**

Es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación).

A partir del ejemplo de la Tabla 2, si los gastos de indemnización a empleados y todos los demás gastos asociados a la liquidación de la empresa Abascal S.A. fuesen 60 millones, el valor de liquidación de las acciones sería 75 millones (135-60).

Lógicamente, la utilidad de este método está restringida a una situación muy concreta, como es la compra de la empresa con el fin de liquidarla posteriormente. Pero siempre representa el valor mínimo de la empresa, ya que normalmente el valor de una empresa suponiendo su continuidad es superior a su valor de liquidación. (Fernandez, 2008)

Tabla 2

Empresa Abascal S.A. Balance ajustado (millones de euros)

ACTIVO	Tesorería	5	PASIVO	Proveedores	40
	Deudores	8		Deuda bancaria	10
	Inventarios	52		Deuda a largo	30
	Activos fijos	150		Capital y reservas	135
	Total activo	215		Total pasivo	215

Subsección 1.4: Due Diligence

El proceso *Due Diligence* es la investigación de una persona o empresa. Llevar a cabo el proceso significa adquirir un conocimiento profundo del vendedor, a través de una amplia variedad de áreas y en diferentes contextos.

En el contexto de las fusiones y adquisiciones, las partes utilizan el proceso de Due Diligence para recabar información sobre la otra parte y sobre la empresa o los activos que están a la venta. Es de suma importancia para el comprador

Según el Black's Law Dictionary, Due Diligence en un contexto de "Sociedades y valores" significa la investigación y el análisis por parte de un posible comprador o agente de una empresa objetivo, una propiedad o un valor recién emitido. En ocasiones, omitir el Due Diligence puede acarrear responsabilidades, como cuando un corredor recomienda un valor sin haberlo investigado antes adecuadamente.

Según Thomson Reuters, en su artículo Due Diligence de 2024, "Para los abogados, el Due Diligence es una de las tareas más cruciales para un cliente que planea una compra o fusión. Los equipos de diligencia garantizan que la operación no sea contraproducente y perjudique las operaciones del

cliente. Para ello, el equipo debe establecer el perfil de riesgo del vendedor examinando sus acciones pasadas, su situación actual y sus ambiciones futuras.

Retos y tipos de Due Diligence

El reto más destacado en las primeras fases del proceso suele ser no saber qué preguntas hacer. Esto se debe a varios factores, como la falta de información inicial, la complejidad del proceso y la falta de tiempo.

Luego hay varios tipos de diligencia debida que se dividen en dos categorías generales: diligencia debida «dura» y diligencia debida «blanda», aunque hay muchos solapamientos entre ambas.

- **Dura**

Es un estudio de los hechos sobre una posible compra: análisis de cifras y datos.

Significa profundizar en los registros financieros, los estados financieros, los contratos, los acuerdos de licencia y los procedimientos judiciales. Además, se trata de determinar los riesgos y obligaciones fiscales del vendedor y evaluar si el objetivo cumple las distintas normativas y leyes.

Las áreas de diligencia en este caso incluyen:

- Operativa
- Fiscal
- Jurídica
- En materia de propiedad intelectual

- **Blanda**

En su versión “blanda” investiga la cultura empresarial del vendedor. Los equipos de diligencia analizan cómo funciona la empresa del vendedor, desde sus directivos hasta sus empleados, pasando por sus clientes, y qué grado de dificultad de integración podrían plantear.

Las áreas de diligencia en este caso incluyen:

- Comercial
- Recursos humanos
- Medioambiental

Cómo llevar a cabo el Due Diligence

Organizar y llevar a cabo el proceso para una operación de fusión y adquisición requiere mucha preparación y coordinación. Una vez que la operación se pone en marcha, el comprador y sus abogados suelen seguir la siguiente estrategia:

1. Definir las tareas. Tomar nota de qué áreas pueden presentar riesgos potenciales para el comprador y cuáles podrían requerir más tiempo de revisión.

2. Formar el equipo. Asegúrese de contar con los expertos pertinentes si, por ejemplo, requerirá un trabajo sustancial de evaluación de los impuestos, los bienes inmuebles, la propiedad intelectual u otras áreas del vendedor.
3. Presentar solicitudes y obtener acceso a la información.
4. Llevar a cabo el proceso.

Al revisar los materiales, los equipos buscan documentos que puedan afectar negativamente a la transacción. Esto podría ir desde una obligación de deuda inesperada que vence a corto plazo, a la propiedad intelectual que no tiene una cadena de propiedad clara, a un directivo o empleado que está violando la ética profesional.” (O’Leary, 2024)

En el proceso anteriormente descrito el comprador busca encontrar, entre otras cosas, cualquier irregularidad, (legal, fiscal, medioambiental, etc.) que la empresa vendedora pueda tener. El objetivo es poder cuantificar dichas irregularidades o contingencias para poder valuarlas e incluirlas dentro del contrato de compra-venta como retenciones del pago de precio final.

Muchas veces los procesos de M&A no prosperan dada la cantidad o calidad de irregularidades o posibles contingencias encontradas en el proceso de Due Diligence.

En "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings" de Patrick A. Gaughan, “el proceso Due Diligence se presenta como un proceso crítico y multifacético en cualquier operación de M&A. No es simplemente una formalidad, sino una investigación exhaustiva diseñada para revelar los riesgos y oportunidades inherentes a la empresa objetivo. Un proceso efectivo va más allá de la mera revisión de estados financieros, abarcando aspectos legales, operativos, comerciales y culturales.

Debe ser un proceso adaptado a las características específicas de cada transacción. Se destaca la importancia de identificar y evaluar los riesgos potenciales, como pasivos ocultos, litigios pendientes, problemas de cumplimiento normativo y riesgos operativos.

También, juega un papel crucial en la valoración de la empresa objetivo, proporcionando información detallada que puede influir en el precio de compra.

Se debe contar con un equipo multidisciplinario para llevar a cabo el proceso, incluyendo expertos en finanzas, derecho, operaciones y recursos humanos. Con necesidad de una comunicación clara y una coordinación efectiva entre los miembros del equipo para garantizar que todos los aspectos relevantes sean cubiertos.

Un Due Diligence bien ejecutado es esencial para minimizar los riesgos y maximizar el valor en una operación de M&A.” (Gaughan, 2018)

Subsección 1.5: Estrategias de crecimiento

Existen diversas estrategias de crecimiento para las cuales puede adoptarse un proceso de Fusión o Adquisición. Entre ellas se destacan:

- Expansión horizontal
- Expansión vertical
- Diversificación
- Adquisición de nuevas tecnologías o capacidades
- Consolidación del mercado

El éxito de estas estrategias depende de un análisis estratégico del mercado y las capacidades internas, identificar riesgos y oportunidades, una integración post-fusión efectiva para lograr sinergias, y una gestión del cambio hábil para superar la resistencia.

Segun Patrick A. Gaughan, en "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings", las estrategias se enfocan en:

- **Expansión Horizontal**

Busca aumentar la cuota de mercado y eliminar competidores, lo que puede resultar en un mayor poder de fijación de precios. Se presta especial atención a la necesidad de evaluar la superposición de clientes y productos, así como la compatibilidad de los sistemas de distribución y comercialización.

Existen desafíos de la integración cultural, especialmente cuando las empresas tienen diferentes estilos de gestión y valores corporativos. Es importante realizar un análisis detallado de las sinergias potenciales, tanto en términos de ingresos como de costos.

- **Expansión Vertical**

Esta estrategia puede reducir la dependencia de proveedores externos, lo que puede ser crucial en sectores donde el suministro de materias primas es volátil o incierto.

Se analiza la importancia de evaluar la capacidad de la empresa adquirente para gestionar las nuevas operaciones, especialmente cuando se trata de actividades muy diferentes a su negocio principal.

La expansión vertical puede aumentar la eficiencia y reducir los costos de transacción, pero también puede aumentar la complejidad operativa y los riesgos de integración.

- **Diversificación**

Existe la diversificación relacionada, donde la empresa ingresa a sectores que tienen sinergias con su negocio principal, y la diversificación no relacionada, donde la empresa ingresa a sectores completamente nuevos. Esta última puede llevar a la dilución del enfoque estratégico y a la pérdida de valor para los accionistas.

Es importante evaluar el potencial de crecimiento y la rentabilidad del nuevo sector, así como la capacidad de la empresa adquirente para competir en ese sector.

- **Adquisición de Nuevas Tecnologías o Capacidades**

Esta estrategia puede permitir a las empresas acelerar su proceso de innovación y obtener una ventaja competitiva en mercados de rápido cambio.

Se presta especial atención a la necesidad de evaluar la compatibilidad tecnológica y la capacidad de integrar las nuevas tecnologías en las operaciones existentes.

La adquisición de nuevas tecnologías puede requerir una inversión continua en investigación y desarrollo, así como la capacidad de atraer y retener talento especializado.

- **Consolidación del Mercado**

Puede permitir a las empresas aumentar su poder de mercado y reducir la competencia, lo que puede resultar en una mayor rentabilidad.

Se advierte sobre los riesgos de monopolio y la necesidad de cumplir con las leyes antimonopolio, especialmente en sectores altamente concentrados.

Es importante evaluar el impacto de la consolidación en los clientes y proveedores, así como la capacidad de la empresa adquirente para gestionar la integración de las diferentes operaciones.”

(Gaughan, 2018)

Subsección 1.6: Objetivos del proceso de M&A

Los objetivos más comunes en un proceso de M&A suelen ser:

- **Crecimiento y Expansión**

Se centra en impulsar el alcance y la presencia de la empresa. Esto se logra mediante la adquisición de competidores o empresas complementarias para aumentar la cuota de mercado, ingresar a nuevos mercados geográficos o diversificar la oferta de productos y servicios. Al expandirse, la empresa busca fortalecer su posición competitiva, acceder a nuevas oportunidades de negocio y aumentar su base de clientes, lo que a su vez impulsa el crecimiento de los ingresos y la rentabilidad.

- **Sinergias y Eficiencia**

Las sinergias y la eficiencia son objetivos cruciales en las M&A, ya que buscan optimizar los recursos y reducir los costos. Esto se logra mediante la combinación de operaciones, la eliminación de redundancias y la implementación de mejores prácticas. Las economías de escala permiten reducir los costos unitarios al aumentar el volumen de producción, mientras que la mejora de la eficiencia operativa optimiza los procesos y reduce los tiempos de ciclo. Al compartir recursos y tecnologías, las empresas pueden acceder a nuevas capacidades y conocimientos, lo que impulsa la innovación y mejora la productividad.

- **Diversificación y Reducción de Riesgos**

La diversificación y la reducción de riesgos son objetivos estratégicos clave en las M&A, ya que buscan proteger a la empresa de las fluctuaciones del mercado y otros riesgos. Al diversificar las fuentes de ingresos y reducir la dependencia de un solo mercado o producto, la empresa puede mitigar el impacto de las condiciones económicas adversas. Además, la adquisición de empresas en sectores menos cíclicos o con flujos de efectivo más estables puede proporcionar una mayor estabilidad financiera. La diversificación también permite a la empresa acceder a nuevas tecnologías y patentes, lo que fortalece su posición competitiva y reduce el riesgo de obsolescencia.

- **Acceso a Talento y Capacidades**

El acceso a talento y capacidades es un objetivo fundamental en las M&A, ya que busca fortalecer el capital humano y el conocimiento técnico de la empresa. La adquisición de empresas con equipos de trabajo altamente calificados y con experiencia en áreas clave permite a la empresa incorporar talento especializado y conocimientos técnicos valiosos. Además, la incorporación de nuevas capacidades y conocimientos puede impulsar la innovación y el desarrollo de nuevos productos o servicios. Al fortalecer su capital humano, la empresa puede mejorar su capacidad de ejecución y su posición competitiva en el mercado.

- **Aumento del Valor para los Accionistas**

El objetivo último de una M&A es aumentar el valor para los accionistas, lo que se logra mediante el incremento de la rentabilidad y el valor de la empresa. Al generar sinergias y mejorar la eficiencia, la empresa puede aumentar sus ingresos y reducir sus costos, lo que se traduce en mayores beneficios. Además, el crecimiento estratégico y la diversificación pueden generar confianza en los inversores, lo que impulsa el precio de las acciones. En última instancia, las M&A buscan generar valor a largo plazo para los accionistas, ya sea a través de mayores dividendos o un aumento en el precio de las acciones.

- **Sucesión Empresarial**

El objetivo de una operación de M&A centrada en la sucesión empresarial se arraiga en la necesidad de asegurar la continuidad y el legado de una empresa, especialmente en contextos de empresas familiares o aquellas con líderes clave próximos a la jubilación. Este objetivo se alinea con la teoría de la agencia, que destaca la importancia de alinear los intereses de los propietarios con los de la gestión, y con la teoría de los recursos y capacidades, que subraya la importancia de preservar y transferir el conocimiento y las habilidades clave de la empresa. En este sentido, el M&A se convierte en un mecanismo estratégico para facilitar la transición de liderazgo, ya sea mediante la incorporación de un equipo directivo externo o la promoción de talento interno, garantizando así la estabilidad y el crecimiento futuro de la organización. Además, el M&A puede ofrecer una vía para que los propietarios salientes obtengan liquidez y diversifiquen su patrimonio, al tiempo que aseguran que su legado empresarial perdure en manos competentes.

Subsección 1.7: Casos de Éxito

Según las estrategias previamente expuestas podemos analizar los siguientes casos de éxitos en los procesos de M&A:

- **Expansion Horizontal**

- Disney y 21st Century Fox

Disney adquirió gran parte de los activos de entretenimiento de 21st Century Fox. Esto fortaleció la posición de Disney en la producción de contenido cinematográfico y televisivo. Amplió su biblioteca de propiedades intelectuales (por ejemplo, los X-Men se unieron al Universo Cinematográfico de Marvel). Aumentó su cuota de mercado en la industria del entretenimiento.

- HSBC y Grupo Financiero Galicia

Grupo Financiero Galicia adquiere los negocios de HSBC en Argentina. De esta forma el Grupo financiero Galicia se transforma en el segundo banco más grande del país, aumentando su cuota de mercado en el sector financiero.

- **Expansion Vertical**

- Amazon y Whole Foods Market:

Amazon adquirió la cadena de supermercados Whole Foods Market. Integró la cadena de suministro de alimentos frescos con su plataforma de comercio electrónico, amplió su presencia física en el mercado de alimentos y mejoró su capacidad de entrega de productos frescos.

- **Diversificación:**
 - Microsoft y LinkedIn

Microsoft adquirió la red social profesional LinkedIn. Diversificó la oferta de Microsoft hacia el mercado de redes profesionales, integró los datos de LinkedIn con sus productos y servicios empresariales y permitió a Microsoft fortalecer su presencia en el mercado profesional.

- **Adquisición de Nuevas Tecnologías o Capacidades:**
 - Facebook (Meta) y WhatsApp

Facebook adquirió la aplicación de mensajería instantánea WhatsApp. Adquirió una tecnología de mensajería móvil líder en el mercado, expandió su alcance en el mercado de la comunicación móvil. Logro acceder a una gran base de usuarios en mercados emergentes.

- **Consolidación del Mercado:**
 - Kraft Foods y Heinz:

Se fusionaron para formar Kraft Heinz. Consolidaron su posición en la industria de alimentos procesados, redujeron costos mediante la combinación de operaciones. Aumentaron su poder de negociación con proveedores y minoristas.

- Las grandes farmacéuticas:

Las farmacéuticas realizan constantes fusiones y adquisiciones, para consolidar su poder de mercado, y aumentar su capacidad de investigación. Aumentando el poder de mercado, tienen un mayor control sobre los precios y reducen la competencia.

Otros casos de éxito en procesos de M&A son:

- Disney y Pixar (2006): Disney adquirió Pixar Animation Studios. Revitalizó la producción de animación de Disney. Fortaleció la posición de Disney en la industria del cine de animación.
- Pfizer y Wyeth (2009): Pfizer adquirió Wyeth lo que permitió a Pfizer diversificar su cartera de productos, especialmente en el área de biológicos. Fortaleció su presencia en mercados emergentes. Consolidó a Pfizer como una de las mayores farmacéuticas del mundo.
- Roche y Genentech (2009): Roche adquirió la totalidad de Genentech, una empresa pionera en biotecnología. Lo que le dio acceso a una cartera de medicamentos biológicos innovadores, especialmente en oncología.
- Pfizer y Seagen (2023): Pfizer adquirió Seagen, expandiendo el portafolio de Pfizer en tratamientos contra el cáncer. Refuerza la posición de Pfizer en el mercado de la oncología.

Subsección 1.8: Asignación del Precio de Compra

La Asignación del Precio de Compra (PPA) es un proceso contable crucial que sigue a una fusión o adquisición (M&A). Tras el cierre de la operación, el precio pagado por la empresa adquirida debe ser registrado. Este proceso asegura que los estados financieros consolidados reflejen con precisión la nueva realidad de la empresa adquirida.

La alineación de principios contables es el primer paso en el PPA. Es posible que la empresa adquirida use normas contables diferentes a las de la adquirente, requiriendo ajustes para homogeneizar los estados financieros. Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF o IFRS) son estándares globales que a menudo se utilizan como referencia. El valor razonable es el precio de mercado de un activo o pasivo, y su determinación es esencial para el PPA, ya que muchos activos y pasivos se reevalúan a este valor.

El fondo de comercio (goodwill) representa el exceso del precio de compra sobre el valor razonable de los activos netos adquiridos. El PPA puede tener un impacto significativo en los estados financieros futuros, afectando la rentabilidad y la capacidad de distribuir dividendos. Las sinergias son los beneficios combinados que se esperan de la M&A, y el PPA ayuda a identificar y cuantificar estos beneficios.

La Norma Internacional de Información Financiera 3, trata sobre Combinaciones de negocios, y su objetivo es mejorar la relevancia, fiabilidad y comparabilidad de la información sobre combinaciones de negocios y sus efectos que una entidad que informa proporciona en sus estados financieros. Para la consecución del señalado objetivo esta NIIF establece principios y requerimientos sobre cómo la entidad adquirente:

- (a) Reconocerá y valorará en sus estados financieros los activos adquiridos identificables, los pasivos asumidos y cualquier participación no dominante en la entidad adquirida.
- (b) Reconocerá y valorará el fondo de comercio adquirido en la combinación de negocios o una ganancia procedente de una compra en condiciones muy ventajosas.
- (c) Determinará qué información se ha de revelar para permitir a los usuarios de los estados financieros evaluar la naturaleza y los efectos financieros de la combinación de negocios.

((IASB), 2020)

Según el informe de EverYield Capital, en este método de adquisición, la empresa adquirente contabilizará, en la fecha de adquisición, los activos y pasivos identificados en la combinación de negocios. Asimismo, cualquier exceso en la compra, sobre el valor razonable, de los activos y pasivos identificables se registrará como fondo de comercio.

Con el fin de comprender mejor en qué consiste el proceso del PPA es conveniente estructurarlo en 4 fases:

- **Fase 1 – Entendimiento de la transacción**

En primer lugar, hay entender qué activos y pasivos han sido adquiridos para determinar el coste total de la combinación de negocios. Este coste incluye, además del precio de compra de los activos y pasivos, los costes de transacción.

- **Fase 2 – Identificación de los activos y pasivos adquiridos**

De acuerdo con el marco de información financiera de aplicación se debe identificar los activos y pasivos que son susceptibles de valoración. En este paso es necesario la identificación de las Unidades Generadoras de Efectivo (UGE's), siendo estas el grupo más pequeño de activos capaz de generar flujos de efectivo y que se pueden diferenciar de otros activos u otras UGE's. Un ejemplo de UGE sería la adquisición de una cartera de clientes la cual necesita de cierta maquinaria para la generación de flujos de caja y tiene asociado un préstamo con una entidad financiera para las necesidades operativas de fondo de dicha cartera.

- **Fase 3 – Valoración de los activos y pasivos adquiridos**

Estimar el valor razonable de los activos y pasivos adquiridos en la fecha de adquisición. Este valor razonable puede ser determinado de acuerdo con tres enfoques de valoración. Estos son, el enfoque del “coste”, de “mercado” y de “ingresos”.

- Enfoque del coste

Este enfoque de valoración utiliza como indicador del valor razonable, el concepto de coste de reposición. La hipótesis de este enfoque consiste en que un inversor prudente no pagaría más por un activo que el importe por el cual se puede sustituir. Este coste de reposición, referido al coste de reemplazar el activo por otro con el mismo rendimiento usando los materiales y costes de personal actuales, establece el valor máximo que un inversor prudente estaría dispuesto a pagar.

El coste de reposición tiene que ser ajustado por la pérdida de valor por deterioro físico, obsolescencia funcional, tecnológica y económica. La idea subyacente es que un activo existente nos proporcionará un rendimiento menor que uno nuevo y por lo tanto el valor de ese activo será inferior.

El deterioro físico es la pérdida de valor, causada por el desgaste, que reduce la vida útil de un activo. La obsolescencia funcional es la pérdida de valor sufrida debido a la falta de capacidad del activo para llevar a cabo las funciones para las que fue creado. Obsolescencia tecnológica es la pérdida de valor referida al descubrimiento de nuevos materiales y a los cambios tecnológicos en general. La obsolescencia económica es la pérdida de valor debido a cambios basados en factores externos al activo como los económicos de la industria, nueva legislación, etc.

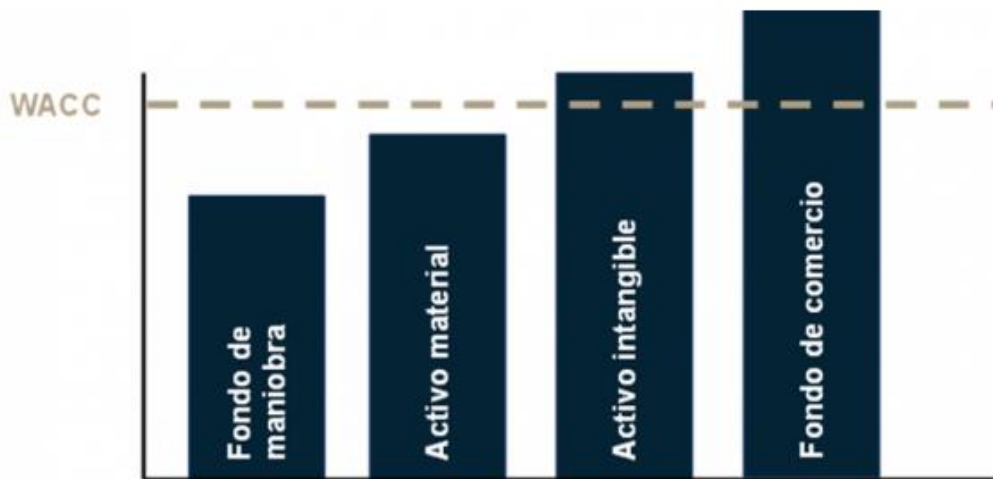
- Enfoque de mercado

El enfoque de mercado es un método de valoración que se emplea para determinar el valor razonable, en base a los precios de mercado de transacciones similares o sobre la valoración en mercados de oferta pública de acciones de compañías comparables. El proceso de valoración es fundamentalmente el de comparar el activo, objeto de valoración, con otro activo de características similares en el mercado. Es importante tener en cuenta consideraciones tales como localización y momento en que se produjo la venta, así como otras características físicas del activo que son analizadas para su comparación.

Este enfoque suele considerarse como el más efectivo a la hora de determinar el valor de un activo, aunque tiene ciertas limitaciones: número limitado de transacciones, información limitada por transacciones privadas, publicaciones limitadas, o la comparabilidad limitada debido a las características únicas de ciertos activos, en especial los intangibles.

- Enfoque de ingresos

Este método de valoración consiste en determinar el valor razonable de los flujos de caja que se espera que el activo genere a lo largo de su vida útil. Para aplicar este método en primer lugar se deben estimar los flujos de caja anuales después de impuestos que el activo generará a lo largo de su vida útil y actualizarlos al valor presente, empleando una tasa de retorno que tendrá en cuenta tanto el riesgo asumido, como el paso del tiempo. En segundo lugar, se estimará el valor residual al final de su vida útil y posteriormente se actualizará a una tasa de retorno. En tercer lugar, los valores presentes, correspondientes a los flujos de caja estimados después de impuestos, serán sumados al valor residual actual de los flujos de caja para obtener una estimación del valor razonable del activo.



1Calculando el WACC

Estimado el valor de los activos, se hace necesario llevar a cabo un test de razonabilidad, consistente en determinar el retorno medio ponderado de los activos (WARA, por sus siglas en inglés “weighted average return on assets”). El valor del WARA deberíamos compararlo con el valor del WACC

obteniendo resultados similares, puesto que el WACC puede ser visto como el promedio ponderado de la tasa de retorno requerida para cada uno de los activos del negocio adquirido.

La comparación del WACC y WARA permite al experto conciliar las tasas de retorno requeridas por los proveedores de capital con las tasas de retorno obtenidas por los diferentes tipos de activos. De este modo, el cálculo del WARA nos ayuda a evaluar la razonabilidad de las tasas de retorno aplicado a cada uno de los activos identificados.

del mismo y se descuenta a su valor actual.

- **Fase 4 – Cálculo del fondo de comercio**

Por último, si la diferencia entre el coste de la combinación de negocios y el valor neto de los activos y pasivos adquiridos a la fecha de adquisición resulta positiva, se contabiliza como fondo de comercio en el activo del balance. Si por el contrario resulta negativa, se reconoce como ingreso dentro del resultado de explotación. Al fondo de comercio se le deben aplicar los criterios contenidos en las normas particulares sobre inmovilizado intangible.

(EverYield-Capital)

CAPITULO 2: Que son las Pequeñas y Medianas Empresas (PyME)

Subsección 2.1: Definición de PyME

PyME es una sigla que significa "pequeñas y medianas empresas", y refiere a todo el universo de empresas, salvo las que tiene mayor porte en cantidad de empleados y facturación.

Las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPYME) son el motor de la economía mundial, representando el 90% de las empresas, generando entre el 60 y el 70% del empleo y contribuyendo con el 50% del PIB global. Su importancia trasciende lo económico, ya que fomentan la inclusión social, impulsan el desarrollo y brindan oportunidades cruciales para grupos vulnerables como mujeres y jóvenes.

A pesar de su relevancia, las MiPYME enfrentan desafíos significativos, como el acceso limitado a financiamiento, la falta de capacitación y la competencia con grandes empresas. Sin embargo, su potencial de crecimiento y adaptación, especialmente en la era digital, es enorme. El apoyo a través de políticas públicas y programas de desarrollo es esencial para fortalecerlas, permitiéndoles superar obstáculos y maximizar su contribución al crecimiento económico inclusivo y sostenible.

Según la Organización Internacional del Trabajo (OIT), "las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPYME) son fundamentales para la promoción del trabajo digno, el crecimiento económico y la justicia social. A pesar de su importancia, las micro, pequeñas y medianas empresas se enfrentan al triple reto de la baja productividad, las malas condiciones de trabajo y la alta vulnerabilidad a los choques económicos, políticos y medioambientales.



((OIT))

Subsección 2.2: Que es MiPyME en Argentina

Actualmente, se adoptó el termino MiPyMes (micro, pequeñas y medianas empresas), de manera de incluir a las microempresas, es decir a los emprendimientos unipersonales o de pocas personas con una facturación pequeña.

En Argentina, una MiPyME es una micro, pequeña o mediana empresa que realiza, en el país, sus actividades en alguno de estos sectores: servicios, comercial, industrial, agropecuario, construcción o minero. Puede estar integrada por una o varias personas y su categoría se establece de acuerdo a la actividad declarada, a los montos de las ventas totales anuales o a la cantidad de empleados.

Según su Facturación:

Podrán inscribirse en el “Registro” siempre que sus valores de ventas totales anuales no superen los topes establecidos en el siguiente cuadro:

Categoría	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y minería	Agropecuario
Micro	569.050.000	266.790.000	1.371.080.000	940.600.000	661.490.000
Pequeña	3.376.460.000	1.608.430.000	9.766.640.000	7.028.260.000	2.436.680.000
Mediana tramo 1	18.838.350.000	13.312.440.000	46.423.090.000	50.022.750.000	14.339.940.000
Mediana tramo 2	28.254.420.000	19.012.110.000	66.319.160.000	101.070.840.000	22.744.110.000

Ilustración 2 ¿Qué es una MiPyME? 2025 - www.argentina.gob.ar

Actividades excluidas

No serán consideradas micro, pequeñas ni medianas empresas, aquellas que tengan como principal alguna de las siguientes:

- Servicios de hogares privados que contratan servicio doméstico.
- Servicios de organizaciones y órganos extraterritoriales.
- Administración pública, defensa y seguridad social obligatoria.
- Servicios relacionados con juegos de azar y apuestas.
- Los socios de sociedades/ directores que no ejerzan una actividad independiente.

Personal ocupado

En caso de actividades comisionistas, consignatarios o de agencias de viaje, no se observarán las ventas ni el activo sino la cantidad de empleados. Por lo que podrán inscribirse en el Registro aquellas empresas que cumplan con la siguiente cantidad de empleados según el rubro o el sector:

Tramo	Servicios	Comercio
Micro	7	7
Pequeña	30	35
Mediana Tramo 1	165	125
Mediana Tramo 2	535	345

(Argentina.gob.ar)

Relaciones de vinculación y control

Una empresa está vinculada a otra, cuando participa de entre un 20 % y un 50% del capital de la primera. Para formar parte del Registro es necesario que todas las vinculadas completen su inscripción y que cumplan, de forma individual, con los requisitos MiPyME.

Una empresa forma parte de un grupo económico si es controlante o es controlada por otra empresa. Es decir, cuando participa en forma directa o por intermedio de otra empresa, a su vez controlada, en más del 50 % del capital de la primera o cuando otra empresa participa en más del 50% de su capital.

La actividad principal será la actividad principal de la controlante del grupo económico, y para el cálculo de las ventas totales anuales se considerarán los montos de las ventas totales anuales netas en pesos consolidadas del grupo (sin tener en cuenta las transacciones entre grupo).

Cuando existan relaciones de vinculación o control con empresas extranjeras, se deberá consignar el valor total de ventas de las mismas, contemplando el 100% de las exportaciones.

Subsección 2.3: Características y Relevancia de las PyMES en Argentina y en el Mundo

Las PYMES, más allá de su tamaño y estructura, se distinguen por una serie de características operativas que moldean su funcionamiento y su papel en la economía. Su flexibilidad y adaptabilidad son cualidades esenciales, permitiéndoles responder con agilidad a los cambios del mercado y a las necesidades de sus clientes. Esta capacidad de reacción rápida les confiere una ventaja competitiva en entornos dinámicos.

La cercanía con el cliente es otra característica distintiva de las PYMES. Al tener una relación más directa y personalizada, pueden comprender mejor las necesidades de sus clientes y ofrecer

soluciones a medida. Sin embargo, esta cercanía también puede significar una mayor dependencia de un número reducido de clientes, lo que puede representar un riesgo.

A pesar de su dinamismo, las PYMES suelen enfrentar limitaciones en cuanto a recursos financieros y tecnológicos. El acceso a financiamiento puede ser un desafío, especialmente en las etapas iniciales de su desarrollo. Asimismo, la adopción de nuevas tecnologías puede requerir inversiones significativas que no siempre están al alcance de sus presupuestos.

No obstante, el espíritu emprendedor que impulsa a las PYMES es un factor clave para su éxito. La creatividad, la innovación y la búsqueda constante de nuevas oportunidades son rasgos distintivos de estas empresas. Este espíritu emprendedor les permite superar las limitaciones y encontrar soluciones creativas para los desafíos que enfrentan.

En el ámbito económico, las PYMES desempeñan un papel fundamental. Son un motor clave para la generación de empleo, especialmente en las economías emergentes. Además, contribuyen significativamente al PIB y al desarrollo local, impulsando el crecimiento económico y social en sus comunidades.

Las PYMES son el motor de la economía argentina, representando una gran parte del tejido empresarial del país. Su principal relevancia radica en su capacidad para generar empleo, absorbiendo una porción significativa de la fuerza laboral y contribuyendo a la estabilidad económica y social. Además, aportan un porcentaje importante al Producto Interno Bruto (PIB), impulsando el crecimiento económico y fortaleciendo las cadenas de valor en diversos sectores productivos.

En el contexto económico actual de Argentina, las PYMES demuestran una notable capacidad de adaptación y resiliencia. Su flexibilidad y dinamismo les permiten responder rápidamente a los cambios del mercado, lo que las convierte en un elemento esencial para la reactivación económica. El gobierno argentino reconoce su importancia y ofrece herramientas y beneficios, como el Registro PYME, para apoyar su desarrollo y crecimiento.

Las PYMES en Argentina representan aproximadamente el 99% del total de empresas en el país. Esta vasta presencia subraya su papel dominante en la economía nacional. Además, son un motor crucial para la generación de empleo, siendo responsables de alrededor del 70% de los puestos de trabajo en Argentina. Este alto porcentaje destaca su importancia para la estabilidad económica y social del país.

En términos de contribución al Producto Interno Bruto (PIB), las PYMES aportan aproximadamente el 44% del total. Esta cifra significativa refleja su impacto sustancial en la economía argentina. Dentro del universo de las PYMES, las microempresas constituyen la mayor proporción, representando alrededor del 83%, seguidas por las pequeñas y medianas empresas con un 16,8%, y las grandes empresas con un 0,2%. Estas estadísticas resaltan la importancia vital de las PYMES en la economía argentina, tanto en la creación de empleo como en su contribución al PIB.

El Banco Mundial subraya la relevancia fundamental de las PYMES en el desarrollo económico, especialmente en países en desarrollo, al ser pilares en la generación de empleo, la reducción de la

pobreza y el fomento de la innovación. Estas empresas, cruciales para la creación de puestos de trabajo, en particular para grupos vulnerables como mujeres y jóvenes, contribuyen significativamente a mejorar los niveles de vida en comunidades locales. Además, su papel como motores de innovación y su capacidad para fomentar la competencia impulsan la eficiencia y productividad en diversos sectores económicos. A pesar de su importancia, las PYMES enfrentan retos como el acceso limitado a financiación y la burocracia, por lo que el Banco Mundial promueve políticas y programas para apoyar su desarrollo, incluyendo mejoras en el acceso a financiación, capacitación empresarial y simplificación de trámites. La digitalización y la adopción de nuevas tecnologías representan oportunidades significativas para que estas empresas mejoren su productividad y competitividad. En definitiva, el apoyo a las PYMES es esencial para lograr un desarrollo económico inclusivo y sostenible, liberando su potencial para generar empleo, reducir la pobreza y fomentar la innovación.

(El papel de las PYMES en el desarrollo económico)

Subsección 2.4: Etapas de crecimiento

El modelo de Churchill y Lewis describe cinco etapas distintas por las que atraviesa una pequeña empresa a medida que crece. La primera etapa, la Existencia, se centra en la supervivencia. Aquí, el emprendedor se dedica a validar su idea de negocio, conseguir los primeros clientes y generar flujo de caja. Los desafíos son enormes: falta de recursos, incertidumbre del mercado y la necesidad de establecer una base sólida.

Una vez superada la fase inicial, la empresa entra en la etapa de Supervivencia. En este punto, el negocio ha demostrado que puede mantenerse a flote, pero la rentabilidad aún es incierta. El enfoque se desplaza hacia la generación de ingresos consistentes, el control de costos y la adaptación a las demandas del mercado. Se comienza a construir una estructura organizativa básica, y el emprendedor debe aprender a delegar algunas tareas.

Si la empresa logra consolidarse, llega a la etapa de Éxito. Aquí, el negocio ha alcanzado un nivel de estabilidad y rentabilidad. El emprendedor se enfrenta a una decisión crucial: ¿quiere aprovechar el crecimiento y expandirse, o mantener el negocio en su tamaño actual? Esta etapa se divide en dos caminos posibles: el Desacoplamiento de la empresa, donde el dueño se aleja de la operación diaria, o el crecimiento, donde se busca expandir el negocio.

Si se opta por el crecimiento, la empresa entra en la etapa de Despegue. Esta fase se caracteriza por un rápido crecimiento, la profesionalización de la gestión y la expansión a nuevos mercados. Los desafíos se multiplican: gestión de la complejidad, atracción y retención de talento, y mantenimiento de la cultura empresarial. Se requiere un alto nivel de delegación y control.

Finalmente, la empresa alcanza la etapa de Madurez. Aquí, el negocio ha logrado un alto nivel de estabilidad y consolidación. El enfoque se centra en mantener la posición competitiva, optimizar la eficiencia y planificar a largo plazo. Los desafíos incluyen la adaptación a los cambios del mercado,

la innovación continua y la prevención de la burocracia. En esta etapa, la empresa puede optar por la renovación, buscando nuevas oportunidades y reinventándose, o enfrentarse al declive.

Este modelo proporciona un marco valioso para comprender los desafíos y oportunidades que enfrentan las pequeñas empresas en cada etapa de su crecimiento. Permite a los emprendedores anticipar problemas potenciales, tomar decisiones estratégicas y construir negocios más sólidos y sostenibles.

(Churchill, 1983)

Greiner, por su parte, comenta que “emergen cinco dimensiones clave: la edad y el tamaño de una organización, sus etapas de evolución y revolución, y la tasa de crecimiento de su industria. El gráfico 'Cómo crecen las empresas' muestra cómo estos elementos interactúan para dar forma al desarrollo de una organización.



3 How Companies Grow - Larry E. Greiner

1. Edad de la organización.

La dimensión más obvia y esencial para cualquier modelo de desarrollo es la vida útil de una organización (representada en el gráfico como el eje horizontal). La historia muestra que las mismas prácticas organizacionales no se mantienen a lo largo de una larga vida útil. Esto demuestra un punto muy básico: los problemas y principios de gestión están arraigados en el tiempo. El concepto de descentralización, por ejemplo, puede describir las prácticas corporativas en un período, pero puede perder su poder descriptivo en otro.

Los problemas y prácticas de gestión están arraigados en el tiempo. No duran toda la vida de una organización.

El paso del tiempo también contribuye a la institucionalización de las actitudes gerenciales. A medida que estas actitudes se vuelven rígidas y eventualmente obsoletas, el comportamiento de los empleados se vuelve no solo más predecible sino también más difícil de cambiar.

2. Tamaño de la organización.

Esta dimensión se representa en el gráfico como el eje vertical. Los problemas y soluciones de una empresa tienden a cambiar notablemente a medida que aumenta el número de sus empleados y su volumen de ventas. Los problemas de coordinación y comunicación se magnifican, surgen nuevas funciones, los niveles en la jerarquía de gestión se multiplican y los trabajos se vuelven más interrelacionados. Por lo tanto, el tiempo no es el único determinante de la estructura, de hecho, las organizaciones que no crecen pueden conservar muchos de los mismos problemas y prácticas de gestión durante largos períodos.

3. Etapas de evolución.

A medida que las organizaciones envejecen y crecen, surge otro fenómeno: el crecimiento prolongado que podemos denominar el período evolutivo. La mayoría de las organizaciones en crecimiento no se expanden durante dos años y luego se contraen durante uno, más bien, aquellas que sobreviven a una crisis generalmente disfrutaron de cuatro a ocho años de crecimiento continuo sin un revés económico importante o una grave interrupción interna. El término evolución parece apropiado para describir estos períodos tranquilos porque solo parecen ser necesarios ajustes modestos para mantener el crecimiento bajo el mismo patrón general de gestión.

4. Etapas de revolución.

La evolución suave no es inevitable ni sostenible indefinidamente; no se puede suponer que el crecimiento organizacional es lineal. La lista "500" de Fortune, por ejemplo, ha tenido una considerable rotación durante los últimos 50 años. De hecho, la evidencia de numerosos estudios de caso revela períodos de turbulencia sustancial intercalados entre períodos de evolución más suaves.

Podemos denominar los tiempos turbulentos períodos de revolución porque típicamente exhiben una seria agitación de las prácticas de gestión. Las prácticas de gestión tradicionales que eran apropiadas para un tamaño más pequeño y un tiempo anterior ya no funcionan y son puestas bajo escrutinio por gerentes de alto nivel frustrados y gerentes de nivel inferior desilusionados. Durante tales períodos de crisis, varias empresas se quedan cortas. Aquellas que no pueden abandonar las

prácticas pasadas y efectuar cambios organizacionales importantes probablemente se derrumbarán o se estabilizarán en sus tasas de crecimiento.

La tarea crítica para la gestión en cada período revolucionario es encontrar un nuevo conjunto de prácticas organizacionales que se convertirán en la base para la gestión del próximo período de crecimiento evolutivo. Curiosamente, esas nuevas prácticas eventualmente siembran las semillas de su propia decadencia y conducen a otro período de revolución. Por lo tanto, los gerentes experimentan la ironía de ver una solución importante en un período convertirse en un problema importante en un período posterior.

5. Tasa de crecimiento de la industria.

La velocidad a la que una organización experimenta las fases de evolución y revolución está estrechamente relacionada con el entorno de mercado de su industria. Mientras que los períodos evolutivos tienden a ser relativamente cortos en las industrias de rápido crecimiento, los períodos evolutivos mucho más largos ocurren en las industrias maduras o de crecimiento lento.

La evolución también se puede prolongar y las revoluciones retrasarse cuando las ganancias llegan fácilmente. Por el contrario, cuando el entorno del mercado es pobre, las revoluciones parecen ser mucho más severas y difíciles de resolver.” (Greiner, 1972)

Subsección 2.5: Modelo de Greiner

El modelo propone que las organizaciones crecen a través de una serie de fases evolutivas, cada una seguida por una crisis revolucionaria. Estas crisis requieren cambios significativos en la estructura y el liderazgo de la organización para poder superarlas y continuar creciendo.

Las cinco fases del modelo de Greiner son:

- Crecimiento a través de la creatividad
 - Crisis de liderazgo
- Crecimiento a través de la dirección
 - Crisis de autonomía
- Crecimiento a través de la delegación
 - Crisis de control
- Crecimiento a través de la coordinación
 - Crisis de burocracia
- Crecimiento a través de la colaboración
 - Crisis de crecimiento

El modelo de Greiner es una herramienta útil para que los líderes comprendan los desafíos que enfrentan sus organizaciones a medida que crecen. Les ayuda a anticipar las crisis y a tomar las medidas necesarias para superarlas.

No todas las organizaciones pasan por todas las fases del modelo, y algunas pueden experimentar crisis en diferentes momentos.

El modelo proporciona un marco valioso para comprender el crecimiento organizacional y las crisis asociadas. Sin embargo, es importante utilizarlo con flexibilidad y considerar las circunstancias específicas de cada organización.

Larry E. Greiner en su artículo "Evolution and Revolution as Organizations Grow", nos explica cada una de las 5 etapas de crecimiento con su posterior crisis.

“las organizaciones crecen y evolucionan a través de cinco fases distintas, cada una marcada por un período de crecimiento estable (evolución) seguido de una crisis (revolución) que requiere un cambio significativo para avanzar. Este modelo ofrece una perspectiva valiosa sobre los desafíos que enfrentan las empresas a medida que se expanden.

En la primera fase, el "crecimiento a través de la creatividad", las organizaciones son pequeñas y ágiles, centradas en la innovación. Sin embargo, a medida que crecen, surge una "crisis de liderazgo" que exige una estructura más formal y una dirección clara.

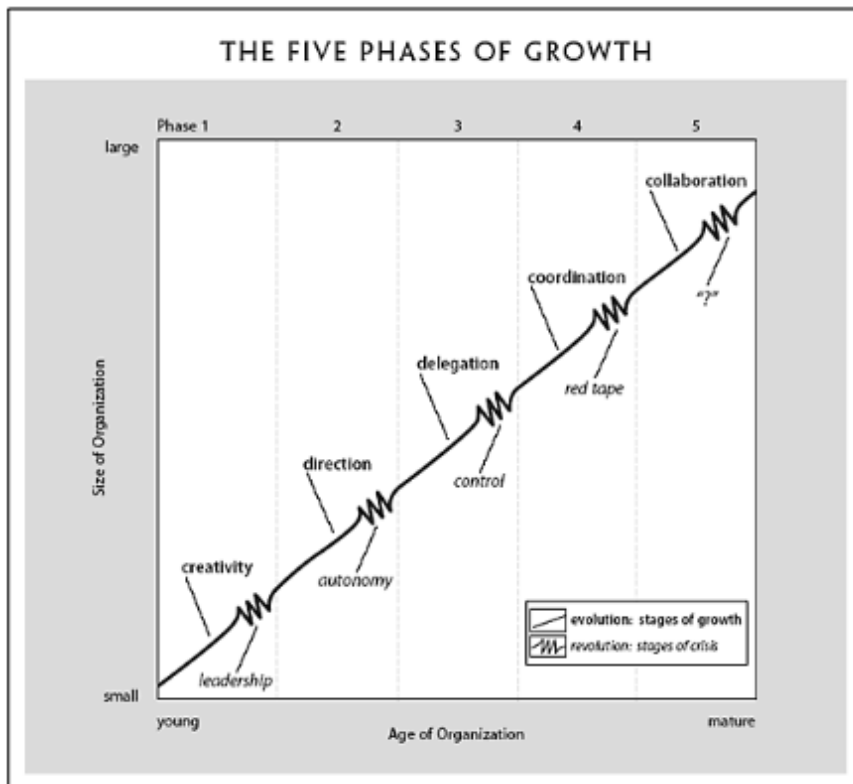
La segunda fase, el "crecimiento a través de la dirección", introduce jerarquías y procesos, pero puede generar una "crisis de autonomía" si los empleados se sienten restringidos.

La tercera fase, el "crecimiento a través de la delegación", descentraliza la toma de decisiones, pero corre el riesgo de una "crisis de control" si la alta dirección pierde el control.

La cuarta fase, el "crecimiento a través de la coordinación", busca equilibrar la autonomía y el control, pero puede caer en una "crisis de burocracia" si se vuelve demasiado rígida.

Finalmente, la quinta fase, el "crecimiento a través de la colaboración", fomenta el trabajo en equipo y la flexibilidad, pero enfrenta el desafío de mantener la motivación y la innovación a medida

que la organización se vuelve más grande y compleja. (Greiner, 1972)



4 The Five Phases of Growth - Larry E. Greiner

Subsección 2.6: Concepto de Cultura y Modelos de Cultura Empresarial

La cultura organizacional se ha definido como “una suma determinada de valores y normas que son compartidos por personas y grupos de una organización y que controlan la manera en que interaccionan unos con otros y ellos con el entorno de la organización. Los valores organizacionales son creencias e ideas sobre el tipo de objetivos y el modo apropiado en que se deberían conseguir. Los valores de la organización desarrollan normas, guías y expectativas que determinan los comportamientos apropiados de los trabajadores en situaciones particulares y el control del comportamiento de los miembros de la organización de unos con otros” (Hillo y Jones, 2001).

Una de sus características es su carácter simbólico. La cultura es algo intangible, aunque sus manifestaciones sí son observables. En este sentido, la cultura de una organización está constituida por una red de símbolos o costumbres que se manifiestan en todos los niveles y departamentos de la organización, desde las relaciones personales y sociales hasta las normas de contabilización. (Harzing y Sorge, 2003; Gambling, 1977).

La organización Warner Burke y George Litwin fueron los que consiguieron la definición más utilizada de cultura corporativa: “el modo en que hacemos las cosas por aquí”

A continuación, se explicarán los modelos de Cultura empresarial según Roger Harrison, Fons Trompenaars y Edgar Schein.

Modelo de Harrison

El modelo de cultura organizacional de Roger Harrison, desarrollado en la década de 1970, ofrece un marco teórico para comprender las diferentes formas en que se estructuran y operan las organizaciones. Harrison identificó cuatro tipos de culturas, cada una caracterizada por sus propios valores, creencias y prácticas.

El modelo se basa en la idea de que la cultura organizacional es un fenómeno complejo que se manifiesta en las actitudes, comportamientos y valores de los miembros de una organización. Se nutre de diversas corrientes teóricas.

Harrison identificó cuatro tipos principales de culturas organizacionales:

- **Orientada a las personas: Se valora la colaboración y el trabajo en equipo**

Su objetivo es el desarrollo y satisfacción de sus miembros. Se asociará, por lo tanto, con valores relativos a la realización personal.

- **Orientada a las normas: Se prioriza la estabilidad y la seguridad para alcanzar los objetivos.**

Cuyo objetivo es la seguridad y la estabilidad. Cumplir la norma estrictamente, asegurar responsabilidades y observar el orden estricto en los procedimientos, serán los valores asociados a este tipo de orientación.

- **Orientada al poder: Se busca aumentar la competitividad en el mercado.**

Su objetivo central es la competitividad, en las que los valores asociados a esta orientación serán todos aquellos que refuercen las posiciones de poder en su seno, los que favorezcan la toma de decisiones centralizada y el control sobre las personas.

- **Orientada a los resultados: Se busca optimizar los recursos para alcanzar los objetivos.**

Identificadas con los objetivos de eficacia y optimización de recursos. La estructura de la empresa, las funciones y actividades se valoran todas en términos de su contribución al objetivo.

El modelo de Harrison es una herramienta útil para:

- Comprender la cultura de una organización.
- Identificar fortalezas y debilidades culturales.
- Facilitar el cambio cultural.

Modelo de Trompenaars

Desarrollado por Fons Trompenaars y Charles Hampden-Turner, es un marco teórico que busca comprender y analizar las diferencias culturales entre naciones y organizaciones. Se centra en cómo los valores culturales influyen en el comportamiento y las interacciones en el ámbito empresarial y social.

El modelo se basa en siete dimensiones culturales, que son pares opuestos que representan diferentes formas en que las culturas abordan diversos aspectos de la vida:

- Universalismo vs. Particularismo:

Examina si las reglas y normas se aplican de manera universal o si se adaptan a las circunstancias particulares. Mientras que las culturas universalistas priorizan el cumplimiento de reglas y contratos, las culturas particularistas valoran las relaciones personales y la flexibilidad.

- Individualismo versus colectivismo

Analiza si las personas se ven a sí mismas como individuos independientes o como miembros de un grupo, con culturas individualistas valorando la autonomía y culturas colectivistas enfatizando la lealtad al grupo.

- Neutral vs. Afectiva:

Se centra en cómo las personas expresan sus emociones, con culturas neutrales tendiendo a controlar las emociones y culturas afectivas expresándolas abiertamente.

- Específico vs. Difuso:

Explora cómo las personas separan su vida personal y profesional, con culturas específicas manteniendo límites claros y culturas difusas superponiendo estas esferas.

- Logro vs. Adscripción:

Examina cómo se otorga el estatus, con culturas de logro basándolo en el desempeño y culturas de adscripción en factores como la edad o el género.

- Secuencial vs. Sincrónica:

Se centra en cómo las personas gestionan el tiempo, con culturas secuenciales prefiriendo hacer las cosas una a la vez y culturas sincrónicas valorando la flexibilidad.

- Control interno vs. Control externo:

Analiza cómo las personas se relacionan con su entorno, con culturas de control interno creyendo en la capacidad de controlar el destino y culturas de control externo creyendo en fuerzas externas.

El modelo de Trompenaars es valioso para comprender las diferencias culturales en el entorno empresarial. Ayuda a mejorar la comunicación y la colaboración entre personas de diferentes culturas. Facilita la negociación y la gestión de conflictos en entornos internacionales.

Modelo de Schein

Edgar Schein, en su obra "Organizational Culture and Leadership", define la cultura organizacional como:

“Un patrón de supuestos básicos compartidos que el grupo ha aprendido a medida que resolvía sus problemas de adaptación externa e integración interna, y que han funcionado lo suficientemente bien como para ser considerados válidos y, por lo tanto, para ser enseñados a los nuevos miembros como la forma correcta de percibir, pensar y sentir en relación con esos problemas”.

El modelo de Schein propone que la cultura se manifiesta en tres niveles interrelacionados:

- **Artefactos**

Son las manifestaciones visibles de la cultura, como el entorno físico, el lenguaje, los rituales, las ceremonias y las historias. Es la capa más superficial y fácilmente observable, pero pueden ser difíciles de interpretar sin comprender los niveles más profundos.

- **Valores adoptados**

Son los principios y creencias conscientes que la organización declara como importantes. Pueden expresarse en declaraciones de misión, códigos de conducta y políticas de la empresa. Sin embargo, los valores adoptados pueden no siempre coincidir con el comportamiento real de los miembros de la organización.

- **Supuestos básicos**

Son las creencias inconscientes y dadas por sentadas que guían el comportamiento de los miembros de la organización. Son la capa más profunda y difícil de identificar, pero son la base de la cultura. Los supuestos básicos son aprendidos a través de la experiencia compartida y son resistentes al cambio.

La cultura empresarial es un fenómeno intrínsecamente complejo y dinámico, que se desarrolla y evoluciona a lo largo del tiempo, influenciando de manera profunda el comportamiento de los miembros de una organización y moldeando su percepción del mundo. En este contexto, el liderazgo emerge como un factor crucial, desempeñando un papel fundamental tanto en la formación como en la transformación de la cultura organizacional. Es esencial comprender que la cultura no es una entidad estática, sino un sistema en constante cambio, adaptándose a las dinámicas internas y externas que afectan a la organización.

(Schein, 1985)

CAPITULO 3: Análisis de un Caso de M&A en el Sector Farmacéutico

Subsección 3.1: Introducción al Caso

A continuación, analizaremos la adquisición de Medicina Tecnológica SA (PyME de capitales argentinos) por parte de Z&A Holding (un laboratorio internacional alemán) el 3 de enero de 2022.

La operación es un movimiento estratégico que fortalece la posición de Z&A Holding en el mercado de la medicina nuclear, especialmente en Latinoamérica. Esta adquisición permite a Z&A Holding expandir su presencia en el mercado de la Tomografía Computarizada por Emisión de Fotón Único (SPECT) y la Tomografía por Emisión de Positrones (PET).

Medicina Tecnológica SA es un fabricante de generadores Mo99/Tc99m y una cartera de Cold Kits para Spect, así como también produce biomoléculas para PET.

Estos productos complementan la cartera de productos de Z&A Holding en el campo de la medicina nuclear. La adquisición facilita la entrada de Z&A Holding en el mercado global de SPECT, ya que planea comercializar los productos de Medicina Tecnológica SA fuera de Latinoamérica.

La operación tiene una particularidad, el proceso de cierre debería haber sido el 31/03/2020 pero dada la pandemia por COVID-19, y el cierre de los aeropuertos, la operación no prospera.

A mediados de 2021, Z&A Holding vuelve a realizar un acercamiento a los dueños de Medicina Tecnológica SA, con éxito y concretándose el traspaso el 03 de enero de 2022.

¿Quién es Medicina Tecnológica SA?

Medicina Tecnológica SA es una empresa argentina con una trayectoria consolidada de más de 30 años, especializada en el campo de la medicina nuclear. Su actividad principal se centra en la producción y distribución de radiofármacos y otros productos esenciales para el diagnóstico y tratamiento médico. La empresa se ha posicionado como un actor clave en el mercado argentino, abasteciendo a un porcentaje significativo de la demanda nacional.

Además de su fuerte presencia en Argentina, ha expandido su alcance a nivel internacional, exportando sus productos a diversos países de América Latina. Esta proyección internacional refleja la calidad y competitividad de sus productos en el mercado regional.

La sólida trayectoria de la empresa se sustenta en el conocimiento técnico y comercial dentro de un mercado de altas regulaciones.

Medicina Tecnológica SA está compuesta por 3 socios de entre 60 y 70 años. Comparten el 33,3% de las acciones cada uno.

En el año 2019 uno de los accionistas fallece entrando las hijas a la sociedad, quienes no quieren participar de las decisiones de compañía.

Comienza un período de transición y fragilidad en la continuidad de la empresa, falta de acuerdo en la toma de decisiones y crisis con el personal.

¿Quién es Z&A Holding?

Es una empresa alemana que se ha consolidado como un líder global en el ámbito de la tecnología de isótopos. Su actividad se diversifica en dos áreas principales:

- la terapia del cáncer, donde desarrollan y producen fuentes de radiación y dispositivos para tratamientos oncológicos
- la radiometría industrial, ofreciendo soluciones para la medición y análisis de materiales mediante isótopos radiactivos.

La empresa se distingue por su alcance global, con una presencia internacional que abarca instalaciones de producción y oficinas de ventas en diversos países. Esta expansión internacional refleja su compromiso con la accesibilidad de sus tecnologías y servicios. Además, se caracteriza por su vasta experiencia en el manejo de isótopos radiactivos y su constante apuesta por la innovación tecnológica.

Subsección 3.2: La Operación de Fusión y Adquisición

1. Propuesta de Compra:

La multinacional, al reconocer en la PYME argentina una cartera de productos faltantes en su portafolio, realiza un acercamiento directo. Este acercamiento se les hace llegar a los dueños de la empresa.

No es una operación común donde la empresa sale al mercado a buscar comprador, desde el punto de vista “Sell Side”, por lo tanto, la empresa Medicina Tecnológica SA sale en busca de un “advisor” para que lo guíe en el proceso. Una vez firmado el mandato con un grupo de abogados especializados en M&A se continúa con la operación.

No hubo tiempo de preparar a la compañía para la operación, no se pudo “Vestir a la novia”, ni tampoco se hicieron valoraciones para saber si la propuesta enviada por Z&A Holding se acercaba al valor de la empresa, los dueños debatieron entre ellos si el importe era el adecuado para vender sus participaciones o no.

De la *Propuesta de Compra* de acciones se desprenden las siguientes cláusulas:

Acuerdo Preliminar

- (i) Declaraciones y garantías habituales de los accionistas vendedores respecto, entre otras cosas, el negocio, autorizaciones, licencias y permisos y el buen estado de Medicina Tecnológica SA.

- (ii) Una cláusula de indemnidad para cubrir posibles pérdidas que el Comprador pueda sufrir como resultado de incumplimientos o inexactitudes de las declaraciones y garantías de los vendedores.
- (iii) Un compromiso de los actuales accionistas de no competir con el negocio de Medicina Tecnológica SA.

Activos incluidos

- (i) Todas las acciones, títulos valores y otros instrumentos de propiedad de Medicina Tecnológica SA, libres de todo gravamen.
- (ii) Todos los activos fijos relacionados con las operaciones incluyendo, si corresponde, los equipos relacionados con los productos de Medicina Tecnológica SA que actualmente se utilizan para operar el negocio habitual (por ejemplo: equipos de oficina, teléfonos, vehículos, computadoras, equipos de protección radiográfica, etc.).
- (iii) Todo el inventario de bienes para reventa o consumo interno, neto de una reserva razonable por obsolescencia.
- (iv) Todas las cuentas por cobrar y cuentas por pagar relacionadas con las operaciones comerciales habituales de Medicina Tecnológica SA.
- (v) Otros activos corrientes y otros pasivos, tales como pagos por adelantado y depósitos relacionados con Medicina Tecnológica SA.
- (vi) Toda la documentación técnica de Medicina Tecnológica SA.
- (vii) Todos los Manuales de calidad, procedimientos, y cualquier documentación del sistema de calidad específicamente relacionados con Medicina Tecnológica SA.
- (viii) Todas las Licencias, Registros de Productos, Permisos y correspondencia regulatoria de Medicina Tecnológica SA.
- (ix) Clientes / listas / relaciones / bases de datos de Medicina Tecnológica SA, incluyendo archivos y correspondencia de clientes pasados, presentes y potenciales.
- (x) Tecnología / patentes de propiedad o con licencia de Medicina Tecnológica SA.
- (xi) Software, computadoras, sitios web, etc. de propiedad o con licencia de Medicina Tecnológica SA.
- (xii) Activos intangibles: know-how, fórmulas, especificaciones, técnicas, procesos, etc. de Medicina Tecnológica SA.
- (xiii) Bienes inmuebles actualmente de propiedad o utilizados por Medicina Tecnológica SA.
- (xiv) Contratos con clientes.
- (xv) Contratos de suministro.
- (xvi) Arrendamientos de equipos.
- (xvii) El nombre Medicina Tecnológica SA, la marca Medicina Tecnológica SA y cualquier marca registrada, nombre comercial o propiedad intelectual asociada.
- (xviii) Todo otro valor intangible asociado con Medicina Tecnológica SA.

Pasivos Incluidos

- (i) Cuentas comerciales vigentes por pagar.
- (ii) Pagos de clientes en concepto de adelantos.
- (iii) Devengamientos a corto plazo para actividades comerciales normales en curso.
- (iv) Pasivos por planes de pensión o retiro.
- (v) Pasivos por disposición de residuos.
- (vi) Otras provisiones relacionadas con operaciones comerciales en curso, excluyendo cualquier deuda financiera y / o de largo plazo de Medicina Tecnológica SA.

Precio de compra

\$US 12.000.000 +/- las modificaciones en el Capital de Trabajo Neto (“Working Capital”) entre el Balance de 2018 y el Balance de la Fecha de Cierre.

Formas y plazos de pago

- (i) \$US 5.000.000 – Al Cierre
- (ii) \$US 7.000.000 – Pagaderos mediante un pagaré (el “Pago diferido”). Los pagos comenzarían al primer aniversario de la Fecha de Cierre, junto con el pago del interés anual del 3%.
 - a. Año 1 - \$US 1.000.000 + Intereses adeudados.
 - b. Año 2 - \$US 1.000.000 + Intereses adeudados.
 - c. Año 3 - \$US 5.000.000 + Intereses adeudados.

En virtud de la obligación de indemnización asumida por los Vendedores, los pagos diferidos podrán estar sujetos a deducciones por pasivos ocultos o desconocidos por parte de Medicina Tecnológica SA anteriores al Cierre. Esto también podría incluir ajustes de precio.

Due Diligence

El Comprador deberá haber concluido su Auditoría y considerar aceptables los resultados de la misma.

Las partes acordarán el alcance de la Auditoría antes de suscribir una Carta de Intención.

El Comprador proporcionará al Vendedor un requerimiento de información antes de programar la Auditoría.

Impuestos y obligaciones fiscales

Cualquier impuesto u obligación tributaria incurridos por Medicina Tecnológica SA por actividades anteriores a la Fecha de Cierre serán reembolsados al Comprador. Asimismo, los Vendedores reembolsarán cualquier impuesto o penalidad previos a la adquisición que se determinen o surjan de una inspección gubernamental.

No Competencia

Los Vendedores acuerdan, por un plazo de cinco (5) años a partir de la Fecha de Transferencia del Negocio, a no:

- (i) Poseer, administrar, operar, controlar o participar directa o indirectamente como socios, acreedores, garantes, asesores o de cualquier otra forma en cualquier negocio o entidad que compita directamente con Medicina Tecnológica SA.
- (ii) Inducir, directa o indirectamente, a cualquier cliente del Comprador a que deje de hacer negocios total o parcialmente con el Comprador, o procure el negocio de dicho cliente por cualquier producto o servicio que compita con cualquiera de los productos o servicios ofrecidos o vendidos por el Comprador.
- (iii) En la medida que lo permita la ley, ni Medicina Tecnológica SA ni el Comprador estarán obligados a pagar una compensación adicional por la cláusula de No competencia.
- (iv) Esta cláusula de No Competencia también se aplicará a los funcionarios y directores de Medicina Tecnológica SA durante el tiempo de su relación con Medicina Tecnológica SA, y por un plazo de cinco (5) años a partir de la fecha de finalización del cargo o de los servicios.

2. Negociación Preliminar y Confidencialidad:

Los propietarios de la PyME muestran interés a la propuesta presentada y se inician negociaciones preliminares. Se firma un acuerdo de confidencialidad (NDA) para proteger la información sensible de ambas empresas.

Estos NDA se entregaron a las diferentes partes de la operación y a empleados claves que de la empresa Medicina Tecnológica SA.

Al continuar con la operación, la empresa Z&A Holding abre un data room para que Medicina Tecnológica SA suba la información requerida de acuerdo con un largo proceso de "Due Diligence".

3. Due Diligence:

El proceso de "Due Diligence" comienza en septiembre 2019. Medicina Tecnológica SA se encontró con un extenso pedido de información por parte de Z&A Holding, a continuación, se resaltan los puntos más importantes:

Societario / Organizacional

- (i) Organigrama de la organización
 - a. Diagrama con la estructura del grupo (incluyendo subsidiarias y sucursales)
 - b. Organigrama por persona jurídica
 - c. Relación con la sociedad controlante

- d. Propiedad de subsidiarias e inversiones minoritarias y joint ventures
- (ii) Sistemas de planificación y control
 - a. Descripción del proceso de planificación, documentación reciente aplicable
 - b. Descripción del proceso de control, documentación reciente aplicable
 - c. Informes de gestión de los últimos 24 meses
- (iii) Operaciones internacionales
 - a. Estructura de la subsidiaria(s)
 - b. Instalaciones internacionales
 - c. Status fiscal en el exterior
- (iv) Ítems no recurrentes y actividades discontinuadas
- (v) Nombre y domicilio de los asesores de la compañía, asesores legales, auditores, etc.

Recursos Humanos

- (i) Seguridad social: Copia de toda la documentación relacionada con la seguridad social y el cumplimiento de esta, específicamente copias de los Formularios 931 AFIP del último año con sus boletas de pago y toda documentación complementaria, como cumplimiento de planes de pago de moratorias de aportes y contribuciones previsionales y/o de obra social. Asimismo, solicitamos boletas de cumplimiento (de corresponder) al Seguro de Retiro La Estrella. También boletas de pago del Seguro de Vida Colectivo Obligatorio para todo el personal.
- (ii) Contratación: Identificar los procesos actuales de contratación para todos los niveles de empleados. Copia de los avisos de búsqueda de empleo.
- (iii) Descripción de los puestos de trabajo: Copia de la descripción de todos los puestos de trabajo, con inclusión completa de la categorización laboral de cada uno en el Libro de Sueldos y en los recibos de haberes y una breve descripción de la tarea de cada uno. Provean organigrama de la empresa. Identifiquen personal dentro de convenio y personal fuera de convenio.
- (iv) Compensación: copia de todos los rangos salariales para todos los puestos de trabajo, y cualquier información de mercado que compare los salarios con los niveles salariales del mercado. Respecto del personal bajo convenio, describa estructura de remuneraciones y acredite con copia de los recibos el cumplimiento del pago de los adicionales de convenio de pago obligatorio.
- (v) Indemnizaciones: Detalles sobre acuerdos de indemnización que han sido otorgados formal o informalmente a un empleado o un grupo de empleados en el pasado, por el cual otros empleados puedan exigir o adquirir derechos legales a tal compensación y beneficios (aun cuando no fueron realizados por escrito o con la intención de extenderlo a otros empleados. Solicitamos copia de acuerdos celebrados y homologados por la autoridad de aplicación en los últimos dos años. Respecto de los renunciantes, solicitamos copia de telegrama de renuncia y liquidación final. Respecto de los despedidos sin acuerdo conciliatorio, solicitamos copia de la carta documento de despido y recibo de liquidación final indemnizatoria.
- (vi) Organigramas: Descripción de las líneas de reporte
- (vii) Empleados clave identificados, acuerdos de retención firmados y CV's

- (viii) Manual de Políticas y Procedimientos de Personal
- (ix) Contratos individuales de confidencialidad de los empleados, contratos de invención o contratos personales de trabajo.
- (x) Lista de todos los empleados que no están trabajando activamente, la razón de su ausencia, la fecha del último día trabajo y la fecha prevista de regreso
- (xi) Pasivos relacionados con los empleados, incluyendo acumulaciones de pensiones, vacaciones, impuestos, etc.
- (xii) Lista de descripciones de trabajo y documentos de descripción de trabajo

Operaciones

- (i) Copia de la última presentación mensual de operaciones (o equivalente), incluyendo:
 - a. Ejecución del plan de producción.
 - b. Cumplimiento de la entrega.
 - c. Estado de la actividad de mejora continua.
 - d. Niveles de inventario de materia prima, trabajo en progreso (work-in-progress) y productos terminados en comparación con el plan.
 - e. Datos de desabastecimiento (stock out data).
- (ii) Copias de los documentos de planificación de nómina (headcount) mensuales.
- (iii) Copias de los procedimientos mensuales de planificación de la producción y un ejemplo actual de su ejecución.
- (iv) Diagramas de flujo de procesos / descripciones:
 - a. Análisis de tiempo / tiempo de ciclo para cada línea de productos (Take time / Cycle time).
 - b. Inventario planificado comparado con el inventario real en cada etapa del proceso.
 - c. Muestras de instrucciones de trabajo visuales utilizadas en la operación.
 - d. Estándares de mano de obra y materiales utilizados para el cálculo de los costos estándar.
 - e. Utilización, eficiencia y capacidad nominal de cada operación.
 - f. Análisis de la capacidad de operación comparando la capacidad real con la capacidad nominal.
 - g. Tasas de desecho por proceso.
- (v) Organización de la fabricación:
 - a. Organigrama Gráfico, líneas jerárquicas y reuniones estándar.
 - b. Proceso de planificación de la fabricación.
 - c. Tarjetas de ruta, proceso de evaluación de producción.
- (vi) Calendario de operaciones tercerizadas.
- (vii) Asunciones de la estructura de costos de producción (driver).
- (viii) Embalaje único e información de embarque utilizada por la Empresa.
- (ix) Técnicas e instalaciones de producción únicas.
- (x) Fundamento y cantidad de productos terminados que se conservan en el sitio o en las instalaciones del cliente.
- (xi) Valores en euros y listas de materiales, herramientas y suministros que se guardan en consignación y dónde se guardan.

- (xii) Actividad de I+D en los últimos cinco años, incluidos los gastos reales y los previstos.

Líneas de productos y mercados

Por línea de negocios:

- (i) Productos y servicios de la línea de negocios
 - a. Descripción de los productos y servicios
 - b. Número de productos / artículos estándar
 - c. Relación entre productos / artículos estándar y productos / artículos hechos a medida
- (ii) Mercado
 - a. Definición de la segmentación de mercado utilizada
 - b. Tamaño del mercado mundial y por región
 - c. Porcentaje de penetración del mercado total disponible
 - d. Potencial de crecimiento
 - e. Entorno competitivo
 - f. Oportunidades y Amenazas
 - g. Ciclicidad
- (iii) Datos de la línea de negocio
 - a. Ingresos, margen bruto y margen neto de los últimos 3 años
 - b. Resultados de clientes ganados / perdidos, en los últimos 3 años
 - c. Estacionalidad
- (iv) Competencia
 - a. Principales competidores, su tamaño y cuota de mercado; acuerdos de cooperación o cuestiones similares con dichos competidores
 - b. Comparación con los competidores en términos de:
 - 1. Productos
 - 2. Fijación de Precios
 - 3. Márgenes
 - 4. Tecnología
 - 5. Fortalezas
 - 6. Debilidades
- (v) Estrategia de negocios
 - a. Riesgos / Oportunidades a corto y largo plazo
 - b. Vulnerabilidad de la Estrategia actual
- (vi) Propiedad Intelectual de la Empresa
 - a. Descripción de las licencias y aprobaciones necesarias para fabricar y vender los Productos y Servicios, incluida una declaración sobre su estado actual
 - b. Licencias de terceros o know-how necesarios para llevar a cabo el negocio
 - c. Propiedad Intelectual específica del producto que no se encuentre protegida, utilizada o disponible
 - d. Patentes
 - e. Nombres y marcas registradas

- (vii) Instalación de dispositivos
 - a. Lista de sitios con dispositivos que requieren servicio recurrente (es decir, irradiadores), incluyendo detalle del tipo de equipo instalado, país y ciudad, año de instalación, estado de servicio
- (viii) Registración del Producto

Matriz específica de país y producto que identifica las licencias y aprobaciones necesarias para la venta de productos y el estado actual y la fecha de caducidad (registro de dispositivos médicos, ARN, etc.); fecha de solicitud si se ha solicitado, pero aún no se ha concedido
- (ix) Plan de ventas
 - a. Por cliente / línea de productos
 - b. Proyectos de venta activos con un volumen potencial superior a 50.000 euros
 - c. Principales asunciones que soportan el plan de ventas
 - d. Plan de promociones de ventas
- (x) Proceso de venta
 - a. Política de documentación de las ventas
 - b. Procedimientos de control de cumplimiento (licencias, control de exportaciones)
 - c. Procedimientos de aprobación
- (xi) Desarrollo de Productos
 - a. Canal de Desarrollo de productos
 - b. Programas de Desarrollo conjunto con los clientes
 - c. Productos en desarrollo y cuestiones técnicas relacionadas con nuevos productos
- (xii) Efectos sobre la rentabilidad:
 - a. Principales Tendencias
 - b. Factores competitivos
 - c. Cambios Tecnológicos
 - d. Producto
- (xiii) Proyectos en curso y cotizados
 - a. Copia de los contratos de cualquier proyecto con un volumen de 500.000 euros o superior
 - b. Lista de cualquier otro proyecto con un volumen de 50.000 euros o más
- (xiv) Control de Exportación
 - a. Ofertas, pedidos, entregas u otras relaciones contractuales con países sujetos a restricciones comerciales de la ONU, la OMS, Alemania, la UE, Suiza o los EE.UU.
 - b. Lista de productos sujetos a la reglamentación sobre productos de uso dual
 - c. Cualquier obligación de recuperación al final de la vida útil o de otro tipo (ya sea concedida o establecida por ley)
 - d. Licencias de exportación
- (xv) Precio sugerido
 - a. Política de precios de los productos
 - b. Estructura de descuento por volumen
 - c. OEM (Original Equipment Manufacturer)
 - d. Usuario final
 - e. Revendedor de valor agregado

f. Cuenta corporativa

Marketing y Ventas

- (i) Territorios de venta
- (ii) Acuerdos de distribución
- (iii) Acuerdos de Agentes
- (iv) Fuerza de ventas y acuerdos de marketing
- (v) Lista de licitaciones en las que ha participado la Empresa durante los últimos 5 años hasta el día de hoy
- (vi) Lista de productos vendidos a nivel internacional – a detallar
- (vii) Calidad, profundidad y receptividad de la fuerza de ventas a nuevos productos, mercados y clientes. - Necesidad de acordar la logística
- (viii) Estadísticas de productividad, ingresos por vendedor, estructura de compensación (en Finanzas), cobertura de cuentas, experiencia y perfil de capacitación
- (ix) Descripción del proceso de ventas
- (x) Canales de Distribución (inventario por canal)
- (xi) OEM (Original Equipment Manufacturer)
- (xii) Ventas en el Mercado Vertical
- (xiii) Enfoque de la solicitud del cliente - a detallar
- (xiv) Requerimientos de soporte
- (xv) Cuestiones relacionadas con la capacitación en ventas
- (xvi) Cuestiones relativas a la gestión de la fuerza de ventas
- (xvii) Contratos de representación de ventas (Términos y Condiciones de venta)
- (xviii) Publicidad y Promoción por Canal
- (xix) Fortalezas y Debilidades de la Organización

Calidad

- (i) Descripción del alcance y aplicabilidad de QM (Quality Management) en todo el grupo
- (ii) Manuales de calidad, procedimientos de alto nivel y registros maestros de producto / dispositivo
- (iii) Copias de cualquier acuerdo de garantía de calidad.
- (iv) Resultados de auditoría de cumplimiento de calidad (internos, clientes y gobierno de los últimos 36 meses), incluyendo hallazgos menores y significativos y respuesta de la empresa.
- (v) QM - Informes de gestión de los últimos 3 años
- (vi) Copias de las certificaciones de terceros (ISO, etc.), próximas fechas para la evaluación principal del sitio, y los costos de la evaluación
- (vii) Programa de Garantía de Calidad
- (viii) Retiros del Mercado
- (ix) Tasas de rechazo históricas
- (x) Procesos e instalaciones de pruebas

- (xi) Lista de equipos
- (xii) Fecha de compra
- (xiii) Estado de los contratos e informes de mantenimiento y calibración
- (xiv) Defectos internos y externos de componentes, productos y procesos/ informes de no conformidad de los últimos 24 meses.
- (xv) Acciones correctivas / acciones preventivas durante los últimos 24 meses.
- (xvi) Incluir las medidas preventivas adoptadas como resultado de incidentes, incluidos los incidentes de seguridad
- (xvii) Calificaciones de calidad y entrega por parte de los clientes
- (xviii) Copias de los registros de medición, prueba, inspección y calibración
- (xix) Programas y registros de capacitación y desarrollo
- (xx) Prueba de acreditación del responsable de calidad

Tecnología de la Información

- (i) Hardware de computación y redes informáticas
 - a. Incluyendo PCs, redes, impresoras, laptops
 - b. ¿El hardware es alquilado o de propiedad de la Empresa?
 - c. ¿Se incluirá el hardware en el contrato de venta?
 - d. ¿Existen medidas anti-malware o antivirus actualizadas?
- (ii) Software:
 - a. Sistema ERP (Enterprise Resource Planning) utilizado,
 - 1. ¿El sistema es alquilado, de propiedad o forma parte de servicios corporativos integrados?
 - 2. Si se alquila, ¿el alquiler formará parte del acuerdo de venta o del acuerdo de transición?
 - b. ¿El Software de Aplicación cumple totalmente con los requisitos de la licencia?
 - c. ¿El software del sistema operativo/software del sistema cumplen totalmente con los requisitos de la licencia?
 - d. Tipo de red, PC, etc.
- (iii) Sistemas de telecomunicaciones
 - a. Sistema telefónico
 - b. ¿Es el sistema arrendado, de propiedad o parte de un sistema corporativo integrado?
 - c. Correo de voz
 - d. Cantidad de teléfonos celulares y políticas
- (iv) Sistema de correo electrónico
 - a. Número de usuarios
 - b. Tipo de sistema de correo electrónico
 - c. ¿El sistema es alquilado, de propiedad o forma parte de servicios corporativos integrados?
 - d. En caso de alquiler, ¿formará parte del acuerdo de venta o del acuerdo de transición?
- (v) Servicios de hosting, compañías de hosting de Internet, compañías telefónicas

- (vi) Evaluación de la seguridad
 - a. ¿Existe una política de acceso remoto?
 - b. ¿Se controla el acceso de forma centralizada?
 - c. Lista de empleados con acceso a la red, empleados anteriores y actuales
- (vii) Acuerdos o licencias - es decir, contratos de telecomunicaciones, contratos de alquiler de hardware o acuerdos de uso.
- (viii) Nombre(s) de dominio - ¿Tendremos que tomar el control y administrar el dominio?
- (ix) Líneas telefónicas gratuitas o de pago revertido (0-800 o de pago revertido)
- (x) Tipo (Marca) de Firewall de Hardware utilizado para la conexión entre sitios VPN y la red Z&A Holding.
- (xi) Listado de todos los servicios de IT contratados tercerizados con fecha de vencimiento
- (xii) Nombre del sistema ERP utilizado (si existe) y su estado actual de disponibilidad.
- (xiii) Implementación de sistemas ERP y documentación de procesos
- (xiv) Servicio técnico o licencias de tecnología
- (xv) Licencias de software - que no sean para software disponible en el mercado

En cuanto al Due Diligence Financiero y Contable, el proceso fue llevado a cabo por BDO (BDO es una de las redes de servicios profesionales más grandes del mundo)

Finanzas y Contabilidad

Documentación Societaria:

- Acta constitutiva de la Sociedad; Estatuto Social y sus correspondientes reformas.
- Actas de Asambleas y de Directorio desde el 01 de junio de 2017 hasta la fecha.
- Aportes de capital realizados y/o comprometidos (suscripción, integración etc.), Opciones, garantías y derechos existentes convertibles o intercambiables por acciones de la Sociedad.

Contratos:

- Todos los contratos superiores a EUR 10.000 en los que la Sociedad sea parte (con sus copias y, en el caso de acuerdos verbales, una descripción de los mismos). Ello debe incluir, pero no está limitado a:
- Contratos con proveedores de insumos y/o materias primas, clientes, agentes, representantes y brokers.
- Contratos de alquiler de bienes inmuebles en los que la Sociedad sea parte, ya sea como locador o locatario.
- Otros contratos significativos y cualquier otro documento que contenga cualquier restricción al financiamiento, endeudamiento o cambio de control.
- Contratos que hubieran sido rescindidos en los últimos cinco años sin el acuerdo de la respectiva contraparte.
- Copia de los estados contables auditados del último ejercicio cerrado.
- Balance de sumas saldos en soporte digital correspondientes al último ejercicio auditado y, sumas y saldos al 30 de junio de 2019.

- Descripción de las principales políticas contables empleadas por la sociedad y detalle de los cambios realizados durante los dos últimos ejercicios sobre las mismas.
- Acceso a la gerencia/administración de la sociedad con el fin de obtener explicaciones conceptuales sobre las principales variaciones en los saldos contables.

Caja y Bancos:

- Listado de entidades donde la Compañía mantiene cuentas bancarias y detalle de las mismas (indicando el tipo de cuenta, garantías otorgadas, etc.).
- Conciliaciones bancarias de todas las cuentas al 30 de junio de 2019.
- Extractos bancarios para todas las cuentas correspondientes al 30 de junio de 2019.
- Detalle de las personas que cuentan con poderes bancarios otorgados por la compañía.

Crédito por ventas:

- Base de Datos con la composición del saldo de clientes, conteniendo Tipo de comprobante (Factura, Nota de Débito, Nota de Crédito), Nro. de comprobante, fecha de comprobante, número de cliente, nombre del cliente, importe original en pesos, U\$, etc. según corresponda, tipo de cambio y fecha de vencimiento al 30 de junio de 2018 y junio de 2019.
- Conciliación entre la base de datos obtenida en el punto anterior y los saldos contables.
- Composición y evolución del ejercicio de las cuentas deudores incobrables y previsión para deudores incobrables.
- Composición de Deudores en Gestión, donde conste razón social, importe y estado de dicho crédito.
- Verificación de hechos posteriores (cobranzas posteriores) para validar el saldo contable de los clientes.

Otros Créditos (no fiscales):

- Composición de todas las cuentas que conforman el rubro otros créditos (no fiscales) al 30 de junio de 2019.
- Lista de pólizas vigentes (incluyendo A.R.T.) incluyendo nombre de la empresa aseguradora, número y condiciones de la póliza, cantidades cubiertas y deducibles.

Bienes de cambio:

- Descripción de los criterios de valuación utilizados por la sociedad en los dos últimos estados contables anuales.
- Descripción de los sistemas utilizados para la valuación de los bienes de cambio y como se realiza dicha valuación.
- Detalle de los inventarios de bienes de cambio al 30 de junio de 2018 y 30 de junio de 2019 en unidades y pesos.
- Detalle de las compras de materias primas e insumos utilizados en la producción por los dos últimos ejercicios anuales.
- Detalle y cálculo de la previsión obsolescencia en caso de existir.

- Detalle de la producción por producto durante el ejercicio 2018 y 2019.

Bienes de Uso:

- Listado auxiliar con el detalle de todos los saldos incluidos en este concepto al cierre del último balance auditado que incluya la totalidad de los bienes indicando valores contables, criterios de activación, amortización y fecha de ingreso al patrimonio de la compañía.
- Detalle de las altas de Bienes de Uso del último ejercicio.

Contingencias:

- Detalle y apertura de las provisiones por contingencias contabilizadas al 30 de junio de 2019 y junio 2018 en caso de existir.
- Listado de juicios civiles, comerciales y penales, en los cuales la Sociedad hubiese intervenido en carácter de actora, denunciante, demandada o denunciada. Fechas de inicio, montos reclamados y situación actual incluyendo informe de los asesores legales.
- Listado de procedimientos y juicios administrativos iniciados contra la Sociedad. Fechas de inicio, estado de los procesos y montos reclamados, situación actual incluyendo informe de los asesores legales de la Sociedad.

Cuentas por pagar:

- Base de Datos con la composición del saldo de cuentas a pagar, conteniendo Tipo de comprobante (Factura, Nota de Débito, Nota de Crédito), Nro. de comprobante, fecha de comprobante, número de proveedor, nombre del proveedor, importe original en pesos, U\$S, etc. según corresponda, tipo de cambio y fecha de vencimiento al 30 junio de 2019.
- Composición Provisión para gastos y/o compras no recibidas.
- Listado de Órdenes de pago por los periodos posteriores a la fecha de corte indicando nº de comprobante, fecha, proveedor, factura a la que aplica, importe en moneda de origen, tipo de cambio s/corresponda.

Ingresos:

- Breve descripción conceptual del criterio contable utilizado para el reconocimiento de ingresos por parte de la sociedad.
- Detalle de las ventas de los dos últimos cortes (junio 2018 y junio 2019) por línea, familia de producto, canales de venta y clientes, tanto en unidades como con sus precios promedios de venta.
- Subdiario IVA ventas a julio 2019.

Costo Mercadería Vendida:

- Breve descripción conceptual del criterio contable utilizado para el reconocimiento del CMV.
- Evolución de los principales costos, márgenes y gastos de producción que superen el 1% de las ventas del período por los dos últimos ejercicios.
- Cuenta de gastos: Evolución de los principales gastos que superen el 1% de las ventas del período por los dos últimos ejercicios.
- Resultados Financieros: Detalle de los resultados financieros del último ejercicio anual que superen el 1% de las ventas de dicho periodo.

Impuestos:

- Documentación relativa a la inscripción en impuestos provinciales, así como también las modificaciones realizadas y exenciones solicitadas en caso de corresponder.
- Informar de cualquier inspección abierta tanto a nivel nacional, provincial y/o municipal, adjuntando todos los antecedentes, así como también de cualquier inspección cerrada en los últimos dos años.
- Informar por escrito detalle y aportar documentación respaldatoria de los Aportes.

Préstamos recibidos del Exterior

- Informar contrataciones realizadas con el exterior.
- Informar pasivos actuales mantenidos con beneficiarios del exterior y adjuntar una orden de pago parcial en caso de haberla.
- Informar si han tenido en cuenta aplicación de impuesto de igualación en el caso de haberse distribuido dividendos.
- Informar si han tenido en cuenta aplicación de impuesto de igualación en el caso de haberse distribuido dividendos.

Impuesto a las Ganancias

- Declaración jurada presentada por los últimos dos ejercicios fiscales.
- Papeles de trabajo de las DDJJ del Impuesto a las Ganancias de los dos últimos ejercicios mencionados en el punto anterior, que contenga un detalle pormenorizado de cada uno de los ajustes realizados, así como también toda la documentación que respalde los mismos.
- Balance de Sumas y Saldos Histórico del ejercicio 2018 y 2019, como así también del periodo transcurrido entre el 01/07/19 hasta el 30/09/19. Asimismo, proporcionar balance de Publicación del ejercicio 2018 y 2018 (si tuvieran ya al menos un draft del mismo).
- Indicar si la empresa se ha reorganizado con efectos impositivos y, de ser así, poner a disposición la correspondiente documentación.
- Remitir detalle de CUIT de beneficiarios de donaciones realizadas durante 2019.
- Proporcionar estudio de precios de transferencia correspondiente a los últimos dos ejercicios fiscales.
- Remitir formulario F867 de régimen de información en el marco de las normas de Precios de Transferencia en donde se informen las exportaciones realizadas a

independientes radicados en países cooperantes correspondientes a los años 2018 y 2019.

Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta:

- Declaración jurada presentada por los últimos dos ejercicios fiscales
- Papeles de trabajo de las DDJJ del Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta de los ejercicios mencionados en el punto anterior, que contenga un detalle pormenorizado de cada uno de los ajustes realizados, así como también toda la documentación que respalde los mismos.
- Remitir revalúo fiscal de bienes de uso por los ejercicios 2017, 2018 y 2019.
- En caso de poseer crédito de impuesto a computar en el Impuesto a las Ganancias, remitir detalle de cómo ha sido computado a la fecha y monto remanente.
- Remitir detalle de anticipos abonados durante los últimos dos periodos fiscales.

Impuesto al valor agregado:

- Declaraciones Juradas presentadas por los periodos desde Julio 2017 a septiembre 2019 junto con su constancia de presentación.
- Papeles de trabajo de las DDJJ del Impuesto al Valor Agregado del periodo comprendido arriba.
- Suministrar Subdiarios IVA Compras e IVA Ventas en archivo electrónico de los períodos brindados en punto anterior
- Remitir mayores contables de los pagos a cuenta a computar. Remitir listado de mis retenciones/percepciones AFIP.
- Remitir formularios de recupero de IVA de exportaciones de últimos dos años, en su caso.
- Remitir detalle de empleados radicados en el interior del país, indicando crédito computable conforme Decreto 814, en su caso.
- Remitir detalle de operaciones exentas o no gravadas, en su caso, brindado soporte de tratamiento otorgado.
- Informar las tasas de impuesto aplicable durante los últimos dos periodos fiscales
- CITI de últimos 2 años.

Ingresos Brutos:

- Declaraciones Juradas presentadas por los periodos desde Julio 2017 a septiembre 2019 junto con su constancia de presentación.
- Papeles de trabajo de las DDJJ del Impuesto a los Ingresos Brutos (contribuyente local o Convenio, cual corresponda) con detalle pormenorizado de las liquidaciones, de los periodos indicados en punto 5.1.
- Mayores de los pagos a cuenta computados en las declaraciones juradas mencionadas en punto 5.2.
- Copias de los dos últimos formularios CM 05 y de sus respectivos papeles de trabajo, en caso de ser Contribuyente del Convenio. En este punto se deberá informar por

escrito detalle pormenorizado de los criterios utilizados para la distribución de los ingresos y gastos

- Remitir detalle de operaciones exentas o no gravadas, en su caso, brindado soporte de tratamiento otorgado.
- Informar por escrito las alícuotas del impuesto que tributa cada uno de los tipos de ingreso que tiene la Compañía en los periodos bajo análisis
- Informar con el mayor grado de detalle posible, actividad realizada por compañía.
- Detalle de cálculo de asignación de ingresos y gastos de coeficiente unificado de CM05 2017 y 2018, indicado por cuenta contable/cuadro de gastos.

Impuesto a los Sellos:

- Poner a disposición contratos firmados durante los dos últimos años.
- Poner a disposición boletas de pago de sellados, en caso de que el mismo no esté realizado en el mismo contrato.
- Remitir ciertos ejemplares de órdenes de compra realizados normalmente en la operatoria diaria

Régimen de recaudación (Nacional y Provincial):

- Informar por escrito en qué regímenes de recaudación (nacional y provincial) actualmente Medicina Tecnológica SA es agente, detallando fecha de alta en los mismos. Asimismo, informar las alícuotas de retención / percepción que aplica la Empresa en cada uno de los regímenes a informar.
- Declaraciones Juradas presentadas por los periodos desde Julio 2017 a septiembre 2019 junto con su constancia de presentación.
- Papeles de trabajo de las DDJJ con detalle pormenorizado de las liquidaciones, de los periodos indicados.
- Mayores contables de las cuentas de pasivo vinculada con las liquidaciones mencionadas.
- Proporcionar listado de órdenes de pago que contenga los datos del proveedor (razón social y CUIT), del pago y de las retenciones practicadas por el periodo comprendido entre Julio de 2017 y septiembre de 2019, ambos inclusive.
- Remitir detalle de pagos realizados al exterior informado retención realizada en Ganancias y/o en IVA, en su caso. Proporcionar la documentación de respaldo de dichas operaciones
- Informar si realizan pagos a proveedores por servicios de seguridad o limpieza.

Impuesto sobre los bienes personales - Responsable Sustituto:

- Remitir Declaración Jurada F. 899 presenta por el periodo fiscale 2018 junto con su comprobante de presentación y pago
- Brindar papel de trabajo de tal liquidación.
- Remitir Declaración Jurada conforme RG (AFIP) 3293 por el periodo fiscale 2018 junto con su comprobante de presentación.

Varios

- Certificados pyme vigentes durante 2018 y 2019 (de página web sólo pudimos obtener certificado vigente desde 10/2019).
- Remitir comprobante de contribuyente cumplidor.
- Informar si ha blanqueado o confirmado datos conforme Ley de Blanqueo Fiscal N°27.260.
- Remitir pantalla de sistema de cuentas tributarias de impuestos: IG, IVA, BP, SICORE.
- Remitir pantalla de presentaciones y pago de agentes ARBA y CABA-
- Remitir detalle de ventas.
- Remitir comprobante de presentación de EECC en formato .pdf de año 2018 y 2019.
- Remitir informe para fines fiscales de año 2018.
- Balances cerrados al 30/06/2019 (histórico y ajustado por RECPAM) definitivos.

La PyME Medicina Tecnológica SA destinó al contador interno junto con el auditor (estudio contable mediano correspondiente a la PyME) a entrevistarse con BDO, quien lideraba el Due Diligence contable e impositivo, se encontró del otro lado con un equipo muy preparado y con especialistas por área.

Al no prosperar el primer acuerdo se tuvo que actualizar la documentación presentada. Una de las cláusulas propuestas por Medicina Tecnológica SA en el momento de la segunda propuesta fue que se actualizaría la documentación impositiva y legal pero que no habría un “Due Diligence” formal nuevamente. Con lo cual, se actualiza la información subida en el Data Room anteriormente.

Todo lo hallado en esta etapa formará parte del SPA, como posibles contingencias. Los cuales se netearán de los pagos acordados.

3. Negociación del Contrato de Compra-Venta:

Pasado el Due Diligence, se define el SPA (Stock Purchase Agreement).

Las cláusulas más importantes del SPA se detallan a continuación:

a. Ausencia de pasivos/endeudamiento no declarado.

La Sociedad no tiene ningún otro pasivo, Endeudamiento u obligación, que los reflejados en los Estados Financieros de la Sociedad; o el libro financiero de la Sociedad; o los pasivos contraídos en virtud del presente Contrato; que individualmente o en su conjunto superen los 5 Mil dólares (USD 5.000)

b. No Competencia

A título individual y no asumiendo ni garantizando esta obligación de forma solidaria -o de cualquier otro modo- para el resto de los Vendedores, cada uno de ellos se compromete durante un periodo de diez (10) años a contar desde la Fecha de Cierre a no (i) poseerán, gestionarán, explotarán, controlarán o participarán, o estarán vinculados como socios, acreedores, garantes, asesores o de

cualquier otro modo, en cualquier negocio o entidad que compita directamente con los Compradores y/o la Sociedad; y (ii) inducirán, directa o indirectamente, a cualquier cliente de los Compradores y la Sociedad a dejar de hacer negocios en todo o en parte con los Compradores o la Sociedad, o solicitarán el negocio de cualquiera de dichos clientes para cualquier producto o servicio que compita con cualquiera de los productos o servicios ofrecidos o vendidos por los Compradores o la Sociedad; o (iii) operar un negocio que fabrique o venda los mismos productos que los actualmente fabricados o vendidos por la Empresa, dispositivos radiofarmacéuticos, fuentes selladas y equipos, u otros productos o servicios que compitan con cualquiera de los productos o servicios ofrecidos o vendidos por los Compradores y la Empresa. Las Partes acuerdan que las anteriores obligaciones y restricciones asumidas por cada Vendedor, no serán aplicables respecto de ninguno de sus hijos.

c. Acuerdo de Confidencialidad

Las Partes, por sí mismas y por sus respectivos funcionarios, directores, empleados, auditores, asesores legales, asesores y/o personas contratadas (colectivamente «Representantes») acuerdan mantener la información confidencial y de propiedad de la otra Parte en estricta confidencialidad. Por «Información» se entenderá toda la información comercial, operativa, de marketing, financiera y de otro tipo facilitada por una Parte a la otra. Durante un periodo de dos (2) años después de la Fecha de Cierre, los Vendedores no utilizarán ni divulgarán, y harán que sus Representantes no lo hagan, información confidencial o reservada relativa a los Compradores o a Medicina Tecnológica SA y sus respectivas operaciones («Información Confidencial») sin el previo consentimiento por escrito de los Compradores.

d. Terminación

El presente Contrato sólo podrá ser terminado por acuerdo escrito entre las Partes.

(a) por acuerdo escrito entre las Partes;

(b) en el supuesto de que en el plazo de un (1) año desde la Fecha de Cierre, cualquier Autoridad Gubernamental competente emita, dicte o apruebe cualquier sentencia u orden ejecutable que invalide la transmisión de la propiedad de las Acciones de los Vendedores y la sentencia u orden impida o haga imposible la consumación de la operación aquí prevista

4. Cierre de la Transacción e Integración:

Una vez cumplidas todas las condiciones precedentes, el 3 de enero de 2022 se cierra la transacción.

Se transfieren las acciones de la PYME a la multinacional y Se realizan los pagos acordados.

La multinacional inicia el proceso de integración de la PYME a su estructura y operaciones.

Z&A Holding comienza la búsqueda de un gerente general acorde a la industria.

Subsección 3.3: Análisis del crecimiento empresarial según el modelo de Greiner

- **Fase 1: Crecimiento por Creatividad (Pre-M&A):**

El laboratorio operaba con un alto grado de creatividad y adaptabilidad, la toma de decisiones era ágil y la comunicación informal. Aprovechando las oportunidades del mercado local.

Crisis de Liderazgo:

La falta de una estructura organizativa formal y la necesidad de escalar la producción generaba desafíos. La limitación de recursos financieros impedía la expansión a nuevos mercados.

Existe una gran dependencia a los dueños que limitaba el crecimiento.

- **Fase 2: Crecimiento por Dirección (Post-M&A):**

La empresa Z&A Holding implementa procesos formales, estandarización y una estructura jerárquica. Se establecen departamentos y se definen roles y responsabilidades. La eficiencia aumenta, pero la cultura de innovación puede verse afectada.

Crisis de Autonomía:

Los empleados de Medicina Tecnológica SA sienten una pérdida de autonomía y creatividad. La burocracia y la centralización de decisiones generan frustración. La fuerte cultura local puede entrar en choque con la cultura organizacional de la multinacional.

- **Fase 3: Crecimiento por Delegación (Integración Parcial):**

Z&A Holding delega ciertas responsabilidades a los equipos del laboratorio, especialmente en investigación y desarrollo, como también a los equipos administrativos locales, buscando aprovechar su conocimiento del mercado argentino.

Crisis de Control:

Z&A Holding debe equilibrar la delegación con la necesidad de control y coordinación global. Surgen conflictos entre la cultura local y la cultura global, y entre las regulaciones locales y las políticas globales.

- **Fase 4: Crecimiento por Coordinación (Integración Total):**

Se implementan sistemas de planificación y control integrados. Medicina Tecnológica SA empieza a regirse por presupuestos anuales, se fomenta la colaboración entre sectores.

Crisis de Burocracia:

El exceso de burocracia y la complejidad de los procesos pueden ralentizar el desarrollo de Medicina Tecnológica SA. Z&A Holding debe encontrar un equilibrio entre eficiencia y flexibilidad.

- **Fase 5: Crecimiento por Colaboración (Expansión Global):**

Se establecen alianzas estratégicas y se busca la expansión a nuevos mercados.

Crisis de Crecimiento Interno:

La multinacional debe buscar nuevas formas de crecimiento, como la adquisición de otras empresas o la diversificación de su cartera de productos.

Consideraciones Clave:

La adquisición de Medicina Tecnológica SA por Z&A Holding introduce cambios significativos en la estructura y cultura del laboratorio.

La clave del éxito radica en encontrar un equilibrio entre la estandarización y la innovación. La gestión del cambio y la comunicación efectiva son fundamentales para superar las crisis y lograr un crecimiento sostenible.

Subsección 3.4: La integración Cultural

A pesar de las sinergias potenciales, las diferencias culturales entre las dos empresas generaron numerosos problemas, incluyendo estilos de gestión opuestos, diferentes enfoques en la toma de decisiones y barreras en la comunicación.

1. Nivel Operacional y de Procesos:

Imposición unilateral de procesos: Z&A Holding acostumbrado a sus estrictos protocolos y documentación detallada, intenta imponer sus sistemas sin considerar la realidad operativa y los recursos de la PYME argentina. Esto genera frustración y resistencia por parte del personal argentino, que percibe los nuevos procesos como burocráticos e ineficientes para su contexto.

Falta de comunicación sobre las diferencias: No se dedica tiempo a explicar las razones detrás de los diferentes enfoques. Los argentinos ven la meticulosidad alemana como lentitud y falta de flexibilidad, mientras que los alemanes perciben la forma de trabajar argentina como desorganizada y poco rigurosa. Z&A Holding entiende que no se cumplen con los estándares.

2. Nivel de Comunicación:

Malentendidos por diferencias idiomáticas y culturales: A pesar de usar el inglés como lengua franca, los matices culturales en el uso del lenguaje llevan a interpretaciones erróneas.

Falta de escucha activa: Ninguna de las partes se esfuerza por comprender realmente la perspectiva del otro. El laboratorio internacional asume que sus métodos son superiores, mientras que los argentinos se sienten ignorados y poco valorados.

3. Nivel de Valores y Normas:

Choque en el equilibrio vida-trabajo: Z&A Holding espera una dedicación estricta al horario laboral y una respuesta rápida a correos electrónicos fuera de horario, chocando con la cultura argentina que valora más el equilibrio entre la vida personal y profesional. Esto genera resentimiento en el equipo argentino.

Diferencias en el estilo de liderazgo: El estilo de liderazgo más jerárquico y directivo del lado de la multinacional contrasta con un estilo potencialmente más participativo o informal en la PYME argentina, generando fricciones en la gestión de equipos conjuntos.

Ignorar las festividades y costumbres: No se tiene en cuenta las festividades argentinas, y por las normas locales, por ejemplo, desconocían el SAC.

4. Nivel Estratégico y de Liderazgo:

Objetivos no alineados culturalmente: Los objetivos de la colaboración se definen principalmente desde la perspectiva internacional, sin considerar las capacidades y la cultura organizacional de la PYME argentina, generando frustración y falta de motivación.

Falta de mecanismos de retroalimentación intercultural: No se establecen canales para que los empleados expresen sus preocupaciones y desafíos relacionados con las diferencias culturales, lo que lleva a la acumulación de tensiones.

Falta de liderazgo: la PyME, ahora acéfala, espera por la contratación de un gerente general (que llegará recién en principio de 2023). Esto genera falta de alineamiento por parte de Z&A Holding dado que no existe un líder dentro de Medicina Tecnológica SA.

Consecuencias de la Integración Cultural:

Disminución de la moral y la productividad: Los empleados de la PyME se sienten frustrados, incomprensidos y desmotivados, lo que impacta negativamente en la productividad y la calidad del trabajo.

Aumento de los conflictos y malentendidos: Las diferencias culturales no abordadas se convierten en fuente constante de conflictos y dificultan la colaboración efectiva.

Pérdida de talento: Los empleados valiosos de la PYME argentina pueden sentirse alienados y buscar oportunidades en otras empresas donde se sientan más valorados.

Oportunidades perdidas: La incapacidad de trabajar juntos de manera efectiva impide aprovechar al máximo el potencial de la colaboración y alcanzar los objetivos comerciales deseados.

Subsección 3.5: Asignación del PPA a la operación

Relaciones con Clientes

Las relaciones que una empresa mantiene con sus clientes, a través de un contrato formal o de relaciones recurrentes, se consideran un activo intangible, ya que generan un beneficio económico para la empresa y pueden controlarse por medios legales o contractuales. En general, las relaciones con los clientes adquiridos en una combinación de negocios tienen valor cuando representan una fuente identificable y predecible del flujo de caja futuro de la empresa.

Según las conversaciones mantenidas con la Dirección, en la fecha base de la adquisición la empresa mantenía operaciones en curso con sus clientes. Esta relación con los clientes se considera un activo intangible, ya que genera beneficios económicos futuros para la empresa. Esta relación satisface el criterio de separabilidad para el reconocimiento de este activo.

Vida útil

La vida útil de este activo se definió considerando la duración media histórica de la relación establecida con los clientes en la fecha base de nuestro análisis, según la “tasa de Churn” comunicada por la Dirección, que es de aproximadamente 14 años.

Estimación del Valor Razonable

Basándonos en nuestro análisis y en las hipótesis descritas anteriormente, el valor razonable estimado para las relaciones con los clientes en la fecha de valoración es de USD 5.821.000.

Cláusula de no competencia

En general, una cláusula de no competencia en una combinación de negocios tiene valor cuando es posible determinar el perjuicio que su ausencia causaría al flujo de caja futuro de la empresa.

Un acuerdo de no competencia es un pacto en el acuerdo de compraventa que restringe al vendedor, después de la venta, de competir deslealmente con el comprador, en la misma línea de negocio y en la misma región cubierta por el objeto de la empresa vendida. A través de la metodología adoptada, descrita a continuación, es posible medir y así satisfacer el criterio de separabilidad para el reconocimiento de este activo. De acuerdo con la cláusula de no competencia prevista en el contrato de compraventa, cada uno de los socios vendedores no podrá ejercer ninguna actividad que compita con el sector de actividad de la adquirente durante un período de 10 años a partir de la fecha de cierre.

Vida útil

Para definir la vida útil de este activo, hemos considerado el periodo de 10 años, de acuerdo con la cláusula de no competencia prevista en el contrato de compraventa.

Estimación del valor razonable

Basándonos en nuestro análisis y en las hipótesis descritas anteriormente, el valor razonable estimado para la cláusula de no competencia en la fecha de valoración es de USD 350.000.

El PPA se determina considerando la metodología residual. A efectos de asignar el precio de compra y determinar el fondo de comercio, el precio de compra se asigna para complementar el valor razonable de los activos y pasivos materiales e inmateriales adquiridos, por lo que el valor residual se considera fondo de comercio ("Goodwill").

Description			USD
Equity	A		8.900.000
Intangible Assets	B	Life	6.171.000
<i>Customer Relationship</i>		14,0 years	5.821.000
<i>Non-Competition Clause</i>		5,0 years	350.000
Fair value of net assets	C = A + B		15.071.000
Total Purchase Consideration	D		12.000.000
Goodwill	E = D - C		3.071.000

Como se muestra, después de las asignaciones realizadas, se determinó que el valor del fondo de comercio, con fecha base en el 31 de diciembre de 2021, es de USD 3.071.000, que se registrará como fondo de comercio.

El fondo de comercio derivado de la rentabilidad futura esperada (goodwill) reconocido en una combinación de negocios es un activo que representa beneficios económicos futuros generados por otros activos adquiridos en una combinación de negocios, que no están identificados individualmente y reconocidos por separado. Dichos beneficios económicos futuros pueden surgir de la sinergia entre los activos identificables adquiridos o de activos que, individualmente, no cumplen los requisitos para su reconocimiento por separado en los estados financieros.

CAPITULO 4: Conclusión y Recomendaciones

Para abordar un proceso de M&A es fundamental definir claramente el alcance del proceso, involucrar a expertos especializados en diversas áreas relevantes para el negocio y el contexto argentino, planificar detalladamente el proceso, asegurar un acceso completo a la información de la empresa, realizar un análisis profundo más allá de la mera revisión documental, mantener una comunicación constante entre los equipos y documentar rigurosamente los hallazgos.

En cuanto al manejo de la información y los acuerdos de confidencialidad, se recomienda implementar una estrategia de comunicación y un NDA adecuados. Esto significa elaborar un acuerdo de confidencialidad legalmente sólidos, definir un plan estratégico sobre cuándo y a quién informar de la operación, incluir oportunamente a los empleados clave bajo acuerdos de confidencialidad para facilitar el Due Diligence y la transición, proporcionarles los recursos y el soporte necesarios para evitar la sobrecarga, gestionar el cambio con los empleados no informados inicialmente y comunicar los detalles relevantes al resto del personal en el momento oportuno.

Recomendaciones al SPA

Se recomienda establecer una cláusula de mayor cobertura para los casos de “Pasivos o endeudamientos no declarados”. Una cláusula acorde a la operación podría situarse por arriba de los USD 10.000 o llegar a los USD 15.000.

A su vez, si bien depende de la predisposición de cada persona a competir, 10 años resulta un tiempo prolongado para una cláusula de no competencia. La recomendación es incluir una cláusula por un máximo de 5 años.

Por último, resulta imprudente incluir una cláusula de terminación, más en un país cambiante como Argentina. Se recomienda borrar este tipo de cláusulas.

La omisión de una valoración de la empresa es un error crítico que debe evitarse realizando una valoración profesional de la empresa objetivo antes de la negociación. Esto requiere seleccionar métodos de valoración apropiados para el tipo de empresa y el entorno argentino.

La valuación de la operación en sí misma debe ser un proceso integral que considere todos los factores relevantes. Esto implica integrar la valoración de la empresa objetivo, evaluar las posibles sinergias y los riesgos asociados a la operación, analizar la estructura de la transacción y, crucialmente en el contexto argentino, incorporar un análisis robusto del entorno macroeconómico y regulatorio local. Abajo se detalla a modo de referencia el proceso de valuación de la empresa objetivo por el método de Cash Flow Descontado. Del mismo se desprende que la valoración de la empresa es superior al precio abonado. Por otra parte, se recomienda que la primera cuota sea la más fuerte, no la última, y, por otra parte, una tasa de interés más agresiva. Se podría haber solicitado el siguiente esquema de pagos para una operación de USD 14.700.000:

Formas y plazos de pago

- (i) \$US 8.000.000 – Al Cierre
- (ii) \$US 6.700.000 – Pagaderos mediante un pagaré (el “Pago diferido”). Los pagos comenzarían al primer aniversario de la Fecha de Cierre, junto con el pago del interés anual del 6%.
 - a. Año 1 - \$US 3.000.000 + Intereses adeudados + Diferencia en el Working Capital.
 - b. Año 2 - \$US 2.000.000 + Intereses adeudados.
 - c. Año 3 - \$US 1.700.000 + Intereses adeudados.

Dada la particularidad del entorno argentino, es imperativo integrar el análisis de las regulaciones y las volatilidades económicas en todas las etapas del M&A. Esto se logra contratando asesoramiento legal especializado en Argentina, realizando un análisis macroeconómico exhaustivo, considerando la inclusión de cláusulas de ajuste de precio en el acuerdo y planificando la integración post-adquisición teniendo en cuenta el contexto local.

Integración Cultural

1. Nivel Operacional y de Procesos:

Intercambio de personal: Realizar rotaciones de empleados clave entre ambas empresas. Esto fomenta la comprensión mutua de los flujos de trabajo, las metodologías y los desafíos de cada organización.

Equipos de trabajo binacionales: Crear equipos de proyecto conjuntos para tareas específicas, como la planificación de ensayos clínicos o el desarrollo de nuevos productos. Esto obliga a la comunicación intercultural y al aprendizaje de diferentes estilos de resolución de problemas.

Armonización de la documentación: Adaptar los formatos de informes, protocolos y registros para que sean comprensibles para ambas partes. Esto puede implicar traducciones, pero también la adopción de un lenguaje técnico claro y la consideración de las diferentes normas regulatorias.

2. Nivel de Comunicación:

Capacitación en comunicación intercultural: Ofrecer talleres a los empleados sobre las diferencias culturales en la comunicación (directa vs. indirecta, formal vs. informal, importancia del contexto, etc.). Esto ayuda a evitar malentendidos y a construir relaciones más sólidas.

Establecimiento de canales de comunicación claros y regulares: Definir los medios de comunicación preferidos (videoconferencias, correos electrónicos, plataformas de colaboración) y establecer frecuencias de contacto para mantener a todos informados y alineados. Es crucial considerar las diferencias horarias y la disponibilidad.

Fomento del aprendizaje de idiomas: Ofrecer incentivos o clases de idioma. El inglés pueda ser la clave a ser utilizada como nexo entre las empresas.

3. Nivel de Valores y Normas:

Adaptación de políticas de recursos humanos: Considerar las diferencias culturales en aspectos como el equilibrio entre la vida laboral y personal, los estilos de liderazgo, la retroalimentación y la gestión del desempeño. Ser flexible para adaptar ciertas políticas sin comprometer los principios fundamentales de cada empresa.

Sensibilidad a la jerarquía y la toma de decisiones: Comprender las diferencias en la estructura jerárquica y los procesos de toma de decisiones. En Z&A Holding, las decisiones suelen ser más consensuadas y basadas en la experiencia técnica, mientras que en Argentina puede haber un enfoque más personalista. Adaptar los procesos para integrar ambos estilos de manera efectiva.

4. Nivel Estratégico y de Liderazgo:

Compromiso de la alta dirección: El liderazgo de ambas empresas debe demostrar un compromiso activo con la integración cultural, asignando recursos y promoviendo una mentalidad abierta y de aprendizaje continuo. Tener un plan de reemplazo de las autoridades anteriores, con un CEO con conocimiento de la industria.

Visión compartida y objetivos claros: Definir conjuntamente los objetivos estratégicos de la alianza, asegurándose de que ambas partes comprendan los beneficios mutuos y la importancia de la colaboración intercultural para alcanzar esos objetivos.

La integración cultural es un proceso continuo que requiere paciencia, comprensión y voluntad de adaptación a medida que la colaboración evoluciona.

Valuación por DCF

Para realizar este ejercicio de valoración, hemos utilizado la metodología del flujo de caja descontado (DCF), que estima el valor de la empresa a partir de la proyección de los flujos de caja descontados a valor actual. El concepto adoptado es que el valor de una empresa viene determinado por las expectativas de sus resultados futuros, medidos por su capacidad de generar efectivo y el riesgo asociado a esta generación, traídos a valor presente a un tipo de descuento adecuado.

El proceso de evaluación fue desarrollado en base a hipótesis.

Valor de perpetuidad o terminal

El valor de perpetuidad o terminal capta el valor de las actividades de la empresa no consideradas en el período de proyección de los flujos de caja. Para el presente ejercicio, consideramos como valor terminal el flujo de caja del último año del período de proyección asociado a una estimación de la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) de los flujos de caja de la empresa.

Para el cálculo del crecimiento a perpetuidad, se consideró una tasa del 3,0%, equivalente al crecimiento esperado de la economía mundial a largo plazo.

Perpetuidad = [Último Flujo de Caja Libre Proyectado * (1+g)] / (WACC-g).

Horizonte de proyección

El período proyectado utilizado debe reflejar el ciclo natural del negocio, pudiendo variar en función de la industria o sector a analizar, o incluso en función del ciclo de planificación estratégica de la empresa.

En el presente estudio, se consideró el período proyectado del 1 de enero de 2022 al 31 de diciembre de 2026. Al final de este período, se calcula una perpetuidad considerando constantes los flujos de caja generados a partir del último año proyectado.

Moneda

La moneda utilizada para las proyecciones financieras de la empresa fue el USD. Las proyecciones financieras se expresan en USD con poder adquisitivo constante en relación con la fecha base de la valoración. La utilización del USD en una fecha base determinada (poder adquisitivo constante) tiene por objeto minimizar la necesidad de proyectar la inflación futura y sus respectivos efectos sobre los resultados de explotación de la empresa. Por lo tanto, los posibles cambios en las proyecciones representan variaciones reales en relación con la fecha base del análisis.

Cálculo del WACC

Como parámetro adecuado para calcular el tipo de descuento que debe aplicarse a los flujos de caja de la empresa, se ha utilizado el coste medio ponderado del capital (WACC). El WACC tiene en cuenta los distintos componentes de financiación de la empresa, incluidos la deuda y los fondos propios, considerando las proyecciones de flujos de caja.

El WACC (coste medio ponderado del capital) se calcula combinando el coste de los fondos propios (Ke) y el coste de la deuda (Kd) de la empresa analizada, considerando una estructura de capital basada en la media de las empresas que operan en los mercados emergentes.

Equity (Ke)

El cálculo del coste de los fondos propios para el accionista se basa en el Capital Asset Pricing Model (CAPM). Para estimar los costes de financiación de los fondos propios (Ke), se ha utilizado una combinación de parámetros de los mercados norteamericanos y emergentes, ya que los indicadores nacionales son escasos y, por sí solos, provocan distorsiones en el modelo.

Por convención, los datos se utilizan en bases nominales, que posteriormente se convierten en bases reales aplicando un diferencial de inflación (IPC) medio de EE.UU. para el periodo proyectado.

Tasa de rentabilidad de la inversión libre de riesgo (Rf)

Es la tasa de rentabilidad obtenida en una inversión considerada libre de riesgo por el inversor típico. A efectos de este estudio, se ha considerado como tasa de rendimiento libre de riesgo el bono estadounidense a largo plazo, el T-Bond con vencimiento a 10 años, ya que está considerado internacionalmente como un indicador que presenta uno de los menores grados de riesgo y está respaldado por la mayor economía del mundo.

El tipo de rendimiento del bono del Tesoro de EE.UU. (US Treasury Bond) se sitúa en el 1,5% a 31 de diciembre de 2021.

Prima de riesgo de mercado (Rm-Rf)

Representa la rentabilidad adicional exigida por los inversores para compensar la mayor volatilidad de un activo en relación con el activo sin riesgo. Dada la reducida liquidez y la falta de datos históricos regulares del mercado argentino, la práctica adoptada es utilizar datos del mercado norteamericano.

Size Premium (Rs)

Representa el importe adicional de rentabilidad (prima) exigido por el inversor institucional en función del tamaño de la empresa (Size Premium). El pequeño tamaño de una empresa constituye un riesgo sistemático adicional que debe tenerse en cuenta al estimar el coste del capital propio. La justificación de la prima de tamaño para las empresas de menor capitalización (o small caps) es que dichas empresas tienen menos liquidez en el mercado y los inversores sólo aceptan comprar acciones de estas empresas con un descuento en relación con el estándar del mercado, que son las grandes empresas cuyas acciones son muy líquidas y pueden negociarse fácilmente. Así pues, en la tasa de descuento se consideró una prima media adicional del 5,2%.

Beta (β)

Es el coeficiente que mide el riesgo de mercado de un activo por la volatilidad de los rendimientos de este activo en relación con los rendimientos del mercado. La beta de la institución se construyó

a partir de la beta mediana de instituciones comparables en términos de actividad (Productos Sanitarios), resultando una beta apalancada de 1,03.

Riesgo país (Rc)

Es la prima adicional por invertir en Argentina, independientemente de que sea en una empresa o en bonos soberanos. Adoptamos el riesgo país del 11,9%, diferencial entre el bono del tesoro del gobierno de EE.UU. y el bono del gobierno argentino con un plazo similar.

Coste de la deuda (Kd)

Para el coste de la deuda, adoptamos el diferencial de impago basado en la calificación, resultando un 10,2% antes de impuestos.

Para efectuar esta valuación se utilizaron los datos publicados por Aswath Damodaran (Damodaran, 2022)

Risk Free Rate (Rf)	
US Risk Free Rate (10 years)	1,50%
Country Risk Premium	11,90%
Adjusted Rate	13,40%

Leveraged Beta (β)	
Unleveraged Beta	0,97
(x) D/E Ratio	8,90%
(-) Marginal Tax Rate	25,00%
(=) Beta re-leveraged	1,03

Cost of Equity (Ke)	
Market Risk Premium	6,70%
(x) Re-leveraged Beta	1,03
(=) Adjusted Market Risk Premium	6,90%
(+) Risk Free Rate	13,40%
(+) Company Size Award	5,20%
Cost of Equity (in nominal terms)	25,50%

US inflation	3,00%
Cost of Equity (in real terms)	22,50%

Cost of Debt (Kd)	
Marginal Cost of Debt (Pre-Tax)	10,20%
(-) Marginal Tax Rate	25,00%
Cost of Debt (Post-Tax)	7,65%

Capital structure

Equity / Total Capitalization 91,80%
Debt / Total Capitalization 8,20%

WACC (in real terms) 21,30%

EBITDA

Partiendo de los datos reales de 2021 se proyecta un incremento del EBITDA de un 10% anual dada la sinergia generada en Medicina Tecnológica SA en la adquisición por parte de Z&A Holding.

A su vez, la inversiones y depreciaciones aumentan un 5% anual.

Impuestos

Para las proyecciones fiscales, adoptamos un tipo del 25% sobre los resultados.

USD '000	Actual	Proy	Proy	Proy	Proy	Proy	Perp.
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	
months	12	12	12	12	12	12	12
EBITDA (+10%)	2.569	2.826	3.109	3.419	3.761	4.138	4.138
(-) Depreciation (-5%)	(192)	(202)	(222)	(244)	(269)	(296)	(296)
EBIT	2.377	2.624	2.887	3.175	3.492	3.842	3.842
(-) Taxes (25%)	(594)	(656)	(722)	(794)	(873)	(960)	(960)
NOPLAT	1.783	1.968	2.165	2.382	2.619	2.881	2.881
(+) Depreciation	192	202	212	223	234	246	258
(-) Investments	(183)	(192)	(202)	(212)	(222)	(233)	(245)
(+/-) Change in net working capital	-	(212)	(223)	(240)	(257)	(276)	(120)
Free cash flow to the firm	1.792	1.766	1.952	2.153	2.374	2.617	2.774
<i>Discount factor @ 21.3%</i>		<i>0,9529</i>	<i>0,8244</i>	<i>0,6797</i>	<i>0,5603</i>	<i>0,4619</i>	<i>0,4619</i>
FCFF present value		1.682	1.610	1.463	1.330	1.209	1.281
Σ discounted cash flow for the explicit period	7.294						
Present value of perpetuity	7.437						
Enterprise Value	14.731						

WACC	Perpetuity Growth Rate				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
20,3%	14.588	15.072	15.583	16.125	16.699
20,8%	14.200	14.660	15.145	15.659	16.202
21,3%	13.832	14.270	14.731	15.219	15.734
21,8%	13.483	13.900	14.340	14.803	15.292
22,3%	13.151	13.549	13.968	14.409	14.874

Ilustración 5 Cuadro de propia producción

Del análisis anterior se desprende que la empresa podría haber sido vendida en aproximadamente USD 14.700.000 (USD Catorce Millones Setecientos mil). Existiendo una diferencia de USD 2.700.000 con el cierre de la operación.

Del análisis del PPA y del "Goodwill" registrado por la compañía, podemos determinar que Z&A Holding registró un activo intangible por la compra de Medicina Tecnológica SA de USD 3.071.000, esto representa un menor valor abonado por la compra de la empresa. Continúa con el lineamiento antes expresado de que los dueños de Medicina Tecnológica SA podrían haber realizado una contraoferta y obtenido un mayor precio.

Conclusión

Finalmente, cuando los socios deciden que la única solución es la venta de la empresa, la urgencia y la desesperación derivadas de la mala relación societaria los colocan en una posición de negociación débil. Los posibles compradores pueden percibir la situación interna como una oportunidad para ofrecer precios significativamente por debajo del valor real de la empresa, sabiendo que los vendedores están motivados principalmente por la necesidad de disolver la sociedad, incluso a un costo considerable, esto se puede validar dado que la oferta inicial en 2019 fue mayor que la del cierre de la operación en 2022.

En estos escenarios, la falta de una valoración profesional previa, exacerbada por la urgencia de la venta, impide a los socios tener una base sólida para negociar un precio justo, resultando en una venta "barata" que no refleja el verdadero potencial del negocio.

LISTA DE REFERENCIAS

Bibliografía

(IASB), I. A. (2020). *NIF 3*.

(OIT), O. I. (s.f.). *Micro, pequeñas y medianas empresas*. <https://www.ilo.org/>.

Argentina.gob.ar. (s.f.). *¿Qué es una MiPyME?*

Churchill, N. (1983). *The Five Stages of Small Business Growth*.

Damodaran, A. (2022). *Betas by Sector*.

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html.

(s.f.). *El papel de las PYMES en el desarrollo económico*. Banco Mundial.

EverYield-Capital. (s.f.). *Asignación del precio de compra o Purchase Price Allocation (PPA)*.

Fermo, J. C. (s.f.). *Finanzas Corporativas*. UTDT.

Fernandez, P. (2008). *MÉTODOS DE VALORACION DE EMPRESAS*. IESE Business School.

Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Wiley.

Greiner, L. E. (1972). *Evolution and Revolution as Organizations Grow*. Harvard Business Review.

O'Leary, C. (2024). *Mergers and Acquisitions - Due Diligence*. Thomson Reuters.

Reuter, T. (s.f.). *Checkpoint*.

Ross, Westerfield & Jaffe. (2012). *Finanzas Corporativas*. McGraw Hill.

Schein, E. H. (1985). *Organizational Culture and Leadership*. Wiley.

Apéndice

Apéndice 1: Evolución Post-Adquisición (2022-Actualidad)

Tras la formalización del acuerdo de adquisición en enero de 2022, la pyme argentina experimentó una profunda transformación estructural. La casa matriz designó inicialmente a una especialista en fusiones para facilitar la transición, un período marcado por la incertidumbre inicial entre los empleados, quienes en su mayoría desconocían las negociaciones. El cierre de la operación y su comunicación a toda la nómina generó comprensible inquietud y temor ante lo desconocido.

Sin embargo, en los meses siguientes, a pesar de los significativos cambios en las dinámicas de trabajo, el compromiso demostrado por la empresa multinacional en la adaptación de todos los empleados a las nuevas metodologías fue crucial. Esta dedicación progresivamente disipó el miedo y las inseguridades iniciales. Finalmente, a mediados de 2023, se designó un gerente general local, quien asumió las responsabilidades previamente ejercidas por los dueños originales, encarrilándose la operatoria y comenzando a funcionar como una unidad independiente reportando frecuentemente a casa matriz.

Este apéndice analiza los cinco pilares fundamentales de cambio tras la adquisición: Recursos Humanos, Adaptación Cultural, Nuevas Tecnologías, Calidad y el enfoque Financiero-Contable.

- **Enfoque de Recursos Humanos:**

La gestión de recursos humanos se reestructuró integralmente. Se implementaron políticas de contratación alineadas con estándares internacionales, enfocadas en atraer talento con habilidades complementarias. Se desarrollaron programas de capacitación y desarrollo profesional para adquirir nuevas competencias técnicas y facilitar la adaptación a la cultura organizacional global.

Se armonizaron beneficios y remuneraciones para garantizar equidad y competitividad en el mercado laboral argentino, buscando así reducir la rotación de personal. La retención del talento clave de la pyme original fue un desafío prioritario, abordado mediante estrategias de reconocimiento y oportunidades de crecimiento dentro de la nueva estructura.

En un lapso de tres años, la empresa incrementó su nómina de aproximadamente 65 a 120 empleados.

- **Enfoque Cultural:**

La integración cultural fue un proceso delicado y continuo. La pyme argentina, con su estructura flexible, relaciones interpersonales cercanas y toma de decisiones ágil, interactuó con la cultura más formal, jerárquica y globalmente orientada del laboratorio internacional.

Se impulsaron iniciativas para fomentar el diálogo y el entendimiento mutuo entre los equipos de Argentina y del laboratorio internacional, incluyendo talleres de capacitación en inglés para mejorar la comunicación.

Tras una fase inicial de adaptación, la pyme logró alinearse con los requisitos de la multinacional, iniciando un proceso de mejora continua y aportando información cada vez más valiosa. Este cambio cultural abarcó todas las áreas de la empresa: desde el sector financiero (con la implementación de reportes mensuales), pasando por el tecnológico (exigiendo mayor calidad y seguridad en la información), hasta el productivo (donde se implementaron estándares de calidad superiores y nuevos procesos).

Se organizaron programas de mentoría y equipos de trabajo multidisciplinarios. La comunicación interna se intensificó mediante canales multilingües y adaptados a las diferentes culturas. La flexibilidad y la adaptación fueron cruciales para superar las barreras iniciales y construir un ambiente de trabajo inclusivo y productivo, facilitando las transformaciones necesarias.

- **Enfoque Tecnológico:**

La inversión tecnológica fue un pilar fundamental de la integración. Se realizó una migración progresiva hacia la infraestructura digital del laboratorio internacional. Se reemplazó el sistema ERP local, enfocado en contabilidad, por un ERP integral con módulos MRP para la gestión de productos e inventarios. Se incorporaron plataformas de gestión de la cadena de suministro (SCM) y herramientas de Customer Relationship Management (CRM).

La ciberseguridad se fortaleció mediante protocolos y firewalls de última generación. También se impulsó la automatización de procesos productivos y administrativos para optimizar la eficiencia y reducir costos operativos.

La implementación de estos cambios requirió una inversión significativa, planificada en etapas para ser asumida íntegramente por el laboratorio argentino.

- **Enfoque de Calidad:**

La integración implicó la adopción de los rigurosos estándares de calidad y certificaciones internacionales del laboratorio. Se revisaron y actualizaron los procesos de producción y control de calidad de la pyme argentina para alinearlos con estas normativas. Se incorporaron dos nuevos departamentos: Regulatorio y Garantía de Calidad, fortaleciendo los controles internos y la aprobación de productos.

Se implementaron sistemas de gestión de calidad internacionales y regulaciones específicas de la industria farmacéutica. Se realizaron auditorías internas y externas para asegurar el cumplimiento de los estándares y la mejora continua. Con la nueva infraestructura tecnológica, se fortaleció la trazabilidad de los productos, garantizando la seguridad y la confianza de los consumidores. Se promovió una cultura de calidad a través de capacitaciones y la concientización de todos los empleados sobre la importancia de cumplir con los más altos estándares.

Se comenzó a trabajar en estándares de calidad que permitan superar auditorías de agencias regulatorias de otros países, como la agencia ANVISA de Brasil, con el objetivo de expandirse a mercados más exigentes.

- **Enfoque Financiero-Contable:**

La adquisición trajo consigo una redefinición completa de la gestión financiera y contable de la pyme argentina, alineándola con los estándares y procesos del laboratorio internacional.

Como se detalló en el enfoque tecnológico, se cambió el ERP utilizado. Se adoptaron las normas contables internacionales (NIIF/IFRS), generando una mayor transparencia y comparabilidad de la información financiera. Se establecieron nuevos circuitos de aprobación de pagos y presupuestos, fortaleciendo el control interno y la rendición de cuentas.

La elaboración de reportes financieros se volvió más exhaustiva y frecuente, pasando de informes básicos a análisis detallados mensuales y trimestrales destinados a la casa matriz. Esto incluyó la implementación de indicadores clave de rendimiento (KPIs) financieros para el seguimiento de la rentabilidad, la liquidez y la eficiencia operativa.

Se introdujeron nuevas políticas de gestión del flujo de efectivo y de control de costos, buscando optimizar los recursos financieros y mejorar la rentabilidad general de la operación en Argentina.