

# La estrategia de reestructuración de la cartera de negocios orientada a la creación de valor: el caso del Grupo Uralita<sup>1</sup>

Miguel Blanco Callejo • Francisco Javier Forcadell Martínez • Luis Ángel Guerras Martín  
Universidad Rey Juan Carlos

RECIBIDO: 6 de octubre de 2008

ACEPTADO: 1 de junio de 2009

---

**Resumen:** A pesar de la importancia, actualidad y extensión de la estrategia de reestructuración de la cartera de negocios en empresas diversificadas en todo el mundo, existe una significativa escasez de estudios dentro del contexto corporativo español. Este trabajo parte de un modelo de análisis general de la reestructuración de la cartera de negocios bajo el enfoque basado en los recursos, y pretende aportar evidencias empíricas mediante el estudio en profundidad del caso del Grupo Uralita, empresa que ha desarrollado recientemente esta estrategia. Los resultados del estudio empírico, de carácter exploratorio, muestran, de acuerdo con los argumentos teóricos que se exponen en el trabajo, que la reestructuración permite corregir situaciones de exceso de diversificación de la cartera de negocios de la empresa que generan ineficiencias y destrucción de valor, posibilitando una explotación óptima de las competencias esenciales que conducen a una mejora de los resultados económicos y a la creación de valor en el mercado.

**Palabras clave:** Sobrediversificación / Reestructuración de cartera de negocios / Creación de valor.

## Portfolio Restructuring Strategy Focused in Value Creation: The Grupo Uralita Case

**Abstract:** In spite of the importance and extension of portfolio restructuring strategy in diversified companies around the world there is a significant shortage of studies in the Spanish corporative context. This work starts from a resource based view approach model of analysis of portfolio restructuring. It tries to provide empirical evidences through an in depth analysis of the Grupo Uralita case, a Spanish company that has developed recently a portfolio restructuring strategy. The exploratory empirical results shown, according to theoretical arguments, that portfolio restructuring corrects overdiversification that generate inefficiencies and value destruction and drives the company to an optimal exploitation of core competences that lead to improve economic results and to increase significantly value creation in the stock market.

**Key Words:** Overdiversification / Portfolio restructuring / Value creation.

---

## INTRODUCCIÓN

La reestructuración empresarial (*corporate restructuring*) comprende una gran cantidad y variedad de acciones corporativas que tienen como consecuencia común la generación de múltiples cambios en la empresa (Johnson, 1996) orientados a la mejora de su rendimiento económico (Bowman *et al.*, 1999). Con el objeto de facilitar su análisis, la literatura ha articulado un sistema que la configura como una actividad multidimensional que puede afectar a la cartera de negocios, a la estructura financiera y a la estructura organizativa (Bowman y Singh, 1993; Gibbs, 1993; Johnson, 1996; Schendel, 1993; Singh, 1993; Stewart y Glassman, 1988).

La reestructuración de la cartera de negocios de una empresa diversificada, como estrategia que implica una nueva definición de los negocios en los que participa y que tiene una incidencia directa sobre su estrategia corporativa (Fox y Marcus, 1992; Hoskisson y Turk, 1990; Johnson *et al.*, 1993; Lockett y Thompson, 2001), ha sido considerada una de las decisiones más importan-

tes que pueden llegar a tomarse por la dirección de la empresa (Barney, 1999; Chang, 1996). La actualidad, extensión, consideración e importancia de esta opción estratégica en empresas multinegocio en cualquier contexto económico e institucional ha suscitado un notable interés tanto en el ámbito académico como en el directivo durante las últimas décadas (Bergh *et al.*, 2008; Hoskisson *et al.*, 2004).

Las empresas, a través de sus estrategias de desarrollo, se configuran como organizaciones multinegocio que pretenden crear valor generando ventajas corporativas a partir de sus diversas actividades. De hecho, la correcta definición del campo de actividad de las empresas multinegocio es actualmente un aspecto crítico para el correcto funcionamiento de la economía global (Collis y Montgomery, 2007). Sin embargo, no existe acuerdo sobre si la actividad multinegocio crea valor en todos los casos. En este sentido, la literatura académica sobre dirección estratégica se ha cuestionado si existen límites al crecimiento de la empresa diversificada (Holmström y Ti-

role, 1989; Markides, 1995; Palich *et al.*, 2000; Rumelt *et al.*, 1994). Es en este punto donde puede ubicarse la investigación sobre reestructuración de la cartera de negocios, que asume la existencia y superación de ese límite de crecimiento en algunas compañías (Markides, 1995) y que considera la reestructuración como una “corrección saludable” que devuelve a la empresa a una senda de eficiencia económica y de creación de valor (Bowman *et al.*, 1999; Johnson, 1996).

A pesar de la importancia de esa estrategia, esta situación contrasta con una sorprendente escasez de trabajos que sobre este ámbito de estudio pueden encontrarse fuera del mundo anglosajón (Hoskisson *et al.*, 2004; Kirchmaier, 2003). La literatura ha respondido a esta situación analizando recientemente las causas, antecedentes y consecuencias de la reestructuración de la cartera de negocios en empresas de países y de zonas geográficas que presentan diversos contextos institucionales y diferentes grados de desarrollo en sus instituciones económicas (Demidova, 2007; Jackson, 2007; Kim *et al.*, 2004; Park y Kim, 2008). En España, el análisis y estudio de esta estrategia representa una importante oportunidad de investigación, dada la escasez de trabajos que tratan sobre este tópico y la práctica ausencia de evidencias empíricas en empresas españolas (Hoskisson *et al.*, 2004; Suárez y Vicente, 2001, 2003; Suárez, 2002). En este sentido, se analizaron las operaciones de desinversión realizadas por empresas cotizadas españolas entre los años 1997 y 2004 procedentes de la base de datos Zephyr. En este análisis se detectó que al menos 18 empresas implantaron estrategias de reestructuración de sus carteras de negocios en ese período.

Tomando como punto de partida esa situación, el presente trabajo analiza la estrategia de reestructuración de la cartera de negocios en una empresa cotizada española –el Grupo Uralita–, y tiene dos grandes objetivos que pretenden dar respuesta a sendos “*gaps*” detectados en la literatura. En primer lugar, trata de contribuir a avanzar en la comprensión de esta estrategia, empleando como marco un enfoque teórico escasamente utilizado en la literatura sobre reestructuración de la cartera de negocios, debido básica-

mente a la dificultad de encontrar evidencias empíricas: el enfoque basado en los recursos. Así, el alcance del estudio pretende indagar en las posibles causas y antecedentes que pueden conducir a que las empresas se sitúen en una situación de sobrediversificación, y las consecuencias que tiene la implantación de esta estrategia sobre los resultados, la eficiencia económica y la creación de valor en el mercado. Ambos aspectos serán analizados vinculándolos con la necesidad de una explotación óptima y racional de las competencias esenciales de la empresa. En segundo lugar, el trabajo pretende aportar en el campo académico evidencias empíricas exploratorias en una empresa diversificada dentro del contexto institucional español.

Para alcanzar estos objetivos el trabajo se ha dividido en los siguientes apartados. En primer lugar, se pretende delimitar el planteamiento teórico de la investigación. Una vez completado, se describe la metodología de investigación empleada: el estudio de casos. Posteriormente, se analiza en detalle el caso del Grupo Uralita y la vinculación entre el análisis de la evolución estratégica de la empresa y el marco teórico descrito. El último apartado del trabajo presenta las conclusiones y las principales implicaciones directivas que pueden derivarse del trabajo.

## PLANTEAMIENTO TEÓRICO

### DEFINICIÓN Y ASPECTOS RELEVANTES DE LA REESTRUCTURACIÓN DE LA CARTERA DE NEGOCIOS

La literatura ha planteado diversas definiciones de la reestructuración de la cartera de negocios (Bergh, 1998; Bethel y Liebeskind, 1993; Bowman y Singh, 1993; Bowman *et al.*, 1999; Hoskisson *et al.*, 2004; Smart y Hitt, 1994). Todas estas definiciones señalan que el concepto se refiere al conjunto de líneas de negocios que configuran el campo de actividad de la empresa. Por otro lado, también inciden en algunos de los métodos de desarrollo empleados para llevar a cabo estas modificaciones: desinversiones y el empleo conjunto de inversiones y desinversiones. Por último, todas coinciden en que el resultado de llevarla a cabo sería una nueva configuración de negocios. Además, diversos trabajos

han defendido que la estrategia de reestructuración es una de las posibles respuestas que pueden dar los directivos ante una situación de destrucción de valor motivada por un nivel “excesivo” de diversificación (Baker, 1992; Dewitt, 1998; Donaldson, 1990; Gillan *et al.*, 2000; Markides, 1995). Por otro lado, la estrategia de reestructuración es capaz de mejorar el rendimiento y la creación de valor mediante una reducción del nivel de diversificación y una mayor especialización corporativa (Bethel y Liebeskind, 1993; Bowman *et al.*, 1999; Johnson, 1996; Markides, 1995).

Así, tratando de anuar todos los aspectos anteriormente reseñados, en este trabajo se propone la siguiente definición de trabajo de reestructuración de la cartera de negocios: es una estrategia que implica modificaciones en la configuración o composición de la cartera de negocios planteada como respuesta a una situación de destrucción de valor. Se realiza a través de diversos métodos de desarrollo que sirven para realizar ajustes a los límites de la empresa, cambiando su alcance o campo de actividad y definiendo nuevos modelos de asignación de recursos entre negocios con el objetivo de crear valor.

El estudio de la estrategia de reestructuración de la cartera de negocios se ha abordado desde tres enfoques teóricos: agencia, costes de transacción y enfoque basado en los recursos (EBR) –Goold *et al.*, 1994; Grant, 2006; Guerras y Navas, 2007–. En primer lugar, desde una perspectiva de agencia, se ha podido apreciar durante los últimos años una evolución en el establecimiento de prioridades por parte de la dirección de la empresa. Actualmente se favorece la creación de valor para el accionista frente a la primacía del crecimiento corporativo que había caracterizado la época anterior (Markides y Singh, 1997). Por otro lado, los trabajos vinculados a la economía de los costes de transacción han mostrado que mercados más turbulentos habían conducido a hacer más difícil y costosa la gestión de empresas diversificadas, lo que había influido en la composición de su cartera de negocios (Bergh y Lawless, 1998). Por último, las conclusiones de diversos trabajos del EBR invitaron a los directivos a reflexionar sobre la necesidad de concentrarse en los negocios centrales para conseguir una explotación óptima de sus recursos y capa-

cidades esenciales que condujeran a ventajas corporativas y, finalmente, a la creación de valor (Collis y Montgomery, 2007; Prahalad y Hamel, 1990).

#### **LA EMPRESA MULTINEGOCIO DESDE EL ENFOQUE BASADO EN LOS RECURSOS**

Centrándonos en este último enfoque, el EBR concibe la empresa multinegocio como una colección de recursos únicos que se emplean para competir en diferentes negocios (Barney, 1991; Capron *et al.*, 1998; Peteraf, 1993; Prahalad y Hamel, 1990; Wernerfelt, 1984). Con base en esta premisa, existen una serie de trabajos que defienden que la empresa sólo debería participar en negocios en los cuales tuviera una categoría específica de recursos –los esenciales–, que son precisamente aquellos que permiten generar ventajas competitivas sostenibles frente a la competencia (Prahalad y Hamel, 1990), lo que, a su vez, condicionaría sus modelos de asignación de recursos (Barney, 1991; Bowman y Singh, 1990; Porter, 1987).

En este sentido, la capacidad de las competencias esenciales como catalizadores del proceso de acumulación de recursos en otros negocios diferentes del esencial tiene un alcance limitado (Chang, 1996; Grant, 1991; Montgomery y Wernerfelt, 1988). La dirección suele encontrarse con el problema de que dichas competencias pierden valor gradualmente a medida que se van aplicando a negocios cada vez más alejados del central o esencial (Mahoney y Pandian, 1992; Markides y Williamson, 1994; Montgomery y Wernerfelt, 1988). El empleo de capacidades esenciales en empresas diversificadas va a permitir clasificar sus negocios en dos categorías: esenciales y periféricos (Markides, 1997; Prahalad y Hamel, 1990; Teece *et al.*, 1997). Los negocios esenciales se construyen sobre la base de recursos y capacidades esenciales y van a permitir a las empresas gozar en ellos de una ventaja competitiva sostenible frente a la competencia, lo que suele traducirse en unos mejores resultados (Leonard-Barton, 1992).

Por otro lado, los negocios periféricos tienen la consideración de marginales en relación con la estrategia a largo plazo de la empresa (Bowman y Singh, 1990). Estos normalmente son el resul-

tado de adquisiciones no relacionadas, y la compañía suele tener una posición competitiva débil en ellos (Grinyer y McKiernan, 1990). Esos negocios podrían generar mayores sinergias si fueran adquiridos por otras empresas o, incluso, si fueran vendidos a los directivos (Bowman y Singh, 1990). Por tanto, a la dirección le resulta difícil su integración, por lo que suelen mantener una situación de relativa independencia respecto del resto (Chang y Singh, 1999). Al no poder aprovechar completamente las ventajas derivadas de las competencias esenciales, los negocios periféricos suelen requerir que se añadan recursos complementarios de todo tipo –financieros, humanos e intangibles– como consecuencia de la necesidad de construir y mantener ventajas competitivas en esos dominios (Anand y Singh, 1997, Chang y Singh, 1999).

#### **EL AJUSTE RECURSOS-NEGOCIOS EN LA CORPORACIÓN Y SUS FACTORES DETERMINANTES**

Itami (1987) considera la relación entre recursos y negocios de una empresa multinegocio bajo la idea de un ajuste dinámico entre la cartera de producto-mercado (negocios) y la cartera de recursos que está de acuerdo con la concepción dinámica del EBR (Dosi *et al.*, 2000; Markides y Williamson, 1994; Prahalad y Hamel, 1990; Teece *et al.*, 1997). En cualquier caso, la pregunta clave a la que se debe responder es la siguiente: ¿el ajuste recursos-negocios crea ventajas corporativas o destruye valor? (Collis y Montgomery, 2007). En el caso de que hubiese destrucción de valor, una de las posibles opciones sería la introducción de cambios en la cartera de negocios, que ofrecerían la posibilidad de mejorar el ajuste (Campbell y Sommers, 1997). Sin embargo, la labor de la alta dirección no se limita al ajuste dinámico, sino que requiere además llevar a cabo una gestión estratégica del reparto de recursos entre los diversos negocios que configuran su cartera (Barney, 1995; Grant, 1991; Goold y Luchs, 1993). Según los argumentos expuestos, la consecución de un buen ajuste entre recursos y negocios de la empresa conducirá a la creación de valor. A pesar de que existen diversos factores que pueden influir en esa relación, este trabajo se centra en dos: los factores

externos del entorno (Weston, 1994) y la capacidad limitada interna de los directivos para la gestión de carteras de negocio diversificadas (Mahoney, 1995).

De acuerdo con la literatura, los cambios en el entorno competitivo y en los mercados de capitales<sup>2</sup> son determinantes de la reestructuración de la cartera de negocios de la empresa (Bergh, 1998; Bowman y Singh, 1990; Johnson, 1996; Markides, 1995). Los trabajos sostienen que son las fuerzas del entorno externo las que determinan en gran medida el valor de sus recursos (Barney, 1995; Montgomery, 1995: 265; Porter, 1991) y su asignación entre los diferentes negocios que constituyen la cartera, modificando su importancia (Penrose, 1959, p. 79). La valoración de esa importancia corresponde a la dirección de la empresa. En ocasiones, las compañías generan deseconomías de escala directivas (Hoskisson y Turk, 1990; Penrose, 1959) o de gestión de la decisión (Hite *et al.*, 1987), provocadas por la incapacidad de los directivos de gestionar la diversidad de negocios que componen su cartera y controlarla cuando se supera su límite de diversificación (Hite *et al.*, 1987; Hoskisson y Turk, 1990; Markides, 1992; Penrose, 1959). Esta situación conduce a que se generen ineficiencias organizativas y de control, que se pueden producir por dos motivos: 1) por la necesidad de que los directivos conozcan todos los negocios en los que participa la empresa, 2) por la dificultad que presenta la gestión de carteras de negocio diversificadas (Hoskisson y Johnson, 1992; Kaiser y Stouraitis, 2001).

La ausencia de ajuste estratégico óptimo recursos-negocios conduce a un empleo ineficiente de los recursos. Esta situación implica que no se alcancen buenas posiciones competitivas en algunos negocios, lo que se traduce en una caída del rendimiento corporativo y en una reducción de valor (Gillan *et al.*, 2000; Hitt *et al.*, 1996; Hoskisson y Johnson, 1992; Kaiser y Stouraitis, 2001). En estas circunstancias, la reestructuración de la cartera de negocios implica que los recursos solamente se dirijan a proyectos que se consideren esenciales para mantener o ampliar la ventaja competitiva, siendo eliminados los proyectos marginales (Fox y Marcus, 1992, p. 75).

Así, la reestructuración de la cartera de negocios sería capaz de generar valor para la empresa

a partir de un mejor aprovechamiento de sus recursos (Johnson, 1996). Los negocios están más alineados con el entorno externo y los directivos se centran en los negocios que conocen mejor (Goold y Luchs, 1993; Daley *et al.*, 1997; Markides, 1993), mejoran y optimizan el empleo de los recursos y capacidades esenciales (Anand y Singh, 1997; Grant, 1991; Seth y Easterwood, 1993; Shleifer y Vishny, 1997), simplifican y perfeccionan sus sistemas de control (Bowman *et al.*, 1999; Dewitt, 1998; Hoskisson y Turk, 1990), potencian las sinergias entre negocios (Bowman *et al.*, 1999; Bergh, 1995; John y Ofek, 1995; Singh, 1993), y protegen la competitividad de la empresa frente a sus competidores (Matsusaka y Nanda, 2000).

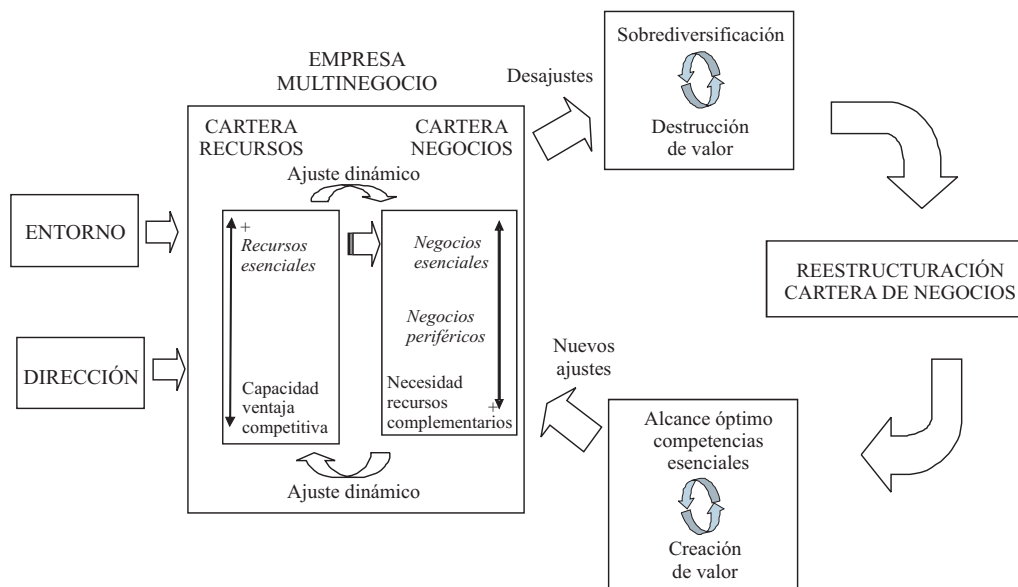
**EL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE LA CARTERA DE NEGOCIOS Y LA CREACIÓN DE VALOR**

La reestructuración puede realizarse empleando como modalidades de desarrollo las desinversiones, que permiten liberar recursos y buscar empleos alternativos, y el empleo conjunto de adquisiciones y desinversiones, que permiten reasignar recursos entre negocios (Hitt *et al.*, 1996). Las salidas de negocios implican que la empresa necesite “reorganizar y deshacerse” de los recursos asociados con los negocios que

abandona (Burgelman, 1994, p. 24). En la mayoría de los casos se trata de recursos obsoletos que pertenecen normalmente a negocios periféricos, y que presentan una limitada o inexistente contribución a la creación de valor del conjunto de negocios de la compañía (Bowman y Singh, 1990). Así, esta situación supone la desinversión de recursos de actividades cuyos rendimientos son inferiores al coste de capital y que son transferidos a otros negocios con mayor valor añadido (Bergh y Holbein, 1997; Dial y Murphy, 1995). A pesar de esta afirmación, Matsusaka (2001) advierte que dicha transferencia de recursos entre negocios debe realizarse siguiendo una lógica estratégica de creación de valor. El criterio para llevar a cabo las desinversiones debería ser el análisis de si las competencias distintivas en cada negocio son superiores a las de la competencia. En el caso de que no lo sean, la empresa se verá obligada a desinvertir ese negocio (Fox y Marcus, 1992).

Por tanto, la argumentación teórica a partir del EBR justifica que a través de la estrategia de reestructuración de la cartera de negocios se alcanzan nuevos apalancamientos de recursos derivados del ajuste entre la cartera de recursos y la cartera de negocios de la empresa multinegocio que enfocan a la organización hacia la creación de valor (figura 1).

**Figura 1.-** Planteamiento teórico de la reestructuración de la cartera de negocios



## CASO DE ESTUDIO: EL GRUPO URALITA

### METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

Para intentar obtener evidencias empíricas a partir del planteamiento teórico expuesto se decidió emplear como método de investigación un caso exploratorio-ilustrativo (Bonache, 1999). La literatura sostiene que la elección del caso debe hacerse de acuerdo con argumentos teóricos y no de forma aleatoria. Por lo que respecta a su relevancia, la elección de este caso estuvo motivada por la aparición de varias noticias de prensa que fueron publicadas durante el segundo trimestre de 2005. En ese momento, Uralita había publicado los mejores resultados de su historia que, según se explicaba en las noticias, eran atribuidas por la dirección de la empresa a la reestructuración de su cartera de negocios. Posteriormente, se desarrolló un análisis preliminar de las operaciones de desinversión de la sociedad, resultando, en comparación con el resto de las empresas del Mercado Continuo de la Bolsa Española, una de las compañías que presentaba por volumen e importancia un mayor número de operaciones de desinversión a la que se unía la característica especial de que había sido la primera empresa en España en la que había tenido éxito una OPA hostil.

Partiendo de esa base, se consideró adecuado el caso de Uralita para la presente investigación, ya que el caso era especial, al poseer todas las condiciones necesarias para llevar a cabo la confirmación: desafío –la ampliación de una determinada teoría–, raro –muy distinto a los demás casos posibles– o revelador –permite la exploración de un fenómeno determinado (Camp-

bell, 1975; Chiva, 2001; Pettigrew, 1990; Yin, 2003)–. Además, cumplía con criterios específicos tanto cualitativos como cuantitativos<sup>3</sup> de la literatura sobre reestructuración de la cartera de negocios (Hoskisson *et al.*, 1994; Markides, 1992). Así, se planteó la realización del estudio empírico cuya ficha técnica se detalla en la tabla 1.

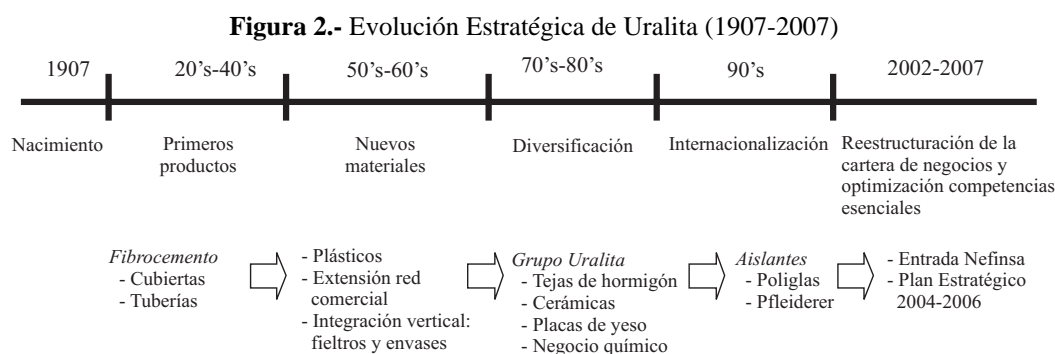
### EVOLUCIÓN ESTRATÉGICA DE URALITA

El Grupo Uralita es la empresa multinacional española más importante dedicada a la venta de materiales de construcción que cotiza en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid. Su negocio esencial ha sido tradicionalmente la fabricación y venta de diversos materiales de construcción, aunque cabe destacar que a lo largo de su historia desarrolló una estrategia de diversificación, introduciéndose en nuevos negocios y mercados, estrategia que fue revertida en 2002 a través de la reestructuración de su cartera de negocios (figura 2).

El análisis del caso se va a dividir en varios subapartados que pretenden reflejar la evolución estratégica de la empresa. Los dos primeros coinciden con la fase previa a la reestructuración de la cartera de negocios y describen la estrategia de crecimiento del Grupo Uralita y las consecuencias negativas en los resultados económicos y la creación de valor del exceso de diversificación de su cartera de negocios. Los dos últimos se corresponden con la fase posterior a la reestructuración de la cartera de negocios del Grupo y detallan el proceso de reestructuración y las consecuencias en términos de rendimiento económico y de creación de valor de su implantación.

**Tabla 1.-** Ficha técnica del estudio empírico

Caso de estudio	Grupo Uralita
Unidad de análisis	Empresa diversificada
Nivel de análisis	Estrategia corporativa
Representatividad del caso	Declaración pública de implantación de una estrategia de reestructuración de la cartera de negocios (julio 2003) y desinversión de negocios que representaban más del 10% del activo y de las ventas de la compañía (Plan Estratégico 2003-2006)
Ámbito geográfico	Contexto institucional español
Período de análisis	1907-2007
Fecha realización	2006-primer semestre 2008
Fuentes de información	Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, información obligatoria depositada por la empresa, informes anuales, informes de analistas, dossier de noticias de prensa, entrevistas abiertas con directivos y expertos sectoriales, otros (libros, informes)



FUENTE: Informe anual Uralita (2007).

### Estrategia de crecimiento de Uralita (1907-2002)

Los orígenes de la compañía datan de 1907, cuando un emprendedor catalán –José María Roviralta– introdujo en España un nuevo material para la construcción: el fibrocemento. La procedencia de este material de los Urales dio nombre a una nueva empresa: Uralita. El fibrocemento fue empleado masivamente en la fabricación de placas onduladas destinadas a cubrir edificios.

El despegue de la compañía se produjo tras la Guerra Civil (1936-1939), en las décadas de los cuarenta y cincuenta. La empresa, amparada por la necesidad de reconstrucción derivada del conflicto bélico y por un sistema económico proteccionista-autárquico, se expandió por todo el país. Además, el sector presentaba notables barreras de entrada derivadas de la tecnología, la maquinaria, los precios y la necesidad de realizar inversiones intensivas en espacio<sup>4</sup>, que protegieron y consolidaron su posición de liderazgo, convirtiendo progresivamente a sus productos en genéricos en toda España.

El inicio del proceso de diversificación de la compañía estuvo vinculado a la aparición a partir de los cincuenta y sesenta de nuevos materiales sustitutivos del fibrocemento para la fabricación de cubiertas y tuberías: la chapa galvanizada y el plástico. Así, las tuberías y cubiertas tradicionales de Uralita fabricadas en fibrocemento encontraron nuevas versiones sustitutivas, fundamentalmente en plástico, que fueron ofertadas a las constructoras.

Frente a la situación anterior, los nuevos materiales de construcción no requerían de grandes inversiones, lo que fomentó la aparición de nue-

vos oferentes en el mercado. Uralita reaccionó con una estrategia de diversificación defensiva: ofreciendo sus productos tradicionales en fibrocemento y añadiendo los mismos productos en plástico. Sin embargo, comercialmente Uralita defendía y potenciaba el fibrocemento, ya que le otorgaba mayores márgenes de beneficio. A la larga esta situación comenzó a erosionar su posición de liderazgo, ya que no fue capaz de alcanzar ventajas competitivas respecto de las compañías de ámbito local y regional, que ofertaban materiales de construcción en plástico exclusivamente y que, más especializadas, enfocadas y dinámicas, fueron ganando progresivamente cuota de mercado y ocupando posiciones de liderazgo en sus mercados.

Esta situación, junto al agotamiento de la fase de reconstrucción tras la Guerra Civil, produjo en la empresa un problema de exceso de capacidad. A consecuencia de esto, comenzó a contemplarse una reducción de plantilla. Sin embargo, los sindicatos –muy poderosos en Uralita– generaron un importante clima de conflictividad laboral. La dirección trató de buscar apoyos a esta iniciativa. Para ello se analizaron los procesos y productos que configuraban la cadena de valor del negocio y se trataron de realizar adquisiciones siguiendo una estrategia de integración vertical aguas arriba de negocios simples e intensivos en mano de obra: filtros y envases.

La extensión de la diversificación se produce a partir de la década de los setenta. En esta época, Uralita amplió su cartera de productos tratando de aprovechar su gran red comercial y las relaciones que había generado con sus clientes. Así, en 1974 se inició la producción de tejas de

hormigón, que fue complementada desde 1985 con la fabricación de teja cerámica. En 1977 se introdujo en España un concepto de tabiquería interior muy extendido en los Estados Unidos: la placa de cartón-yeso (Pladur). Este negocio sería el origen de la división de Yesos.

A mediados de los ochenta se confirmó que el amianto –material esencial para la fabricación de fibrocemento– tenía efectos perjudiciales para la salud de los trabajadores, lo que motivó que la empresa profundizase en su estrategia de diversificación. Se intentaba así diversificar el riesgo y garantizar su supervivencia. La empresa diseñó un plan de desarrollo que transformó la compañía: pasó de ser una empresa dedicada a la fabricación de materiales de fibrocemento a un grupo de empresas dedicado al suministro de todos los materiales de construcción necesarios para la obra.

Con base en esta estrategia, Uralita adquirió –durante la segunda mitad de los ochenta– varios negocios en los cuales la empresa no tenía una posición de liderazgo: cerámica plana (azulejos), cerámica sanitaria (sanitarios y equipamiento de baño), contenedores, filtros, placas metálicas, productos de protección contra el fuego y, por otro lado, se consolidaron otros gracias a nuevas adquisiciones e inversiones, como el negocio de placa de yeso (Pladur), que fueron muy rentables. Además, la empresa tomó conciencia de que existían dificultades de suministro de materias primas químicas para la fabricación de materiales en plástico (PVC) que permitieran dar respuesta a su demanda. Para tratar de resolver esta situación, Uralita adquirió en 1988 uno de los grupos químicos más importantes de España: Energía e Industrias Aragonesas.

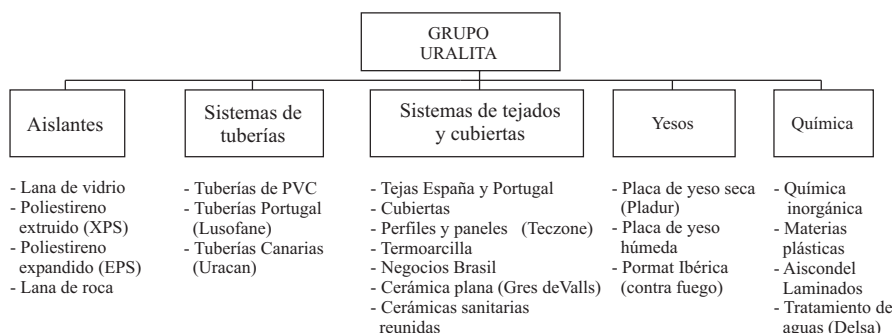
A partir de finales de la década de los ochenta, Uralita apostó por la internacionalización. Este proceso comenzó a adquirir importancia a partir de la entrada de Uralita en el negocio de aislantes con la adquisición de Poliglás en 1988. A través de su división de Aislantes, Uralita efectuó importantes inversiones internacionales en Europa. En diciembre de 2002, el Grupo Uralita adquirió la división de aislantes de la empresa alemana Pfeleiderer AG, lo que la convirtió en el tercer productor europeo de aislantes y en el segundo en aislantes de lana de vidrio y XPS (aislamiento térmico y acústico). Gracias a la aportación del negocio de aislantes, el Grupo Uralita consiguió a finales de 2002 una relevante diversificación geográfica, realizando aproximadamente un 50% de sus ventas fuera de España.

Así, Uralita se convirtió en un grupo de empresas que contaba con un importante nivel de diversificación en su cartera de negocios. A finales de 2002, Uralita tenía cinco unidades de negocio principales: cuatro en el sector de materiales de construcción (aislantes, tuberías, sistemas de tejados-cubiertas y yesos) y una en el sector químico que, a su vez, se dividían en veintiuna subunidades donde se englobaban los setenta centros productivos que se dedicaban a la fabricación de una gran variedad de productos heterogéneos (figura 3).

### Sobrediversificación de la cartera de negocios del Grupo Uralita

Tal y como se ha descrito, la fabricación y venta de materiales de construcción de fibrocemento constituyó el negocio original de Uralita. Sin embargo, posteriormente surgieron una serie

Figura 3.- La cartera de negocios de Uralita en el año 2002



FUENTE: Informes anuales Uralita.



de negocios satélite a su alrededor. Inicialmente, los nuevos productos tenían carácter complementario, se buscaban economías de escala e, incluso, se trataba de productos sustitutivos que eran ofertados por la empresa con un carácter defensivo, como las cubiertas y tuberías de plástico. El objetivo de esta estrategia era aprovechar las competencias esenciales en el área de producción y comercial<sup>5</sup>, que habían sido adquiridas a partir de la gestión del negocio original de la empresa. Así, el negocio original de Uralita era complementado por el resto de negocios que se iban incorporando a la cartera. En este sentido, cabe deducir que la alta demanda existente y la posición de liderazgo dominante de Uralita en el fibrocemento apuntan a que en aquel momento el negocio original generaba notables ingresos. Además, la larga trayectoria de Uralita en el proceso productivo de materiales de construcción basados en fibrocemento permite pensar que la curva de aprendizaje respecto a dicho negocio era significativa, lo que confería al resto de los negocios una cierta ventaja competitiva.

Con el paso del tiempo y de forma clara a partir de mediados de la década de los ochenta, fruto de la maduración del negocio esencial de la empresa y de la aparición del productos sustitutivos, el núcleo de la compañía se fue haciendo cada vez más pequeño y aparecieron nuevos negocios en la cartera, como consecuencia del proceso de diversificación que supuso una fuerza centrífuga descentralizadora en el Grupo. Esta diversificación implicó progresivamente un mayor alejamiento del negocio esencial de forma que, en lugar de generarse economías de escala entre el “*core business*” y los negocios de la compañía, comenzaron a aparecer deseconomías de escala y deseconomías de aprendizaje, lo que produjo desequilibrios y una falta de ajuste creciente entre la demanda de los diversos mercados de los negocios de la empresa y la capacidad de oferta de Uralita en cada uno de esos negocios.

Esta situación tuvo como consecuencia que, a medida que se produjo un aumento de la diversificación, se generó un desajuste entre el mercado y la propia escala de Uralita<sup>6</sup>, de tal forma que las ventajas que se buscaban a través del proceso de diversificación se convirtieron en desecono-

mías por sobredimensión, que contribuyeron a una pérdida del foco de la empresa. Estas deseconomías por exceso de dimensión tuvieron como consecuencia adicional una disminución de la competitividad del negocio esencial de la compañía, generando un problema, ya que el ajuste de dimensión era muy complejo tanto por los costes que actuaban como barreras de salida como, fundamentalmente, porque todo el proceso de diversificación había sido intensivo en mano de obra, con un poder sindical fuerte y grandes dificultades para poder realizar ajustes.

Además de este desajuste en los mercados, existieron varios factores que contribuyeron a que se generara una situación de exceso de diversificación, vinculada, de acuerdo con lo que se establecía en el planteamiento teórico del trabajo, a cambios en el entorno y a la capacidad limitada de la dirección para la gestión de una cartera de negocios tan amplia. En lo relativo al entorno, Uralita experimentó un notable aumento de la competencia fruto de la eliminación de barreras de entrada en el sector, debido a la necesidad de menores inversiones de capital para la fabricación de materiales de construcción en plástico, al atractivo del negocio de la construcción en España, a la introducción de nuestro país en la Comunidad Económica Europea y, por último, al aumento de la competencia derivado de la introducción en nuevos mercados donde existían ya empresas establecidas que defendían sus mercados frente a Uralita. Ese y otros factores, como la introducción de nuevas tecnologías, contribuyeron a aumentar la incertidumbre del entorno. Por último, la madurez y vinculación de los productos fabricados con fibrocemento portador de amianto con problemas para la salud de los trabajadores representó un cambio importante en el negocio esencial de Uralita, que favoreció la aparición de desajustes entre la cartera de recursos y la cartera de negocios.

En lo que respecta a la capacidad limitada de la dirección, el caso confirma la aparición de deseconomías en la gestión de la cartera de negocios, tal y como contemplaba la literatura. En primer lugar, para una empresa resulta complicado manejar una diversificación tan grande en un espacio tan limitado de tiempo, como la que llevó a cabo el Grupo Uralita durante la segunda

mitad de la década de los ochenta y primeros años de los noventa. En segundo lugar, se da la circunstancia de que en muchos de los negocios que adquirió Uralita no ocupaba una posición de liderazgo, lo que generaba desajustes frente a la situación anterior en la que los productos eran la marca líder y de referencia en todo el sector de la construcción, situación que requería de competencias y capacidades de las que en muchas ocasiones Uralita carecía. Por último, la empresa había adquirido un negocio químico que se constituyó en una nueva división para el que la dirección corporativa carecía de las competencias esenciales para su gestión y al que en muchas ocasiones aplicó la lógica estratégica inapropiada del negocio de materiales de construcción. Si, a estas circunstancias se une, además, una situación de reparto lineal de recursos financieros desde la dirección corporativa, en la que todos los negocios recibían un porcentaje equivalente de fondos sobre los presupuestos de inversión, es posible deducir que con frecuencia los negocios más eficientes de la cartera subvencionaban a otros menos eficientes.

Estos desajustes entre la cartera de recursos y la cartera de negocios del Grupo Uralita condujeron a una situación de destrucción de valor. De hecho, las acciones de Uralita perdieron la mitad de su valor entre 1997 y 2002, año en el que culminó la estrategia de crecimiento. En particular, la cotización media de las acciones de Uralita en esos ejercicios cayó un 20,5% en 1999, un 18,2% en 2000, un 13% en 2001 y un 13% hasta septiembre de 2002. Estas circunstancias habían provocado que la capitalización bursátil de Uralita cayese por debajo de los 300 millones de euros.

Además de la pérdida de valor bursátil, el Grupo Uralita había sufrido en 2002 un significativo deterioro de su rentabilidad y resultados, que se reflejaba en una caída del resultado neto de la sociedad dominante: desde los 34,9 millones de euros del año 2000 a menos de la mitad, 16,7 millones de euros en 2002. De hecho, en 2001 la empresa había facturado 198 millones de euros, lo que representaba un 38% menos que en el ejercicio precedente, y había registrado una notable caída en beneficios del 24%.

Esta situación fue acompañada, además, de un notable deterioro de la situación financiera,

donde la deuda, como consecuencia de las grandes operaciones de adquisición, fruto de la estrategia de crecimiento e internacionalización, había alcanzado la cifra de 472,3 millones de euros en 2002. De hecho, el endeudamiento del Grupo se multiplicó por ocho entre 1997 y 2002. En ese año, un informe de la sociedad de analistas Beta Capital valoraba la estructura de capital del Grupo Uralita como de un “nivel alto de endeudamiento” para una sociedad que tenía un valor en bolsa cercano a los 380 millones de euros, lo que suponía una ratio de deuda sobre EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) de 3,2 veces.

Ante esta situación de desajuste, el Grupo Uralita constituía un claro ejemplo de una sociedad con elevadas posibilidades de recibir una OPA. Además de los factores expuestos, la empresa carecía de un accionista de referencia, y el 70% de su capital cotizaba en el mercado. Si a esto se añade que, según fuentes de la compañía, la empresa contaba con un valor contable de 6,4 € por acción (1.400 millones de euros) y que el valor medio de cotización durante el año 2002 fue de 6,14 €, la cotización se situaba por debajo de su valor en libros. En estas circunstancias, el 11 de septiembre de 2002, Nefinsa S.A., propietaria de un 4,72% de las acciones de Uralita, lanzó una OPA, calificada como hostil por la dirección, sobre acciones representativas del 35% del capital social de la empresa, porcentaje que posteriormente se amplió al 41%, ofreciendo como contraprestación a los accionistas la cantidad de 7 € por acción frente a los 5,61 € a que cotizaban las acciones. La OPA constituyó la primera operación hostil que tuvo éxito en el contexto institucional español y, a finales de 2002, Nefinsa se convirtió en el principal accionista de la sociedad.

#### **Plan Estratégico (2004-2006): reestructuración de la cartera de negocios**

Una vez que la OPA de Nefinsa sobre Uralita tuvo éxito (diciembre 2002), el consejo de administración y la junta general de accionistas de la sociedad nombraron una nueva cúpula directiva. La nueva dirección anunció una estrategia de reestructuración de la cartera de negocios, centrándose “*en negocios caracterizados por una elevada rentabilidad y un potencial global*”

(Uralita, 2003). Según la nueva visión, la diversificación en negocios no relacionados, que no presentaran valores aceptables de rentabilidad y que no se encontraran bien posicionados en sus mercados, debían ser objeto de un proceso de desinversión. Esta estrategia condujo a la reestructuración de la cartera de negocios que fue definida explícitamente en el Plan Estratégico 2004- 2006.

En 2002, el Grupo realizaba su actividad en dos sectores no relacionados: el de los materiales de construcción (76,6% de las ventas) y el químico (23,4%). La nueva dirección de Uralita procedió a realizar una revisión profunda de todos los negocios de su cartera con el objetivo de evaluarlos y clasificarlos como estratégicos o no estratégicos. Esta revisión estuvo centrada en valorar, con base en sus competencias, en qué negocios Uralita podía aportar valor de una manera diferencial y significativa. Así, se utilizaron como criterios el posicionamiento de mercado, la evolución esperada del mismo, la fortaleza de sus marcas y de sus relaciones comerciales, la implantación industrial y tecnológica y las posibilidades de generar sinergias con otros negocios del Grupo. Tras este estudio, Uralita presentó su nuevo plan estratégico en julio de 2003 que quedó resumido en la siguiente frase: “*Empresa multinacional, de materiales de construcción, enfocada en Europa y con una posición de liderazgo en la península Ibérica*”.

Con el plan se pretendía potenciar los recursos económicos y humanos en los negocios estratégicos, definiendo líneas de actuación concretas para su fortalecimiento y crecimiento hacia el futuro, y proceder a la desinversión, cuando se produjeran oportunidades atractivas, de aquellos negocios no estratégicos que no contribuían a la creación de valor.

La nueva visión estratégica contemplaba el desarrollo de negocios de materiales de construcción en Europa, siendo sus actividades estratégicas aislantes, XPS y lana de vidrio; yesos, tejas y sistemas de tuberías. Estos negocios tenían la consideración de estratégicos debido a que en ellos la empresa disponía de activos diferenciados (Uralita, 2003), competencias esenciales diferenciales como eran posiciones de liderazgo en los mercados en los que operaban (tabla 2), una sólida base industrial y la imagen de marca, así

como un equipo gestor con amplia experiencia, dinámico y comprometido con los objetivos establecidos. Estos negocios habían representado en el año 2003 el 69% de las ventas y el 93% del EBITDA del Grupo. La prioridad en esos negocios era fortalecer y mejorar la posición competitiva, mejorando la eficiencia operativa, enfocando sus inversiones y aprovechando las sinergias entre negocios.

**Tabla 2.-** Posición en el mercado en la península Ibérica de negocios estratégicos

AISLANTES		YESOS		TEJAS Y CUBIERTAS		TUBERÍAS
Lana de vidrio	XPS	Placa de yeso	Yeso en polvo	Tejas	Cubiertas	Tub. PVC
2º	Líder	Líder	2º	Líder	Líder	Líder

FUENTE: Informes anuales de Uralita.

El resto de los negocios que formaban parte del Grupo eran el químico, el de aislantes en lana de roca y EPS, el de cerámica plana, el de cubiertas, el de perfiles y paneles, termoarcilla y, por último, las inversiones y negocios que tenía la empresa en Brasil. Todos estos negocios tuvieron la consideración de no estratégicos por carecer de potencial para la generación de valor, y en ellos la prioridad era conseguir mejorar la eficiencia operativa, consiguiendo una generación estable de caja y, por último, desinvertir ordenadamente, realizando tales desinversiones únicamente en el caso que se pudiesen materializar a un precio que reflejara el valor estratégico del activo. La tabla 3 recoge el proceso de reestructuración de la cartera de negocios del Grupo Uralita.

El proceso de reestructuración de la cartera de negocios culminó en enero de 2006 con la venta de la subunidad de negocio de cubiertas a Huurre Ibérica. Como resultado del mismo, el Grupo Uralita se encontró más enfocado, el número de unidades de negocios en la cartera se redujo a cuatro, las subunidades de negocio de veintiuna a seis y el número de fábricas disminuyó de setenta a treinta y ocho. De esta forma, la compañía se había polarizado hacia cuatro unidades de negocio estratégicas, en las cuales Uralita podía competir por escala, capacidades y posición competitiva (tabla 4). Como consecuencia de este proceso, se produjo una signifi-

cativa reducción en el número de empleados de la empresa, pasando de 6.326 trabajadores en 2003 a 4.059 a 31 de diciembre de 2007.

### Reestructuración de negocios y creación de valor

Los objetivos del Plan Estratégico de Uralita 2004-2006, que supuso la reestructuración de la cartera de negocios de la empresa, se encontraban claramente establecidos y pretendían desarrollar dos líneas fundamentales de actuación: convertir a Uralita en “una referencia de creación de valor en el sector de materiales de construcción” (Uralita, 2002, p. 3) y, por otro lado, tratar de maximizar el potencial de rentabilidad

del Grupo capturando las sinergias de la integración del Grupo e impulsar la rentabilidad a través del crecimiento orgánico de los negocios esenciales. Tras el desarrollo del plan estratégico, la compañía debía ser capaz de aprovechar las ventajas de escala, así como optimizar y racionalizar el uso de los recursos operativos y financieros, priorizando su asignación en función de criterios de creación de valor a largo plazo. El nuevo Grupo Uralita, más enfocado en torno a sus negocios esenciales, fue capaz de explotar de forma óptima sus fortalezas para mejorar su rentabilidad y crear valor en el mercado. Así, la empresa, a partir de la selección de los negocios con base en las competencias esenciales con las que contaban, disponía de una fuerte posición in-

**Tabla 3.-** Reestructuración de la cartera de negocios de Uralita

UNIDAD DE NEGOCIO	SUBUNIDADES	NEGOCIO ESTRATÉGICO	FECHA DESINVERSIÓN
Aislantes	Lana de vidrio	◆	
	Poliestireno extr. (XPS)	◆	
	Poliestireno expand. (EPS)	-	Diciembre 2003
	Lana de roca	-	Diciembre 2003
Tuberías y accesorios	Tubería de PVC	◆	
	Tuberías de Portugal	-	Abril 2005
	Tuberías Canarias	-	Abril 2005
Tejados	Tejas España y Portugal	◆	
	Cubiertas	-	Enero 2006
	Perfiles y paneles	-	Noviembre 2005
	Termoarcilla	-	Enero 2005
	Negocios Brasil	-	Enero 2005
	Cerámica plana	-	Diciembre 2003
	Cerámica sanitaria	-	Enero 2003
Placa de yeso	Pladur (seca)	◆	
	Placa de yeso Húmeda	◆	
	Promat Ibérica	-	Marzo 2004
Química	Química inorgánica	-	Mayo 2005
	Materias plásticas	-	Mayo 2005
	Aiscondel laminados	-	Julio 2003
	Tratamiento de aguas	-	Mayo 2005

FUENTE: Elaboración propia a partir de Informes anuales de Uralita (2002-2007).

**Tabla 4.-** Evolución de las ventas sobre el total de las ventas del Grupo Uralita (%)<sup>7</sup>

AÑO	AISLANTES	SISTEMAS DE TUBERÍAS	TEJADOS Y CUBIERTAS	YESOS	SANITARIOS Y OTRAS	QUÍMICA
1998	13,8	19	18,2	9,2	14,5	25,3
1999	15,2	19,8	21,6	10,1	9,4	23,9
2000	15,7	19	22,4	10,2	7,3	25,4
2001	17	18,4	21,5	11,8	6,4	24,7
2002	22	18,2	22	12,3	2,1	23,4
2003	33	16	18,6	12,3	0,1	20
2004	33	16	16,3	13,7	-	21
2005	44,6	16,6	18,5	20,3	-	-
2006	49,5	16,8	10,3	23,4	-	-
2007	50	18	10	22	-	-

FUENTE: Elaboración propia a partir de los Informes anuales del Grupo Uralita (1998-2007).

ternacional en áreas de gran crecimiento, se especializó en “productos ganadores” con una posición de liderazgo en el mercado y pudo explotar de forma óptima su fortaleza comercial en España.

El resultado del plan estratégico y de la reestructuración de la cartera de negocios se puede calificar de muy exitoso. Así, en términos de creación de valor para el accionista, la acción de Uralita experimentó una notable revalorización por encima de los índices bursátiles de referencia generales y específicos del sector (figura 4) y superó la revalorización de varias empresas de la competencia. La capitalización de Uralita pasó de 361,1 millones de euros a 31 de diciembre de 2002 a 1.185 millones de euros a cierre del ejercicio 2007. Este incremento se vio acompañado por un importante aumento de la retribución al accionista a través de la política de dividendos, que en términos de dividendo ordinario pasó de 9 céntimos de euro en 2004 a 43 céntimos de euro en 2007. De hecho, si se considera el incremento del valor de la acción y del dividendo, la rentabilidad total para el accionista en 2007 fue del 29%.

En lo que respecta a la rentabilidad económica y al resultado del Grupo, este pasó de una cifra de 16,7 millones de euros en 2002 a 85,4 millones de euros en 2007. El EBITDA aumentó de 162 millones de euros en 2003 a 224 millones de euros en 2007. Además, la compañía consiguió incrementar en 8 puntos porcentuales el margen EBITDA sobre ventas, pasando del 12,5% en 2002 al 20,5% en 2007. Estos parámetros han sido consecuencia de la mejora de resultados

operativos de todos los negocios estratégicos (tabla 5), junto a las desinversiones de negocios no estratégicos. Estos resultados generaron un gran volumen de flujos libres de caja, que permitieron reducir la deuda de Uralita en más de 335 millones de euros desde una ratio de 3,2 veces el EBITDA en 2002 hasta una de 0,6 en 2007, mejorando notablemente la situación financiera de la compañía y dejándola lista para afrontar un nuevo período de crecimiento en el futuro.

**Tabla 5.-** Evolución de las cifras claves por negocios (en millones de euros)

CIFRAS CLAVE (mill. €)	2003	2004	2005	2006	2007
AISLANTES					
Ventas	434,5	435,3	440	495,9	542,4
EBITDA	72,1	74,2	55,4	87,4	130,4
Margen s/ventas	16,6%	17%	12,6%	17,6%	24%
YESOS					
Ventas	164,7	182,2	199,6	234,4	246,3
EBITDA	45,6	52,2	58,5	69,1	67,4
Margen s/ventas	27,7%	28,6%	29,3%	29,5%	27,4%
TEJAS <sup>8</sup>					
Ventas	260,8	230,3	182,6	102,9	107,2
EBITDA	33,3	32,3	21,8	17	16,7
Margen s/ventas	12,8%	14%	11,9%	16,5%	15,6%
TUBERÍAS					
Ventas	277,6	212,7	163,7	186,6	198,8
EBITDA	7,4	2,2	3,6	11	15,9
Margen s/ventas	3,2%	1%	2,2%	6,5%	8%

FUENTE: Informe anual de Uralita (2007).

## DISCUSIÓN Y CONCLUSIONES

La estrategia de crecimiento de Uralita la convirtió en un grupo de empresas con un elevado grado de diversificación e internacionalización en su cartera a finales de la década de los

**Figura 4.-** Evolución de la acción de Uralita comparada con el Ibex-35 desde 2003



FUENTE: Informe anual de Uralita (2007).

noventa. Sin embargo, la ampliación de la cartera de negocios del Grupo, con actividades cada vez más alejadas de su negocio esencial, la fabricación de tuberías y cubiertas de fibrocemento, motivó que no pudieran aplicarse las competencias esenciales de producción y comerciales a todos los nuevos negocios y especialmente a los no relacionados (en particular el negocio químico). Esta situación provocó la aparición de desajustes entre la cartera de recursos y la cartera de negocios de la empresa. Esta circunstancia se vio acompañada del efecto derivado de la interacción de una serie de factores del entorno y la dificultad de gestión de negocios de una cartera amplia por parte de la dirección corporativa de Uralita. Como consecuencia de esto, los resultados económicos de la empresa se deterioraron notablemente y las acciones de la compañía perdieron la mitad de su valor entre 1997 y 2002.

Dicha destrucción de valor derivada de una diversificación excesiva y la oportunidad de mejorar su gestión, motivaron el lanzamiento de una OPA hostil por parte de Nefinsa a finales de 2002, cuyo resultado positivo constituyó el primer caso de oferta hostil exitosa dentro del contexto corporativo español. Una vez culminada la toma de control, la nueva dirección de la empresa decidió aplicar una estrategia de reestructuración de la cartera de negocios. Esta estrategia se diseñó bajo la clave de valorar las competencias esenciales de las que disponían los negocios que configuraban la cartera de negocios de Uralita. Así, aquellos negocios que disponían de activos estratégicos que les permitían generar ventajas competitivas en sus mercados se mantuvieron en la cartera, mientras que el resto se calificaron como no estratégicos y se procedió a su desinversión ordenada.

Como consecuencia de esta estrategia, la dirección orientó sus recursos y explotó sus competencias esenciales potenciando la inversión en los cuatro negocios estratégicos de la empresa y mejorando su eficiencia y rentabilidad. Asimismo, definió una nueva estructura organizativa que tratara de aprovechar al máximo las sinergias entre los distintos negocios del Grupo, fomentando las positivas y eliminando las negativas, optimizó las capacidades directivas dentro

de la empresa y consiguió definir una compañía más enfocada y que, mediante el crecimiento orgánico en esos negocios, estaba orientada a la creación de valor y a la generación de una ventaja corporativa. El resultado de la nueva orientación estratégica dada al Grupo se puede calificar como de muy exitosa, ya que han registrado desde su implantación notables revalorizaciones bursátiles, ha mejorado el rendimiento económico y operativo de todos sus negocios estratégicos esenciales y, por último, ha reducido su elevado endeudamiento, dejando a la compañía en disposición de afrontar un nuevo período estratégico definido bajo los criterios de crecimiento rentable en sus negocios esenciales.

De esta forma, los resultados del caso analizado permiten confirmar varios argumentos expuestos en la literatura sobre reestructuración de la cartera de negocios dentro del contexto de Europa continental (Hoskisson *et al.*, 2004). En primer lugar, los resultados apoyan la idea de que las empresas tienen un límite idiosincrásico de crecimiento (Markides, 1995) y que la superación de ese límite de crecimiento coloca a las compañías en una situación ineficiente que conduce a la destrucción de valor (Baker, 1992; Kaiser y Stouraitis, 2001). El caso de Uralita permite corroborar que la relación entre la estrategia de diversificación y los resultados tiene forma de U invertida, de manera que cuando se supera el límite de diversificación se produce una caída en los resultados (Palich *et al.*, 2000).

En segundo lugar, y de acuerdo con el enfoque basado en los recursos, el caso ofrece evidencias muy claras que muestran una relación directa entre el límite de crecimiento de la empresa y la capacidad limitada de emplear competencias esenciales del negocio central en negocios cada vez más alejados de la matriz (Meyer, 2006; Penrose, 1959). Este resultado invita a los directivos a la reflexión y aconseja una valoración coherente, objetiva y realista de las competencias esenciales de las compañías y de su alcance cuando las empresas diseñan sus estrategias de desarrollo.

Por último, el caso también muestra que la implantación de una estrategia de reestructuración de la cartera de negocios puede conducir a mejorar sensiblemente los resultados económicos y operativos de la empresa y a un significati-

vo incremento de la creación de valor para los accionistas (Bowman *et al.*, 1999; Johnson, 1996; Kaiser y Stouraitis, 2001). Esta mejora se relaciona con una explotación óptima de las competencias esenciales de la organización, que permite a través de nuevos apalancamientos de los recursos un mejor ajuste entre la cartera de recursos y la cartera de negocios de la empresa.

A pesar de las limitaciones que pueden deducirse de que los resultados y conclusiones se hayan extraído del análisis de un único caso y que el modelo de análisis tenga carácter general, el presente estudio realiza una serie de contribuciones a la literatura en dirección estratégica. En primer lugar, en este trabajo se plantea un modelo de análisis integrado, de la reestructuración de la cartera de negocios desde el enfoque basado en los recursos, enfoque que ha sido parcial y escasamente empleado para el análisis de esta estrategia en la literatura (Bergh, 1998; Suárez y Vicente, 2001). En segundo lugar, los resultados y el análisis del caso del Grupo Uralita se consideran novedosos y pioneros en el estudio de la estrategia de reestructuración de la cartera de negocios dentro del contexto corporativo español (Hoskisson *et al.*, 2004). Por último, el análisis de un caso en profundidad ha permitido, gracias al nivel de detalle conseguido, delimitar algunas de las competencias esenciales de la empresa y relacionarlas con sus estrategias de desarrollo y con la reestructuración de la cartera de negocios (Barney, 1995).

A partir de estas contribuciones, este estudio presenta entre sus líneas futuras de investigación la contrastación cuantitativa de las relaciones mediante el empleo de una muestra más amplia de empresas que permita incrementar la generalización y fiabilidad de los resultados, así como ampliar el desarrollo teórico del modelo que haga factible construir un modelo general de análisis sobre la reestructuración de la cartera de negocios.

## NOTAS

1. Este trabajo ha sido financiado por el proyecto SEJ2005-08805 del Ministerio de Educación y Ciencia y por la Cátedra Iberdrola de Investigación en Dirección y Organización de Empresas.
2. Para Bowman y Singh (1990), los cambios fundamentales en el entorno competitivo fueron el incremento de la competencia internacional, las elevadas tasas de cambio tecnológico y el aumento de la presión competitiva en los mercados globales. Por otro lado, los cambios en los mercados de capitales se debieron fundamentalmente a la aparición de nuevos instrumentos financieros y a la mayor tolerancia hacia niveles de deuda más elevados en la estructura de capital.
3. Desde un punto de vista cualitativo, el presidente de Uralita manifestó expresamente en julio de 2003 la intención de la compañía de desarrollar una estrategia de reestructuración de la cartera de negocios del Grupo. Por otro lado, desde un punto de vista cuantitativo, las desinversiones de negocios supusieron más del 10% de la base de activos de la empresa y más del 10% de las ventas de la empresa. Este límite del 10% es considerado en la literatura como una manifestación de que la reestructuración de la cartera supone una modificación relevante en su composición (Hoskisson *et al.*, 1994; Markides, 1992).
4. Las tuberías y cubiertas de fibrocemento tardan varios días en fraguar, por lo que precisan de grandes piscinas y superficies para su fabricación.
5. Además de la experiencia acumulada en el área de producción de fabricación de materiales de construcción en fibrocemento, los productos en fibrocemento del Grupo Uralita se habían convertido en "genéricos", ocupaban una posición de liderazgo dentro del sector de la construcción en España y, además, la capilaridad de la red comercial de Uralita abarcaba prácticamente la totalidad del Estado Español, consolidándose como una de las principales fortalezas de la organización.
6. De acuerdo con la evolución estratégica del Grupo Uralita, se pueden distinguir dos momentos en lo que respecta a la evolución de la demanda. Durante una primera etapa (décadas de los cincuenta-setenta), la demanda tiraba de la empresa. De hecho, en ocasiones Uralita carecía de plantas productivas para dar respuesta a toda la demanda que recibía. Posteriormente, a mediados de la década de los setenta y debido a la reducción en el ritmo de crecimiento derivado de la crisis del petróleo y a la aparición de productos sustitutivos más baratos y eficientes en plástico ofertados por la competencia, se produjo un frenazo en la demanda de materiales de construcción en fibrocemento –negocio original de Uralita–, lo que situó a la empresa en una situación de exceso de capacidad.
7. Cabe destacar que la significativa reducción en la importancia de las ventas del negocio de tejados y

cubiertas se debió a que bajo esta división se encontraban englobadas un gran número de unidades de negocio que fueron desinvertidas en el proceso de reestructuración de la cartera de negocios (tabla 3).

8. Las ventas no incluyen las ventas intragrupo y las de los negocios estratégicos desinvertidos.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANAND, J.; SING, H. (1997): "Asset Redeployment, Acquisitions and Corporate Strategy in Declining Industries", *Strategic Management Journal*, vol. 18, núm. 1, pp. 99-118.
- BAKER, G.P. (1992): "Beatrice: A study in the Creation and Destruction of Value", *The Journal of Finance*, vol. 47, núm. 3, pp. 1081-1119.
- BARNEY, J. (1991): "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management*, vol. 17, núm. 1, pp. 99-120.
- BARNEY, J. (1995): "Looking Inside for Competitive Advantage", *Academy of Management Executive*, vol. 9, núm. 4, pp. 49-61.
- BARNEY, J. (1999): "How a Firm's Capabilities Affect Boundary Decisions", *Sloan Management Review*, vol. 40, núm. 3, pp. 137-145.
- BERGH, D. (1995): "Size and Relatedness of Units Sold: An Agency Theory and Resource Based Perspective", *Strategic Management Journal*, vol. 16, núm. 33, pp. 221-239.
- BERGH, D. (1998): "Product-Market Uncertainty, Portfolio Restructuring, and Performance: An Information-Processing and Resource Based View", *Journal of Management*, vol. 24, núm. 2, pp. 135-155.
- BERGH, D.; HOLBEIN, G.F. (1997): "Assessment and Redirection of longitudinal Analysis: Demonstration with a Study of the Diversification and Divestiture Relationship", *Strategic Management Journal*, vol. 18, núm. 7, pp. 557-571.
- BERGH, D.D.; JOHNSON, R.A.; DEWITT, R. (2008): "Restructuring Through Spin-Off or Sell-Off: Transforming Information Asymmetries Into Financial Gain", *Strategic Management Journal*, vol. 29, núm. 2, pp. 133-148.
- BERGH, D.D.; LAWLESS, M.W. (1998): "Portfolio Restructuring and Limits to Hierarchical Governance: The Effects of Environmental Uncertainty and Diversification Strategy", *Organization Science*, vol. 9, núm. 1, pp. 87-102.
- BETHEL, J.E; LIEBESKIND, J. (1993): "The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring", *Strategic Management Journal*, vol. 14, Special Issue, pp. 15-32.
- BONACHE, J. (1999): "El estudio de casos como estrategia de construcción teórica: características, críticas y defensas", *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa*, núm. 3, pp. 123-140.
- BOWMAN, E.H.; SINGH, H. (1990): "Overview of Corporate Restructuring; Trends and Consequences", en L. Rock y R.H. Rock [ed.]: *Corporate Restructuring*, pp. 1-16. New York: Mc Graw-Hill.
- BOWMAN, E.H.; SINGH, H. (1993): "Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm", *Strategic Management Journal*, vol. 14, (Summer), pp. 5-14.
- BOWMAN, E.H.; SINGH, H.; USEEM, M.; BHADURY, R. (1999): "When Does Restructuring Improve Economic Performance?", *California Management Review*, vol. 41, núm. 2, pp. 33-54.
- BRAUER, M. (2006): "What Have we Acquired and what Should Acquire in Divestiture Research?: A Review and Research Agenda", *Journal of Management*, vol. 32, núm. 6, pp.751-785.
- BURGELMAN, R. (1994): "Fading Memories: A Process Theory of Strategic Business Exit in Dynamic Environments", *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, núm. 1, pp. 24-56.
- CAMPBELL, D.T. (1975): "Degrees of Freedom and the Case Study", *Comparative Political Studies*, vol. 8, núm. 3, pp. 178-193.
- CAPRON, L.; DUSSAUGE, P.; MITCHELL, W. (1998): "Resource Redeployment Following Horizontal Acquisitions in Europe and North America, 1988-1992", *Strategic Management Journal*, vol. 19, núm. 7, pp. 631-661.
- CAPRON, L.; MITCHELL, W.; SWAMINATHAN, A. (2001): "Asset Divestiture Following Horizontal Acquisitions: A Dynamic View", *Strategic Management Journal*, vol. 22, núm. 9, pp. 817-844.
- CHANG, S.J. (1996): "An Evolutionary Perspective on Diversification and Corporate Restructuring: Entry, Exit and Economic Performance During 1981-1989", *Strategic Management Journal*, vol. 17, núm. 8, pp. 587-611.
- CHANG, S.J.; SINGH, H. (1999): "The Impact of Modes of Entry and Resource Fit on Modes of Exit by Multibusiness Firms", *Strategic Management Journal*, vol. 20, núm. 11, pp. 1019-1035.
- CHIVA, R. (2001): "El estudio de casos explicativo. Una reflexión", *Revista de Economía y Empresa*, núm. 41, pp. 119-132.
- COLLIS, D.J.; MONTGOMERY, C.A. (2007): *Estrategia corporativa: Un enfoque basado en los recursos*. Madrid: McGraw-Hill.
- DALEY, L.; MEHROTRA, V.; SIVAKUMAR, R. (1997): "Corporate Focus and Value Creation. Evidence from Spinoffs", *Journal of Financial Economics*, vol. 45, núm. 2, pp. 257-281.



- DEMIDOVA, E. (2007): "Hostile Takeovers and Defences Against Them in Russia", *Problems of Economic Transition*, vol. 50, núm. 1, pp. 44.
- DEWITT, R.L. (1998): "Firm, Industry and Strategy Influences on Choice of Downsizing Approach", *Strategic Management Journal*, vol. 19, núm. 1, pp. 59-79.
- DIAL, J.; MURPHY, K.J. (1995): "Incentives, Downsizing, and Value Creation at General Dynamics", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, núm. 3, pp. 261-314.
- DONALDSON, G. (1990): "Voluntary Restructuring: The Case of General Mills", *Journal of Financial Economics*, vol. 4, núm. 3, pp. 117-141.
- DOSI, G.; NELSON, R.R.; WINTER, S.G. [ed.] (2000): *The Nature and Dynamics of Organizational Capabilities*. New York: OUP.
- FOX, I.; MARCUS, A. (1992): "The Causes and Consequences of Leveraged Management Buyouts", *Academy of Management Review*, vol. 17, núm. 1, pp. 62-85.
- GIBBS, P.A. (1993): "Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat and Free Cash Flow", *Strategic Management Journal*, vol. 14, Special Issue, pp. 51-68.
- GILLAN, S.L.; KENSINGER, J.W.; MARTIN, J.D. (2000): "Value Creation and Corporate Diversification: The Case of Roebuck & Co.", *Journal of Financial Economics*, vol. 55, pp. 103-137.
- GOOLD, M.; CAMPBELL, A.; ALEXANDER, M. (1994): *Corporate Level Strategy. Creating Value in the Multibusiness Company*. New York: Wiley.
- GOOLD, M.; LUCHS, K. (1993): "Why Diversify? Four Decades of Management Thinking", *Academy of Management Executive*, vol. 7, núm. 3, pp. 7-25.
- GRANT, R.M. (1991): "The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation", *California Management Review*, vol. 33, núm. 3, pp. 114-135.
- GRANT, R.M. (2006): *Dirección estratégica: concepto, técnicas y aplicaciones*. Madrid: Thomson/Cívitas.
- GRINYER, P.; MCKIERNAN, P. (1990): "Generating Major Change in Stagnating Companies", *Strategic Management Journal*, vol. 11, núm. 4, pp. 131-146.
- GUERRAS, L.A.; NAVAS, J.E. (2007): *La dirección estratégica de la empresa: teoría y aplicaciones*. 4ª ed. Madrid: Thompson/Cívitas.
- HITE, G.L.; OWERS, J.E.; ROGERS, R.C. (1987): "The Market for Inter-Firm Asset Sales: Partial Sell-Offs and Total Liquidations", *Journal of Financial Economics*, vol. 18, núm. 2, pp. 229-252.
- HITT, M.A.; HOSKISSON, R.E.; JOHNSON, R.A.; MOESEL, D.D. (1996): "The Market for Corporate Control and Firm Innovation", *Academy of Management Journal*, vol. 39, núm. 5, pp. 1084-1119.
- HOLSTRÖM, B.R.; TIROLE, J. (1989): "The Theory of the Firm", en R. Schmalensee y R.D. Willig [ed.]: *Handbook of Industrial Organization*, vol. 1, pp. 61-133. Amsterdam: North Holland.
- HOSKISSON, R.E.; CANNELLA, A.; TIHANYI, L.; FARACI, R. (2004): "Asset Restructuring and Business Group Affiliation in French Civil Law Countries", *Strategic Management Journal*, vol. 25, núm. 6, pp. 525-539.
- HOSKISSON, R.E.; HITT, M.A.; MOESEL, D.D. (1994): "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy, and Performance", *Academy of Management Journal*, vol. 37, núm. 5, pp. 1207-1251.
- HOSKISSON, R.E.; JOHNSON, R.A. (1992): "Corporate Restructuring and Strategic Change: The Effect on Diversification Strategy and R&D Intensity", *Strategic Management Journal*, vol. 13, núm. 8, pp. 625-634.
- HOSKISSON, R.E.; TURK, T.A. (1990): "Corporate Restructuring: Governance and Control Limits of the Internal Capital Market", *Academy of Management Review*, vol. 15, pp. 459-477.
- ITAMI, H. (1987): *Mobilizing Invisible Assets*. Cambridge: Harvard University Press.
- JACKSON, G. (2007): "How Government And Industry are Reforming Japanese Capitalism", *Pacific Affairs*, vol. 80, núm. 1, pp. 103-107.
- JOHN, K.; OFEK, E. (1995): "Asset Sales and Increase in Focus", *Journal of Financial Economics*, núm. 37, pp. 105-126.
- JOHNSON, R.A. (1996): "Antecedents and Outcomes of Corporate Refocusing", *Journal of Management*, vol. 22, núm. 3, pp. 439-483.
- JOHNSON, R.A.; HOSKISSON, R.E.; HITT, M.A. (1993): "Board of Directors Involvement in Restructuring: The Effects of Board Versus Managerial Controls and Characteristics", *Strategic Management Journal*, vol. 14, Special Issue, pp. 33-50.
- KAISER, K.M.J.; STOURAITIS, A. (2001).- "Reversing Corporate Diversification and the Use of the Proceeds from Asset Sales: The Case of Thorn EMI", *Financial Management*, (Winter), pp. 63-102.
- KHANNA, T.; PALEPU, K. (2000): "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups?", *Journal of Finance*, vol. 55, núm. 2, pp. 867-891.
- KIM, H.; HOSKISSON, R.E.; TIHANYI, L.; HONG, J. (2004): "The Evolution and Restructuring of Diversified Business Groups in Emerging Markets: The Lessons from Chaebols in Korea", *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 21, núm. 1-2, pp. 25-48.

- KIRCHMAIER, T. (2003): "Corporate Restructuring of British and German Non-Financial Firms in the Late 1990s", *European Management Journal*, vol. 21, núm. 4, pp. 409-423.
- LEONARD-BARTON, D. (1992): "Core Capabilities and Core Rigidities: A Paradox in Managing New Product Development", *Strategic Management Journal*, vol. 13, Special Issue 1, pp. 111-125.
- LOCKETT, A.; THOMPSON, S. (2001): "The Resource-Based View and Economics", *Journal of Management*, vol. 27, núm. 6, pp. 723-754.
- MAHONEY, J.T.; PANDIAN, J.R. (1992): "The Resource-Based View within the Conversation of Strategic Management", *Strategic Management Journal*, vol. 13, núm. 5, pp. 363-380.
- MARKIDES, C. (1992): "The Economic Characteristics of De-Diversifying Firms", *British Journal of Management*, vol. 3, núm. 2, pp. 91-100.
- MARKIDES, C. (1993): "Corporate Refocusing", *Business Strategy Review*, vol. 4, núm. 1, pp. 1-15.
- MARKIDES, C. (1995): "Diversification, Restructuring and Economic Performance", *Strategic Management Journal*, vol. 16, núm. 2, pp. 101-118.
- MARKIDES, C. (1997): "To Diversify or Not to Diversify", *Harvard Business Review*, vol. 75, núm. 6, pp. 93-99.
- MARKIDES, C.; SINGH, H. (1997): "A Symptom of Poor Governance or a Solution to Past Managerial Mistakes", *European Management Journal*, vol. 15, núm. 3, pp. 213-219.
- MARKIDES, C.; WILLIAMSON, P.J. (1994): "Related Diversification, Core Competences and Corporate Performance", *Strategic Management Journal*, vol. 15, Special Issue 2, pp. 149-165.
- MATSUSAKA, J.G. (2001): "Corporate Diversification, Value Maximization and Organizational capabilities", *Journal of Business*, vol. 74, núm. 3, pp. 409-431.
- MATSUSAKA, J.G.; NANDA, V. (2000): *Internal Capital Markets and Corporate Refocusing*. (Working Paper No. 01-6). USC Marshall School of Business, Department of Finance and Business Economics.
- MEYER, K.E. (2006): "Globalfocusing: From Domestic Conglomerate to Global Specialists", *Journal of Management Studies*, vol. 43, núm. 3, pp. 1109-1144.
- MONTGOMERY, C.A.; WERNERFELT, B. (1988): "Diversification, Ricardian Rents and Tobin's Q", *Rand Journal of Economics*, vol. 19, núm. 4, pp. 623-632.
- PALICH, L.E.; CARDINAL, L.B.; MILLER, C.C. (2000): "Curvilinearly in the Diversification-Performance Linkage: An Examination of Over Three Decades of Research", *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 155-174.
- PARK, C.; KIM, S. (2008): "Corporate Governance, Regulatory Changes, and Corporate Restructuring in Korea (1993-2004)", *Journal of World Business*, vol. 43, núm. 1, pp. 66-84.
- PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. (1997): "European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve Country Study", *Journal of International Business Studies*, vol. 28, núm. 4, pp. 759-778.
- PENROSE, E. (1959): *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: Wiley.
- PETERAF, M.A. (1993): "The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource Based View", *Strategic Management Journal*, vol. 14, núm. 3, pp. 179-191.
- PETTIGREW, A. (1990): "Longitudinal Field Research on Change: Theory and Practice", *Organization Science*, vol. 1, núm. 3, pp. 267-291.
- PORTER, M. (1987): "From Competitive Advantage to Corporate Strategy", *Harvard Business Review*, vol. 65, núm. 3, pp. 43-59.
- PRAHALAD, C.K.; HAMEL, G. (1990): "The Core Competences of the Corporation", *Harvard Business Review*, vol. 68, núm. 3, pp. 79-91.
- RUMELT, R.P.; SCHENDEL, D.; TEECE, D.J. (1994): *Fundamental Issues in Strategy*. Boston: Harvard Business School Press.
- SCHENDEL, D. (1993): "Introduction to the Summer 1993 Special Issue on «Corporate Restructuring»", *Strategic Management Journal*, vol. 14, Special Issue, pp. 1-3.
- SETH, A.; EASTERWOOD, J. (1993): "Strategic Redirection in Large Management Buy Outs: The Evidence from Post-Buyout Restructuring Activity", *Strategic Management Journal*, vol. 14, núm. 4, pp. 251-273.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1997): "The Takeover Wave of the 1980s", en: *Section II: The U.S Corporate Restructuring Studies in International Corporate Finance*. Oxford: Oxford University Press.,
- SINGH, H. (1993): "Challenges in Researching Corporate Restructuring", *Journal of Management Studies*, vol. 30, núm. 1, pp. 147-172.
- SMART, D.L.; HITT, M.A. (1994): "A Mid-Range Theory Regarding the Antecedents of Restructuring Types: An Integration of Agency, Upper Echelon and Resource-Based Perspectives", en P. Shrivastava, A. Huff y J. Dutton [ed.]: *Advances in Strategic Management*, vol. 10A, pp. 159-186. Greenwich: JAI Press.
- STEWART, G.B.; GLASSMAN, D.M. (1988): "The Motives and Methods of Corporate Restructuring, Part II", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 1, núm. 2, pp. 79-88.
- SUÁREZ, I. (2002): "Estrategias de reestructuración y creación de valor", en P. Morcillo: *Nuevas claves*

- para la dirección estratégica*, pp. 289-303. Barcelona: Ariel.
- SUÁREZ, I.; VICENTE, J. (2001): "Decisiones de diversificación y reestructuración: reflexiones desde el enfoque basado en los recursos", *Cuadernos Aragoneses de Economía*, vol. 11, núm. 1, pp. 67-89.
- SUÁREZ, I.; VICENTE, J. (2003): "The Role of Organizational Characteristics in Workforce Changes: Downsizing and Upsizing Practices in Large Spanish Firms", *XIII Congreso de ACEDE*. Salamanca.
- TEECE, D.J.; PISANO, G.; SHUEN, A. (1997): "Dynamic Capabilities and Strategic Management", *Strategic Management Journal*, vol. 18, núm. 7, pp. 509-533.
- URALITA (1995-2007): *Informes anuales*. Madrid: Uralita.
- VILLALONGA, B. (2004): "Does Diversification Cause the Diversification Discount?", *Financial Management*, vol. 33, núm. 2, pp. 5-27.
- WERNERFELT, B. (1984): "A Resource-Based View of the Firm", *Strategic Management Journal*, vol. 5, núm. 2, pp. 171-180.
- WESTON, J.F. (1994): "Divestitures: Mistakes or Learning?", en P.A. Gaughan [ed.]: *Readings in Mergers and Acquisitions*, pp. 271-283. Oxford: Blackwell.
- YIN, R. (2003): *Case Study Research*. Thousand Oaks: Sage.