



FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR EN OPERACIONES TRANSFORMACIONALES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES FINANCIADAS MEDIANTE CAJA

Autor: Joaquín del Río Briones
Director: Jesús Reglero Sanchez

Madrid
Junio de 2018

Joaquín
del Río
Briones



**ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR EN OPERACIONES TRANSFORMACIONALES DE
FUSIONES Y ADQUISICIONES FINANCIADAS MEDIANTE CAJA**

Resumen

En este trabajo, se analiza la creación de valor generado por operaciones transformacionales de fusiones y adquisiciones financiadas a través de caja en los sectores TMT, consumo y energético. La creación de valor se medirá mediante la evolución del precio por acción de las compañías adquirientes. El estudio comienza por un análisis de individual de las operaciones en el que se analizan tanto los motivos como las condiciones en las que se desarrolla la operación, para luego poder obtener conclusiones generales. El objetivo, es obtener una visión más general y realizar un análisis global de la implicación de la financiación mediante caja en operaciones de fusiones y adquisiciones. De la misma manera, se realizará un análisis de las dinámicas de cada sector analizando como afectan al desarrollo de las operaciones. El análisis se hace desde varios puntos de vista, teniendo en cuenta el impacto de la operación en el precio por acción de la compañía adquiriente tanto a largo como a corto plazo.

Palabras clave: fusiones y adquisiciones, OPA, caja, deuda neta, TMT, precio por acción, valor empresarial, EBITDA

Abstract

This paper analyses the creation of value originated from transformational merger and acquisition transactions, that have been financed by cash in the TMT, Energy and Consumer sector. The creation of value will be measured by the evolution of the acquiring company's price per share. The study begins with an individual analysis of the transactions, in which both, the rationale and conditions surrounding the transaction are analyzed to finally obtain general conclusions. The final goal is to obtain a wider vision and perform a global analysis of the implication of funding merger and acquisition transactions through cash. In addition, further research will be conducted on each sector dynamics, analyzing their effect in the transaction's development. The analysis will be performed from several viewpoints, considering the impact in the acquiring's company price per share both, in the long and short run.

Keywords: mergers and acquisition, tender offer, cash, net debt, TMT, share price, enterprise value, EBITDA

Motivación y justificación

He decidido dedicar mi Trabajo de Fin de Grado al estudio de las fusiones y adquisiciones debido a mi gran interés en afianzar mis conocimientos en esta materia, ya que es el ámbito en el que comenzaré a desarrollar mi carrera como profesional dentro del mundo de las finanzas una vez concluya mis estudios de grado.

La motivación por realizar este trabajo surge por la formación recibida en la Universidad Pontificia de Comillas en materias de finanzas corporativas. Partiendo de esa base mas puramente teórica, he podido desarrollar diversas actividades como cursos o prácticas empresariales que han despertado un gran interés en mi por esta materia.

Del mismo modo, me he centrado en los sectores que me han resultado más interesantes a lo largo de mi corta experiencia en el mundo de las finanzas corporativas. Los sectores TMT y consumo me resultan de especial interés ya que tienen un impacto muy directo en el día a día de la sociedad actual. Por otro lado, la formación recibida durante los dos últimos años de grado en la Universidad de Tulane, y más específicamente por su departamento de finanzas corporativas centradas en los sectores petrolero y gasista, me ha llevado a interesarme por un sector tan complejo como el energético.

A través de este trabajo, pretendo aumentar mis conocimientos no solo en la industria de las fusiones y adquisiciones, sino también en los sectores que analizo, de manera que pueda implementar en el futuro en el mundo laboral.

Tabla de contenidos

1. Introducción a las operaciones de fusiones y adquisiciones	2
a. Definición	2
b. Contexto	2
2. Pregunta de investigación: Análisis de la creación de valor, impacto en el precio por acción y estudio de operaciones transformacionales de fusiones y adquisiciones financiadas a través de caja	4
3. Explicación de “operación transformacional financiadas a través de caja”	5
4. Explicación de criterios para la selección de operaciones a analizar	6
5. Metodología	7
6. Análisis de operaciones	9
a. Sector TMT	9
i. Introducción y contexto	9
ii. Análisis de operaciones	10
iii. Conclusiones	22
b. Sector Energético (Power and Utilities)	23
i. Introducción y contexto	23
ii. Análisis de operaciones	25
iii. Conclusiones	35
c. Sector Consumo	38
i. Introducción y contexto	38
ii. Análisis de operaciones	39
iii. Conclusiones	45
7. Análisis general de la influencia e implicaciones de la financiación por caja en operaciones de fusiones y adquisiciones	45
8. Conclusión	49
Bibliografía	51
Apéndices	53

Tabla de ilustraciones

Figura I: Volumen y valor de fusiones y adquisiciones.....	4
Figura II: Evolución del Precio por Acción de Orange	11
Figura III: Evolución del Precio por Acción de Telefónica.....	12
Figura IV: Evolución del Precio por Acción de Sun Microsystems.....	14
Figura V: Evolución del Precio por Acción de Texas Instruments	15
Figura VI: Evolución del Precio por Acción de Vivendi.....	16
Figura VII: Evolución del Precio por Acción de SAP.....	18
Figura VIII: Evolución del Precio por Acción de Intel.....	20
Figura IX: Evolución del Precio por Acción de Microsoft.....	21
Figura X: Evolución del Precio por Acción de Acciona.....	26
Figura XI: Evolución del Precio por Acción de Enel	27
Figura XII: Evolución del Precio por Acción de Rio Tinto.....	29
Figura XIII: Evolución del Precio por Acción de Gas Natural.....	30
Figura XIV: Evolución del Precio por Acción de Enel	31
Figura XV: Evolución del Precio por Acción de BHP	33
Figura XVI: Evolución del Precio por Acción de Repsol.....	34
Figura XVII: Comparación de la evolución mensual del precio medio del petróleo y el precio por acción de Repsol y BHP	36
Figura XVIII: Comparación de la evolución mensual del precio del gas natural medido en dólares/un millón de BTU, y el precio por acción de Enel y Gas Natural.....	37
Figura XIX: Comparativa de la evolución mensual del precio del aluminio medido en dólares por tonelada y el precio por acción de Rio.....	38
Figura XX: Evolución del Precio por Acción de Inbev	40
Figura XXI: Evolución del Precio por Acción de PMI.....	41
Figura XXII: Evolución del Precio por Acción de Walgreens	43
Figura XXIII: Estructura accionarial de Newbelco tras la adquisición	44
Figura XXIV: Evolución del Precio por Acción de AB Inbev	44
Figura XV: Retorno a la inversión en los días uno y dos posteriores al anuncio de la operación	46

1. Introducción a las operaciones de fusiones y adquisiciones

a. Definición

En determinadas condiciones en las que el crecimiento orgánico de las empresas no es posible o simplemente, se considera que hay otras opciones mejores para el crecimiento de las mismas, éstas se ven obligadas a llevar a cabo procesos de fusiones y adquisiciones¹. Entendemos por fusión, la unión de dos empresas de tamaño similar que dan lugar a una de mayor dimensión. Mientras, que una adquisición, suele darse cuando una empresa de un tamaño significativamente mayor (adquiriente), adquiere o compra una parte mayoritaria de otra empresa de menor tamaño (*target*).

b. Contexto

El sector de las F&A es de gran importancia para la sociedad en general. Las grandes operaciones de F&A, como las que se analizan en este trabajo, afectan no solo a la industria a la que pertenecen sino también a la economía local, incluso global en algunos casos. Es por esta razón, por la que los gobiernos monitorizan estas operaciones con el objetivo de que prevalezcan mercados competitivos tras las transacciones (Shah, 2014).

Se pueden distinguir dos tipos de operaciones. Una operación suele referirse como fusión cuando ambas empresas son de un tamaño similar y se combinan para generar una de mayores dimensiones. Por otro lado, una adquisición se asocia con un adquiriente de tamaño significativamente mayor que la empresa *target*. Teniendo clara esta diferenciación, se puede distinguir entre las operaciones negociadas, en las que la empresa adquiriente negocia con el consejo de administración del *target* los términos de la operación. Y las adquisiciones mediante oferta pública de adquisición², en las que la empresa adquiriente se dirige directamente a los accionistas del *target*, saltándose así, el proceso de negociación con los directivos. En las adquisiciones mediante OPA la empresa adquiriente anuncia el precio por acción que está dispuesta a pagar y los accionistas del *target* tienen libertad para aceptarla o no. Uno de los

¹ En adelante se utilizará la abreviatura F&A para referirse a fusiones y adquisiciones

² En adelante se utilizará la abreviatura OPA para referirse a Oferta Pública de Adquisición

principales problemas con las OPA es la aparición de accionistas minoritarios que decidan no vender, lo que impide a las empresas adquirientes hacerse con el 100% del capital social de la empresa *target*.

Los motivos de una operación pueden ser muy diversos. A pesar de que las empresas suelen declarar los motivos de una operación, no tienen que ser necesariamente los verdaderos por lo que es difícil saber cuáles, realmente, son los motivos que llevan a las empresas a realizar operaciones. Andrew Guttman divide los motivos que pueden empujar a una empresa a realizar una adquisición en dos grupos³:

- Motivos declarados: crecimiento, sinergias, *target* infravalorado, diversificación
- Motivos no declarados: competencia, adquirente sobrevalorado, desviar atención, reforzar posición del CEO⁴

No obstante, en última instancia, el objetivo de una operación de F&A ha de ser la búsqueda de creación de valor para los accionistas. La creación de valor ha de ser medida con respecto al retorno que los inversores podían haber obtenido en oportunidades de inversión similares (Bruner, 2004).

Las sinergias se consideran la principal motivación de las adquisiciones. Las sinergias se generan cuando ambas empresas combinadas valen más juntas que separadas (Dutta, 2013; Richard A. Bradley, 2015). Dichas sinergias pueden ser operativas o financieras. Operativas, aquellas que afectan al negocio principal de la empresa. Entre las sinergias operativas destacan, economías de escala, ahorro en costes, combinación de recursos o integración vertical. Por otro lado, las sinergias financieras aquellas que se refieren a la parte no operacional del negocio, por ejemplo, ahorro fiscal.

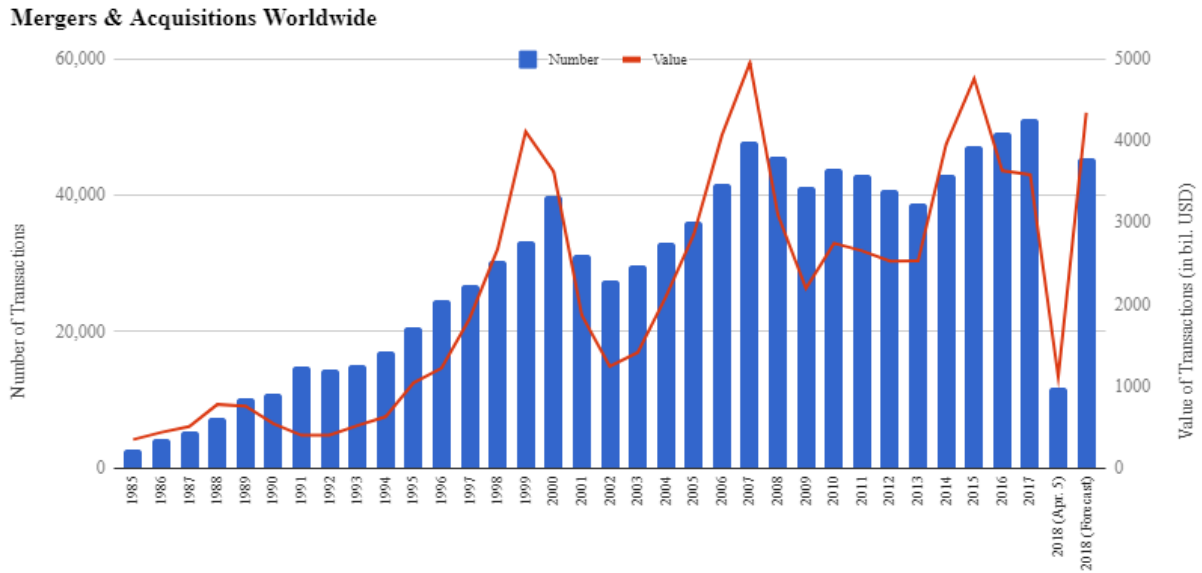
Como se puede apreciar la Figura I, el volumen de operaciones de F&A está marcado por oleadas. Estas oleadas son claramente diferenciables, ya que el volumen de operaciones sube en determinados periodos, como de 1998 a 2000. Durante los primeros años del siglo veintiuno comenzaba una nueva oleada que sin embargo fue frenada por la crisis económica mundial. No hay estudios que hayan concluido la razón de estas oleadas. Hay autores que sostienen que tiene

³ How to be an Investment Banker (Gutmann, 2013)

⁴ Anglicismo empleado para referirse a Consejero Delegado

que ver con el modo en que fluctúan los índices señalando que se dan más operaciones de F&A cuando los índices suben. Otros, sin embargo, apuntan a las condiciones de mercado y las posibilidades de obtener financiación barata. Coincide el descenso en el valor de las operaciones de F&A con el aumento de los tipos de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos, como se puede observar en el Apéndice C.

Figura I: Volumen y valor de fusiones y adquisiciones



Fuente: IMAA

2. Pregunta de investigación: Análisis de la creación de valor, impacto en el precio por acción y estudio de operaciones transformacionales de fusiones y adquisiciones financiadas a través de caja

En este trabajo se analizará la creación de valor para los accionistas, medido a través de precio por acción, en operaciones que cumplan dos criterios. Primero, sean transformacionales, y segundo, estén financiadas a través de caja.

La manera de analizar la creación de valor será a través del precio por acción de la compañía. Cuando se lleva a cabo una adquisición, se debe tratar como una inversión en la que aplican los conceptos y parámetros de inversión habituales (Richar A. Bradley, 2015). Se elige el

precio por acción como el criterio más indicado para medir la creación de valor para los accionistas ya que éste, a diferencia de otros criterios absolutos como la Capitalización Bursátil de la empresa o el Valor Empresarial, tiene en cuenta el factor diluyente en las acciones.

Por lo tanto, entenderemos que la empresa crece en valor cuando el precio por acción de la empresa adquiriente aumente en mayor medida que si la empresa no la hubiera realizado. Como es lógico, no se puede saber o pronosticar como se hubiera comportado una acción si no se hubiera llevado a cabo la operación. Sin embargo, siguiendo el estudio que realiza Robert F. Bruner⁵ podemos tomar como referencia los índices en los que cotizan las empresas adquirientes, y así, tener un punto de referencia para realizar la comparación. También, se tendrán en cuenta el reparto de dividendos ya que esto afecta directamente al valor que busca el accionista.

3. Explicación de “operación transformacional financiadas a través de caja”

Las adquisiciones pueden ser financiadas a través de caja, acciones o una combinación de ambas. Para este trabajo, se considerarán únicamente operaciones financiadas a través de caja, es decir, el dinero en efectivo o representativos dinerarios que no son necesarios para las operaciones de la empresa. La caja usada para las operaciones puede ser obtenida a través de las operaciones continuadas de la empresa o a través de levantamiento de capital.

En este trabajo se analizará únicamente operaciones transformacionales. Se considerará operación transformacional en este trabajo, siguiendo la definición aportada por el director de este trabajo en el seminario de investigación 2018, aquella que supone un esfuerzo de tal magnitud para la empresa compradora que, desde el anuncio de la adquisición, debe estar durante al menos un año sin realizar otra operación, dedicando todos sus recursos a asimilar la transacción⁶. Además, se considerará operación transformacional, si durante el año posterior a la adquisición la empresa se dedica a realizar labores de reestructuración de manera que pueda integrar la empresa adquirida en su estructura. También, será necesario que la empresa no realice ninguna otra operación que pueda tener impacto en el valor de la misma, medido a través de precio por acción, ya sea operación

⁵ Does M&A Pay? A survey of Evidence for the Decision-Maker

⁶ (Reglero, 2018)

de adquisición o de venta. Por último, que durante el año posterior a la operación no haya cambios relevantes en la gestión, equipo directivo o accionistas de la empresa compradora.

El objetivo de la investigación es analizar las implicaciones de pagar operaciones con caja. Para ello, será necesario tener en cuenta no solo los factores y las condiciones de la empresa antes de la adquisición, sino también las circunstancias macroeconómicas del momento en el que se lleva a cabo la operación, así como la legislación que afecta a la empresa compradora.

4. Explicación de criterios para la selección de operaciones a analizar

Como indica la pregunta de investigación, únicamente se considerarán operaciones que sean, primero transformacionales, y segundo, financiadas por caja. A partir de estas premisas, en el Seminario de Investigación 2018 del profesor Jesús Reglero Sanchez, se desarrolla una base de datos, que posteriormente ha sido usada para realizar este trabajo, siguiendo los criterios citados literalmente a continuación⁷:

- Incluye solamente operaciones donde las empresas implicadas, tanto adquirente como adquirida o empresa objetivo, estén en Europa y / o América
- Incluye operaciones donde al menos la adquirente es una empresa cotizada y sobre la que hay información histórica suficiente para hacer los análisis que sean necesarios
- No incluye empresas de Asia, Latinoamérica, Rusia, India, países del golfo al existir más dificultades en obtener información fiable y comparable con el resto
- No incluye adquisiciones de empresas por parte de holdings, family offices o empresas puramente de inversión
- No incluye operaciones en las que el adquirente son consorcios de varias empresas que se unen para realizar las operaciones de adquisición
- No incluye operaciones realizadas por empresas estatales como recapitalizaciones bancarias, compras por parte de empresas propiedad del estado o similares
- No incluye operaciones que hayan sido realizadas por empresas privadas y no cotizadas al no existir en la mayor parte de los casos información disponible para hacer los análisis

⁷ (Reglero, 2018)

- No incluye operaciones que han sido realizadas por inversores financieros, es decir, fondos de private equity⁸, fondos de pensiones, aseguradoras y fondos soberanos

A pesar de que la base de datos incluye operaciones realizadas de un gran número de sectores, y no únicamente financiadas mediante caja. Solamente, se incluirán en el análisis las operaciones de los sectores TMT, Energético y Consumo

5. Metodología

Tras la selección de las operaciones siguiendo los criterios previamente mencionados, se procederá al desarrollo de una base de datos desde la que estudiar las operaciones de manera individual.

La primera parte del trabajo consistirá en un análisis que comenzará por recopilar información de las operaciones centrándose específicamente en los siguientes datos relativos a las operaciones:

- Comprador
- Vendedor
- Tipo de transacción
- Año
- País
- Sector
- Financiación
- Valor de la transacción
- Motivos de la transacción
- Prima pagada por acción

Se usarán como fuente para obtener datos cualitativos únicamente fuentes oficiales de las empresas involucradas en la operación, como notas de prensa emitidas por las empresas, informes

⁸ Anglicismo empleado para referirse a fondos de capital riesgo

8-ks⁹ e informes de cuentas anuales; o documentos oficiales de autoridades de los mercados bursátiles como el SEC¹⁰ o la CNMV¹¹. Una vez obtenidos todos los datos cualitativos de las operaciones, se comenzará a profundizar en la información cuantitativa que indicará la creación o no de valor tras la operación. Dicha creación de valor se medirá mediante precio por acción. No obstante, también se obtendrán otros datos relativos a las empresas adquirientes como dividendos repartidos u otros múltiplos de valoración relacionados con métricas operacionales de las empresas como Valor Empresarial/EBITDA. Para obtener toda la información numérica relativa a las operaciones, se usarán bases de datos como Bloomberg o Capital IQ.

Todos los datos relativos a cotizaciones, es decir, todos los precios de acciones que se mencionan en este trabajo serán sido obtenidos de Bloomberg. El resto de datos financieros relativos a las empresas, como, por ejemplo, ratios de endeudamiento, nivel de ventas o beneficio operativo serán sido obtenidos de Capital IQ. Debido a las diferentes maneras de calcular e informar sobre ciertos datos, como el beneficio por acción, calculados sin cumplir con las reglas GAAP¹², se ha decidido usar, únicamente, el informe de cuentas anuales de las empresas para obtener información cualitativa relativa a las operaciones.

Una vez obtenidos todos los datos numéricos relativos a las operaciones, se tratará de realizar un análisis de cada operación de forma individual considerando las condiciones de mercado y las circunstancias que impulsaron dicha operación. Además, se realizará un análisis de la fuente de financiación para sufragar la operación, teniendo en cuenta cómo afecta a la estructura de capital de la empresa y a las operaciones de la misma.

Las operaciones serán agrupadas por sectores para poder así dar contexto a las operaciones y destacar cuales son las tendencias del sector analizando cómo afectan a las operaciones. Para ello, el primer capítulo de cada sector constará de un amplio análisis del sector que sirva para situar las operaciones.

El objetivo de este análisis exhaustivo es la obtención de una visión más global en la que se puede agrupar las operaciones e identificar qué implicaciones conlleva financiar operaciones a

⁹Current Report: comunicado obligatorio que las empresas han de enviar a las autoridades reguladoras de los mercados bursátiles correspondientes ante el suceso de eventos importantes

¹⁰ Securities and Exchange Commission

¹¹ Comisión Nacional del Mercado de Valores

¹² Generally Accepted Accounting Principles

través de caja. Primero se obtendrán conclusiones más específicas de cada por sector, para al final tratar de obtener conclusiones generales.

6. Análisis de operaciones

El análisis de las operaciones se ha dividido por sectores, con el objetivo de obtener conclusiones más precisas ya que existen diferentes condiciones externas que afectan de distinta manera a los diferentes sectores. Además, de esta manera se podrán tratar factores que solo afecten a un sector en particular. Los tres sectores seleccionados son TMT, Energético y Consumo.

a. Sector TMT

i. Introducción y contexto

El sector TMT (Technology, Media and Telecom) incluye operadoras de red (AT&T, Telefónica, Orange), productoras de hardware (Apple, Intel, IBM), empresas de servicios tecnológicos y software (Microsoft, Oracle, SAP), empresas que prestan servicios de intermediación (AOL, LinkedIn, Google) empresas productoras y distribuidoras de semiconductores (Texas Instruments, Intel, AMD), y empresas proveedoras de contenido también conocidas como grupos *media* (21st Century Fox, Comcast, The Walt Disney Company). Se trata de un sector con un gran crecimiento en los últimos años, debido al gran desarrollo de nuevas tecnologías.

Es un sector en el que se dan muchas operaciones financiadas por caja. La mayor parte de los beneficios de la industria los aporta el sector de los semiconductores. Este sector ha tenido un gran crecimiento en los últimos años debido al aumento de dispositivos electrónicos utilizados por la población, la creación de tabletas o PCs¹³ que se puedan transportar fácilmente a permitido a las empresas productoras de estos componentes generar grandes cantidades de caja que permiten realizar operaciones.

¹³ Personal Computer

Por otro lado, las empresas dedicadas tanto a intermediación, telefonía como a la provisión de contenido, se nutren de suscripciones o contratos de larga duración. Por lo tanto, sus flujos pueden ser previstos con exactitud. Por esta razón, las adquisiciones de este tipo de empresas pueden ser financiadas mediante emisión de deuda, ya que pueden calcular con precisión cuanta deuda pueden asumir teniendo en cuenta sus futuros flujos de caja.

El sector TMT es muy sensible al ritmo de la economía. La evolución de beneficios del sector TMT está directamente ligada a la capacidad de gasto discrecional de la población. Por esta razón, el sector TMT se ve beneficiado en fases de crecimiento económico y perjudicado en fases de recesión económica.

ii. Análisis de operaciones

Adquisición negociada de Amena, propiedad de Auna, por France Telecom¹⁴ el 27 de junio de 2005

France Telecom, líder en Francia en telefonía móvil, decidió a través de la adquisición de Amena adentrarse en un país en el que había dos principales jugadores. Telefónica a través de Movistar y Vodafone, por lo que el crecimiento esperado no fue posible.

El 27 de junio de 2005, France Telecom anunció la llegada a un acuerdo para la compra del 80% de la teleoperadora de telefonía móvil española Amena por 6.4 billones de euros (SEC, 2005). France Telecom que ya prestaba servicios de telefonía fija e internet en España podría así, complementar su oferta con la telefonía móvil de Amena. Tras la compra de Amena, France Telecom comenzó a denominarse Orange en España. Los objetivos de la operación eran ganar presencia en el mercado español convirtiéndose en el tercer teleoperador de telefonía móvil de España y adquirir la capacidad de dar un servicio integrado a sus clientes.

Para financiar la operación, France Telecom optó por una ampliación de capital por valor de 3 billones de euros (SEC, 2005). En 2005, France Telecom poseía una capacidad de endeudamiento muy limitada, ya que presentaba un $3.03x^{15}$ ratio de Deuda/Fondos Propios, lo que

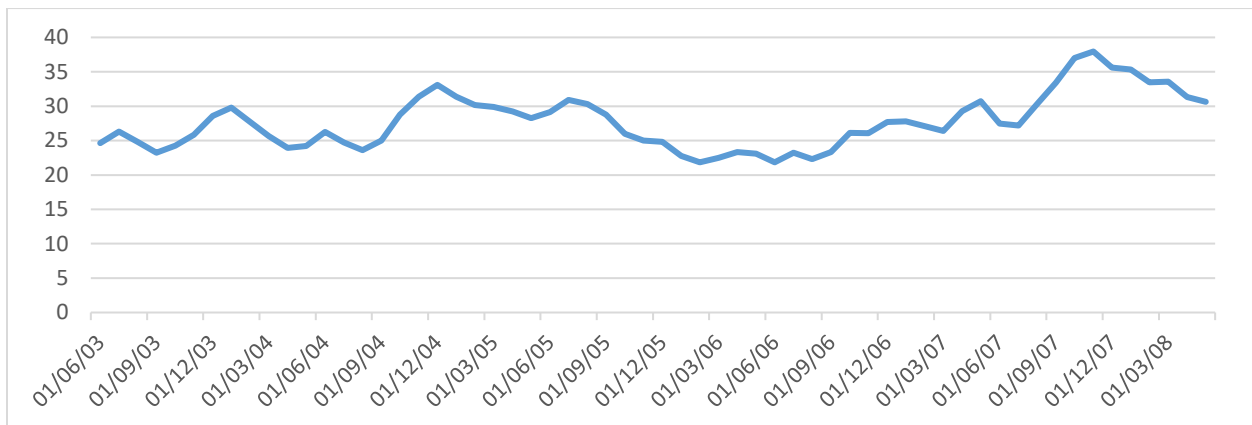
¹⁴ Actualmente denominada Orange

¹⁵ S&P Capital IQ

impulsó a la compañía a financiar la operación a través de reservas acumuladas y una ampliación de capital.

France Telecom afirmaba en el anuncio de la transacción que, tras esta operación, la compañía reduciría el ratio Deuda Neta/EBITDA a niveles inferiores a 2.5x en 2005, y 2x en 2008 (SEC, 2005), manteniendo las distribuciones de dividendos previstas previas a la operación. En lo respectivo a sinergias, la empresa anunciaba ahorros por economías de escala y mejoras en los procesos de hasta 130 millones de euros anuales a partir de 2008.

Figura II: Evolución del Precio por Acción de Orange



Fuente: Bloomberg

Como muestra la Figura II, dos años más tarde de la operación, la acción se mantenía muy estable en torno al mismo precio que el día de la operación, 27 dólares. La empresa no logró que la operación impactase como se esperaba ya que un nivel de ventas estancado en los años posteriores a la operación, y de costes que no se vieron reducidos por las esperadas sinergias, no ayudaron a una mejora de resultados.

OPA de Telefónica sobre O2 el 31 de octubre de 2005

Con una posición dominante en España, Telefónica pretendía a través de esta operación convertirse en una empresa líder en el sector de la telefonía móvil también en el Reino Unido, ya

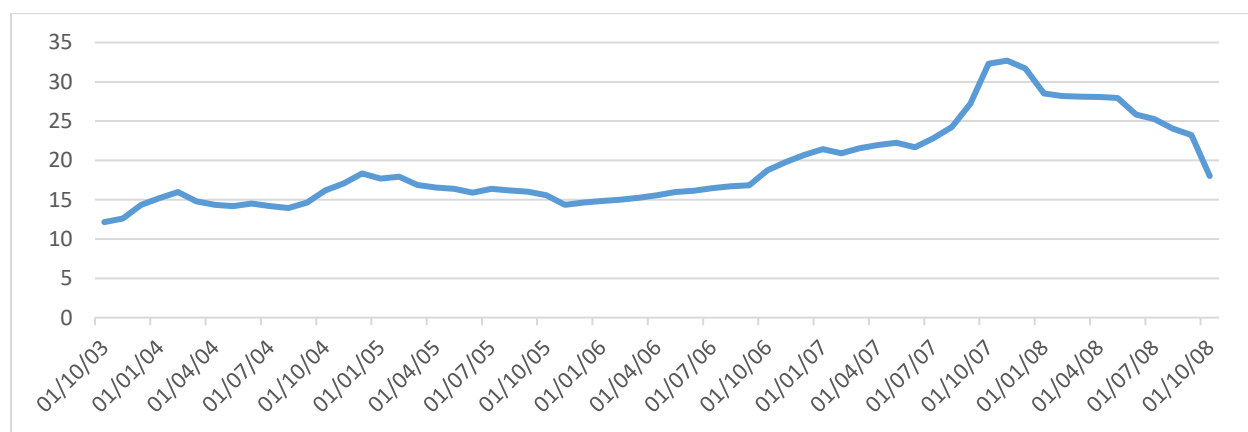
que O2 era en 2005, la segunda mayor teleoperadora de telefonía móvil en el Reino Unido. Tras la operación, O2, seguiría operando bajo la misma marca.

El precio ofrecido por Telefónica fue de 200 peniques por acción de O2, lo que suponía una prima del 22% y con la que Telefónica pretendía adquirir al menos, el 90% de las acciones de O2. (Telefónica, 2005)

La operación fue financiada íntegramente mediante deuda, Telefónica suscribió un crédito puente con un conglomerado de bancos por valor de 18.5 billones de libras. En 2005, Telefónica mantenía una buena capacidad de endeudamiento ya que presentaba un 1.7x Deuda/Fondos Propios¹⁶. Además, el Banco Central Europeo estaba llevando a cabo una bajada de tipos de interés sostenida durante los cinco años anteriores a la operación como se puede apreciar en el Apéndice B, por lo que las condiciones de crédito eran favorables.

Telefónica, consiguió en los años siguientes a la operación, integrar O2 de manera que pudo aumentar ventas y asimilar la deuda emitida para financiar la operación. Esto se ve reflejado en una disminución del ratio Deuda/Fondos Propios, 2.95x en 2006, 2.3x en 2008, así como del Deuda Neta/EBITDA, 2.7x en 2006, 2.1x en 2008, que indica como el crecimiento de los resultados operativos de Telefónica tras la adquisición permitieron ajustar el balance entre deuda y capital de la compañía.¹⁷

Figura III: Evolución del Precio por Acción de Telefónica



Fuente: Bloomberg

¹⁶ S&P Capital IQ

¹⁷ S&P Capital IQ

Telefónica perdió un 2% de su valor en el día posterior al anuncio de la adquisición. Se trataba de una apuesta arriesgada de telefónica de concentrarse en ampliar su negocio de telefonía móvil adentrándose en el mercado inglés. Sin embargo, a lo largo de los dos años siguientes la acción de Telefónica ha salido muy reforzada, llegando a duplicar su valor en bolsa en el segundo año posterior a la operación, de 15.58 dólares el día del anuncio a 32.3 dólares dos años después, como se muestra en la Figura III. Asimismo, Telefónica ha continuado pagando dividendos tras la operación, por lo que se puede afirmar que se ha creado valor para el accionista.

Adquisición de Sun Microsystems, en adelante Sun, por parte de Oracle el 20 de abril de 2009

La adquisición de Sun por Oracle es un claro ejemplo de los sectores que requieren grandes inversiones en investigación y desarrollo (I+D). En los sectores, donde la innovación es constante, es vital contar con la tecnología necesaria para poder crecer en un sector altamente competitivo. Por esta razón, las empresas pueden, o realizar grandes inversiones en I+D, o adquirir aquellas empresas que tienen la tecnología que precisan. En este caso, Oracle decidió adquirir Sun, dueña de dos grandes activos informáticos, Java y Solaris.

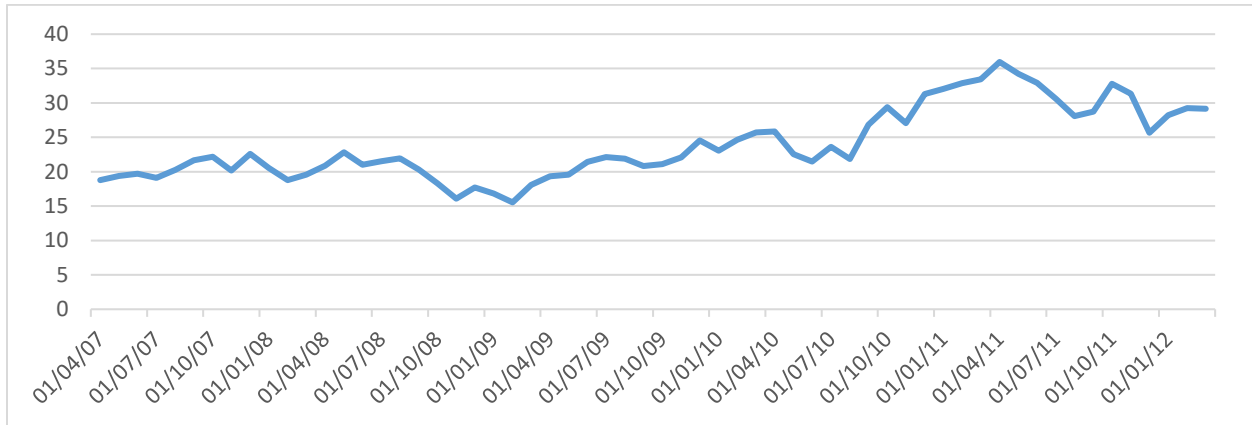
El 20 de abril de 2009, Oracle anunció la llegada a un acuerdo para la compra de Sun por 7.4 billones de dólares. El motivo de la transacción era hacerse con los activos de Sun para poder así ofrecer un servicio de plataforma online integrado. Por esta razón, Oracle pagó un precio muy superior a la cotización de Sun la semana previa al anuncio de la operación, 9.5 dólares por acción, que incluía una prima del 42%. Según afirmaba Oracle en el anuncio de la adquisición, la incorporación de Sun se traduciría en un aumento del beneficio operativo de 1.5 billones de dólares el primer año y de 2 billones el segundo (Oracle, 2009).

Las predicciones que hacía la propia empresa se iban a quedar cortas, ya que tras cumplir las expectativas aumentando en casi 1.5 billones el beneficio operativo, Oracle aumentó en más de 3 billones de dólares su beneficio operativo el segundo año tras la transacción.

Para financiar la adquisición, Oracle decidió levantar capital a través de emisión tanto de deuda como de acciones, manteniendo así, una estructura de capital similar a la anterior a la

operación. Las condiciones de crédito en 2009 eran favorables ya la Reserva Federal americana comenzaba a bajar los tipos tras la subida que llevó a cabo hasta 2007, como se muestra en el Apéndice C. Tanto en los años previos a la operación, como en los posteriores, Oracle ha mantenido un Deuda/Fondos Propios ratio cercano a 0.4x, y en línea descendiente en los años posteriores a la operación¹⁸.

Figura IV: Evolución del Precio por Acción de Sun Microsystems



Fuente: Bloomberg

La buena integración de Sun por Oracle, confirmada por el crecimiento en el resultado operativo, impactó positivamente en el precio de la acción de la empresa, que aumentó de 18.82 dólares el día del anuncio a 26.15 y 34.11 dólares en el primero y segundo año respectivamente, como se aprecia en la Figura IV. Además, Oracle fue capaz de seguir repartiendo dividendos cuatrimestrales de 0.5 dólares por acción en los dos años posteriores a la operación.

Fusión de National Semiconductors, en adelante National, y Texas Instruments, en adelante TI, el cuatro de abril de 2011

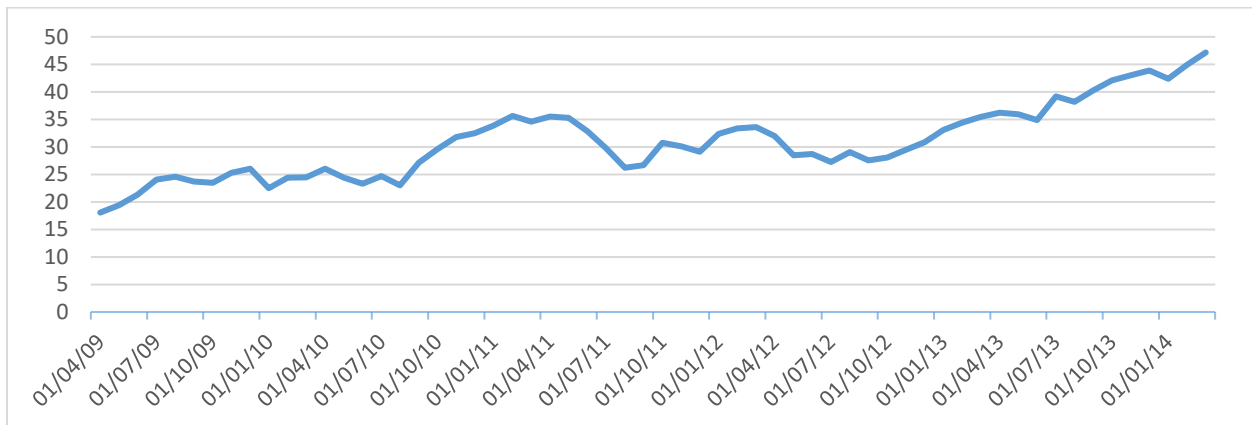
National y TI han sido dos de los mayores competidores en la industria de los chips analógicos y digitales en los últimos años. Con un 14% de cuota de mercado en 2010, TI pretendía aumentar su posición en el sector de los semiconductores y completar su gama de productos con

¹⁸ S&P Capital IQ

algunos activos de National, pudiendo así competir de una forma más directa con los dos líderes del mercado en aquel momento, Intel y Samsung Electronics. Al ser competidores directos, un gran número de productos se vieron duplicados tras la adquisición, por lo que fue necesario un periodo de transición y eliminación de ineficiencias para que las sinergias de la operación pudieran florecer.

El cuatro de abril de 2011, TI anunció la llegada a un acuerdo para la compra de National por 6.5 billones de dólares. TI ofreció un precio por acción de 25 dólares lo que suponía una prima sobre la cotización del viernes pasado al anuncio de la adquisición, del 80% (Texas Instruments, 2011). La prima, no fue completamente comprendida por los inversores, lo que se vio reflejado en una bajada cercana al 2% en el precio de la acción de TI en las horas siguientes al anuncio. A pesar de ser competidores directos, la adquisición generó dudas entre los inversores debido a la gran cantidad de productos que se solaparían después de la adquisición.

Figura V: Evolución del Precio por Acción de Texas Instruments



Fuente: Bloomberg

Este problema con los productos es claramente apreciable tanto en el precio de la acción como en los estados financieros de TI. Ambos se vieron disminuidos durante el primer año tras la operación. Sin embargo, como se puede apreciar en la evolución de la acción de TI mostrado en la Figura V, la operación fue un éxito y así lo refleja la acción, que al tercer año tras la operación mostraba una subida de más del 35% con respecto al día del anuncio, llegando a 46.34 dólares en 2014.

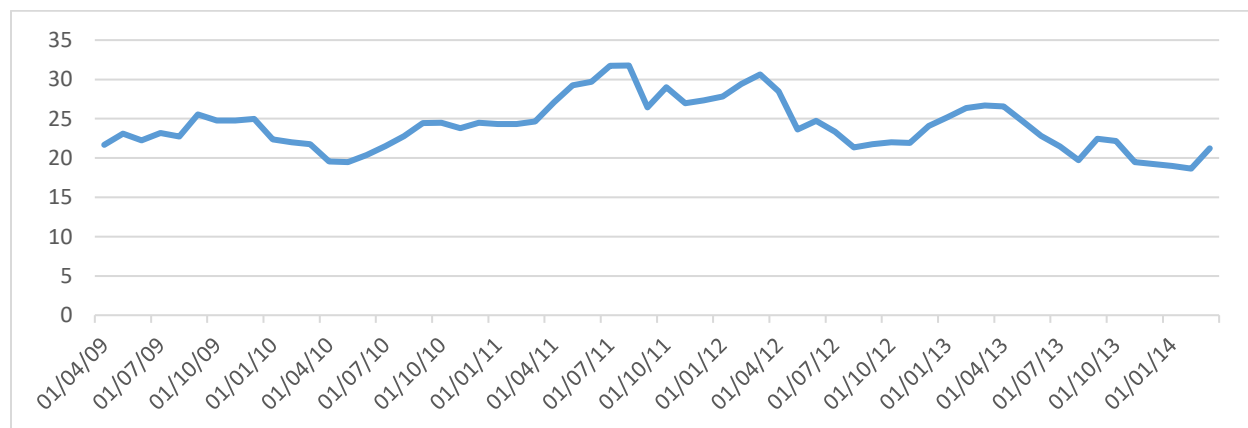
Adquisición negociada del 44% de SFR propiedad de Vodafone por parte de Vivendi el tres de abril de 2011

Vivendi, es un conglomerado que ofrece una amplia gama de contenido multimedia. Entre sus grupos empresariales se encuentran Canal+ o Universal Music. Mediante la adquisición de SFR pretendía diversificar su cartera de productos adquiriendo una empresa teleoperadora para así poder ofrecer servicios de telefonía móvil a sus clientes. No obstante, no hay duda de que Vivendi no supo integrar SFR en su oferta de productos.

El 3 de abril de 2011, Vivendi anunció la compra de un 44% de SFR que, entonces, pertenecía a Vodafone. El valor de la transacción ascendió a 7.9 billones de dólares. A través de esta operación, Vivendi se hacía con el 100% del accionariado de SFR. (Vivendi, 2011)

Vivendi decidió financiar la operación a través de reservas acumuladas y emisión de deuda. Según la nota de prensa emitida el día del anuncio de la operación por Vivendi¹⁹, la adquisición permitiría incrementar el beneficio neto ajustado de la empresa y así poder aumentar el reparto de dividendos. Sin embargo, sucedió todo lo contrario, no solo no aumentó el beneficio neto si no que bajó drásticamente el año siguiente a la adquisición, de 2 a 0.14 dólares por acción en 2012.

Figura VI: Evolución del Precio por Acción de Vivendi



Fuente: Bloomberg

Como consecuencia, Vivendi ha tenido muchas dificultades para asimilar la deuda necesaria para financiar la operación. Unido a una pérdida de presencia en un mercado tan

¹⁹ (Vivendi, 2011)

altamente competitivo en Francia, Vivendi, se vio obligada a vender Maroc Telecom Group en 2014, para ajustar sus niveles de deuda de 11.1 billones a 6.9 billones de euros (Vivendi, 2013).

Esta operación se puede calificar como fracaso, ya que disminuyó el valor de los accionistas. A pesar de que Vivendi siguió repartiendo dividendos, el precio de la acción dos años después de la operación seguía siendo muy inestable, cotizando, como se puede apreciar en la Figura VI, en valores inferiores al del anuncio de la operación. Además, ya en 2013, según publicó Vivendi en sus cuentas anuales²⁰, tomó la decisión de hacer un *carve out*²¹ de SFR, lo que refleja la mala integración de SFR en Vivendi.

Adquisición negociada de Ariba por parte de SAP en 2012

En 2012, SAP anunció la llegada a un acuerdo para la compra de Ariba. SAP, era una multinacional alemana que prestaba servicios de software a empresas de diversas industrias, mientras que Ariba era la mayor red de comercio *Business to Business*²² en el mundo. Esta adquisición, permitiría a SAP tener acceso a la red de clientes de Ariba a los que podría de esta manera ofrecer un servicio más integrado de software y plataforma online. El valor de la transacción ascendió a 4.3 billones de dólares, por lo que los accionistas de Ariba recibieron 45 dólares por acción incluyendo una prima de 20% (SAP, 2012). La prima parece razonable ya que ambos se beneficiaron de la operación. SAP, obtenía acceso a una importante red de clientes, mientras que Ariba seguiría operando de manera independiente bajo el nombre de “Ariba en SAP Company” incorporando las soluciones software de SAP a su oferta.

SAP decidió financiar la operación a través de reservas acumuladas y un préstamo de 2.4 billones de euros. En mayo de 2012, el Banco Central Europeo volvía a bajar los tipos de interés a mínimos históricos (ver Apéndice B), lo que, acompañado de una gran capacidad de endeudamiento de SAP, que en 2012 presentaba un Deuda/Fondos Propios ratio de 0.35x²³, hacía atractivo financiar la operación mediante emisión de deuda.

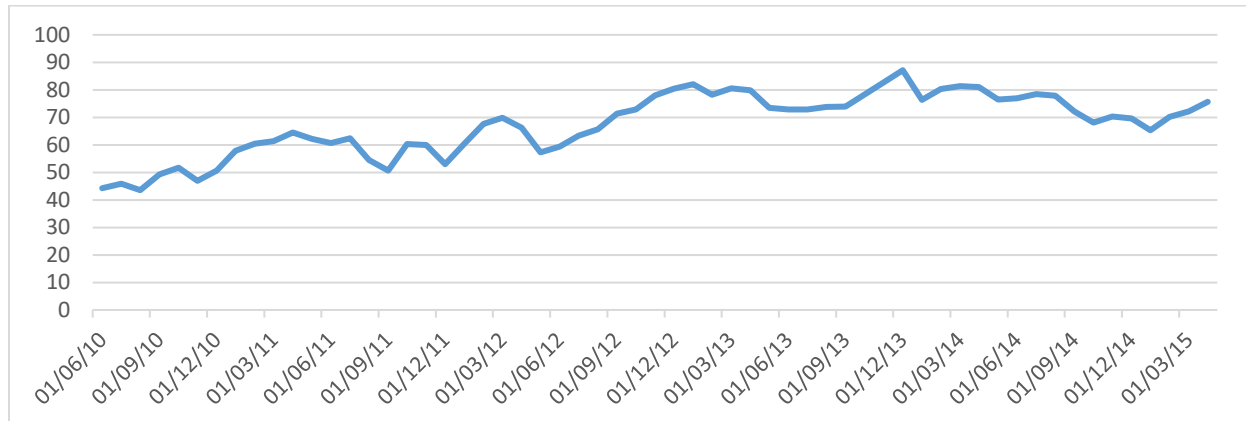
²⁰ (Vivendi, 2013)

²¹ Anglismo usado para referirse a la venta de activos de una compañía

²² Anglismo usado para referirse al comercio entre empresas

²³ S&P Capital IQ

Figura VII: Evolución del Precio por Acción de SAP



Fuente: Bloomberg

Como se puede observar en la Figura VII, la acción de SAP mantenía una línea ascendente desde años atrás debido a una política de adquisiciones de la empresa alemana que permitieron un gran crecimiento desde 2008 a 2012. El día posterior al anuncio la acción de SAP sufrió una caída de 0.1%. Sin embargo, la acción ha evolucionado positivamente estabilizándose en los años siguientes alrededor de 70 dólares, lo que implica una considerable creación de valor para los accionistas ya que el día del anuncio de la operación la acción cotizaba a 58.69 euros.

Adquisición negociada de Altera por parte de Intel en 2015

En 2015, Intel anunció la adquisición de Altera, la empresa líder en FPGAs²⁴, que permite a microchips ser reajustados desde la distancia en lugar de tener que ser reemplazados o actualizados. Se trata de una operación con vistas al futuro, ya que Intel era la empresa líder en el sector de los microchips. En un comunicado de prensa, afirmaban que la adquisición impactaría positivamente también al beneficio por acción de la compañía un año después del cierre (Intel, 2015), lo que no sucedió por las razones que se exponen a continuación.

El precio por acción de Altera ofrecido por Intel fue de 54 euros, lo que incluía una prima del 10%. El valor total de la transacción ascendió a 16.7 billones de euros (Intel, 2015).

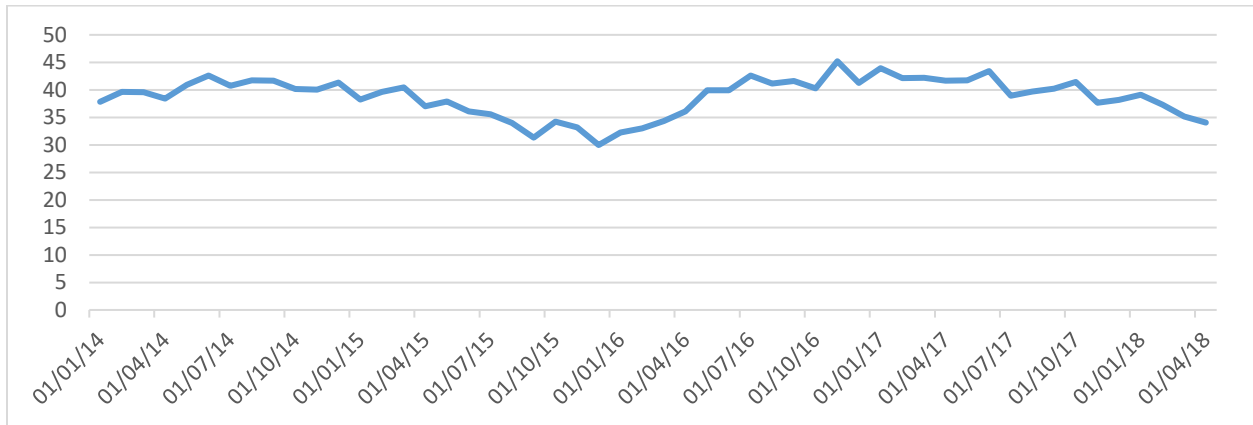
²⁴ Filed-programmable gate arrays

Intel, llevó a cabo procesos de reestructuración durante 2015 y 2016, y realizó inversiones por valor de más de 9 billones de euros en plantas de producción con vistas al futuro. La adquisición de Altera e inversiones en producción impactaron positivamente en las ventas de la empresa, sin embargo, no se puede afirmar que la adquisición haya sido rentable en sus dos primeros años si se toma como referencia el beneficio por acción de la compañía, ya que se redujo consecutivamente los dos años posteriores a la operación. Tres años después de la adquisición, los beneficios de Intel siguieron creciendo, la integración de Altera parece completada, y esto se ve reflejado tanto en el beneficio por acción que vuelve a situarse a niveles previos a los del anuncio de la operación, 2.41 en 2015 y 2.37 en 2018²⁵.

Esta operación ha sido la mayor adquisición en la historia de Intel. Es por esto por lo que los inversores no confiaron en el futuro de la operación, lo que produjo caídas en el precio de la acción de Intel en los días posteriores a la operación. La cuestión que hacía dudar a los inversores era que si el alto precio pagado por Intel no excedería lo que Intel pudiera obtener de Altera. La acción de Intel, cotizaba a 34 dólares el día del anuncio de la adquisición, y venía en una línea de crecimiento ascendente durante los dos últimos años, que fue frenada por el anuncio de la adquisición. Tras la caída sufrida tras el anuncio de la operación la acción de Intel se recuperó llegando a cotizar a cerca de los 50 dólares por acción tres años después de la operación, como se puede apreciar en la Figura VII. Además, Intel ha aumentado su reparto de dividendos tras la operación, por lo que podemos afirmar que la operación ha creado valor para los accionistas.

²⁵ S&P Capital IQ

Figura VIII: Evolución del Precio por Acción de Intel



Fuente: Bloomberg

Adquisición negociada de LinkedIn por parte de Microsoft en 2016

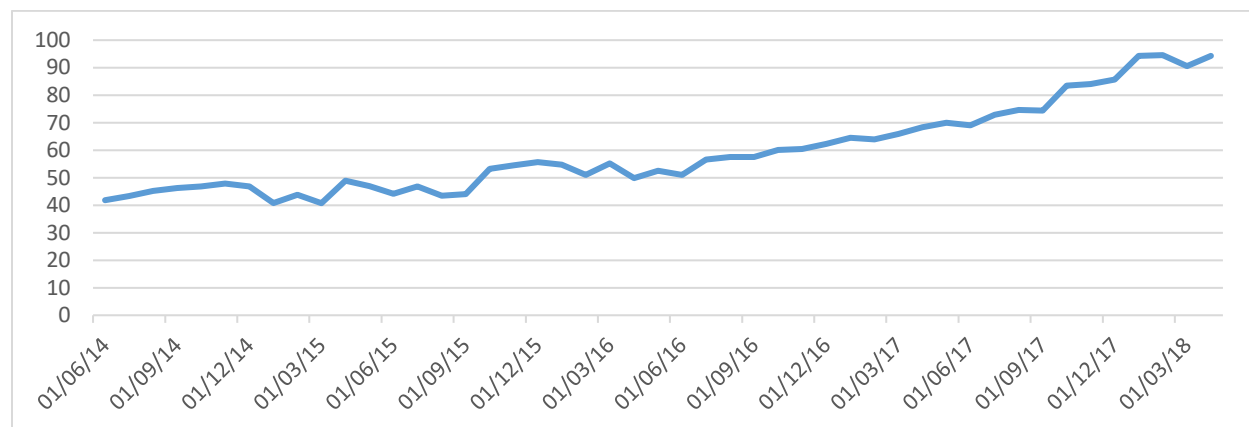
El 13 de junio de 2016, Microsoft anunció la adquisición más importante de su historia al presentar una oferta de 26.2 billones de dólares por LinkedIn. LinkedIn, posee la mayor red de profesionales del mundo, que en 2016 ya contaba con más de 430 millones de usuarios. A su vez, Microsoft, a través de Office 365, era una de las empresas líderes en servicios en la nube contando con más de 1 billón de usuarios. Con esta operación, Microsoft seguía una transición en la que se aleja de su negocio de software tradicional y apuesta por los servicios de nube, LinkedIn será una pieza importante en una estrategia que comenzó hace más de cuatro años cuando Microsoft adquirió Yammer, aQuantive y Skype. En lugar de diversificar como han realizado otras compañías que mantenían grandes reservas acumuladas, Microsoft se centró en invertir siguiendo un objetivo claro, lo que ha ayudado a crear valor para los accionistas a través de un gran crecimiento en el valor de sus acciones.

Tras la operación, LinkedIn seguiría operando bajo la misma marca y de manera independiente. La operación permitiría a LinkedIn, que dio pérdidas en 2015, crecer en número de usuarios gracias a la red de contactos de Microsoft.

Los accionistas de LinkedIn recibieron 196 dólares por acción, lo que incluía una prima cercana al 50% (Microsoft, 2016). La prima sorprende ya que LinkedIn que venía anunciando pérdidas durante dos trimestres consecutivos, atravesaba dificultades para crecer y se ponía en

duda si realmente podía extender mucho más su existente red de contactos. Todo parecía indicar que sería posible adquirir LinkedIn en los años siguientes a un precio menor. La operación fue íntegramente financiada por deuda. Sorprende ya que Microsoft mantenía en 2016 reservas suficientes para financiar la operación. Sin embargo, es comprensible ya que los tipos de interés en 2016 se encontraban por debajo del uno por ciento, como se puede ver en el Apéndice C.

Figura IX: Evolución del Precio por Acción de Microsoft



Fuente: Bloomberg

En cuanto a la acción de Microsoft, sufrió una leve caída tras el anuncio de la operación debido a la incertidumbre creada por el alto precio que la empresa ofreció. Además, el historial de Microsoft pagando demasiado por compañías que no dieron el rendimiento esperado, como la adquisición de Nokia en 2013, afectó negativamente de cara a la confianza de los accionistas hacía la acción. Sin embargo, la acción de Microsoft no ha dejado de subir desde el anuncio de la operación como se observa en la Figura IX. Un año después del anuncio de la operación, el valor de la acción de Microsoft había aumentado cerca de un 50% llegando a cotizar en 70.65 dólares en 2017. La acción sigue en una importante línea de crecimiento y cotiza a 93.52 a día 30 de abril de 2018, lo que implica un crecimiento en valor cercano al 100% con respecto al día del anuncio de la operación. Además, Microsoft ha aumentado su reparto de dividendos en un 8.3% en 2017.

Los motivos del éxito de esta operación se basan en una nueva estrategia de Microsoft, que, guiada por su nueva CEO, apuesta por los servicios de nube entrando a competir directamente con otros gigantes de los servicios online como Google o Facebook.

iii. Conclusiones

Se trata de un sector que está en constante crecimiento impulsado por las continuas innovaciones tecnológicas. Por lo tanto, es un sector en el que las empresas están obligadas a evolucionar para poder competir. La forma de evolucionar puede ser de dos formas, invirtiendo en investigación y desarrollo o adquiriendo la tecnología necesaria a través de la compra de activos de otras empresas o de la compra de las propias empresas, como fue el caso de la adquisición de Sun por Oracle en 2009, en la que Oracle adquirió los activos informativos de Sun, Java y Solaris.

Si rompemos las siglas del nombre del sector, lo podemos dividir en tecnología, donde se incluiría la producción de microchips; media y servicios de nube; y telecomunicaciones. Todos ellos son sectores muy dados a la diversificación, debido a que las empresas suelen buscar dar servicios integrados y para ello buscan nuevos productos para complementar los que ya ofrecen. Analizando las operaciones tratadas en este trabajo se puede afirmar que la diversificación destruye valor para los accionistas mientras que la concentración en un tipo o gama de productos en los que la empresa ya está especializada contribuye a la creación de valor para los accionistas.

El termino diversificación es muy amplio. La diversificación puede ser no únicamente de productos, sino también geográfica, de clientes o de proveedores entre otros. Sin embargo, en este trabajo se empleará el término diversificación para referirse a una ampliación de la gama de productos²⁶.

Entre las operaciones analizadas, hay dos que claramente buscaban diversificar sus productos para así complementar su oferta y poder brindar a sus clientes una mayor gama de servicios. Éstas son la adquisición de Amena por France Telecom y la compra de SFR por Vivendi. En el primer caso, compra de Amena, France Telecom buscó adentrarse en el sector de la telefonía móvil cuando su actividad principal era la telefonía fija e internet. El retorno a la inversión, un año después de la operación, de la acción de France Telecom fue de -23%. En el caso de Vivendi el retorno es prácticamente nulo.

En cuanto al sector de los microchips, ambas, TI, Intel obtuvieron retornos a la inversión negativos un año después de la operación. Hay varias causas para justificar estos retornos, la

²⁶ Ver otros estudios que apoyan la destrucción de valor para los accionistas debido a diversificación

primera, es que el precio pagado es muy alto. En el caso de la adquisición de National por TI, la prima pagada fue del 80%, la razón de esta prima fue la competencia directa entre ambos. En el caso de Intel la prima pagada no fue tan grande, 10,5%, sin embargo, el valor de Altera era muy elevado por lo que el precio pagado fue realmente alto. Otra razón, es que son adquisiciones que no tienen un impacto inminente en las empresas, ambas operaciones fueron realizadas con vistas a futuro por lo que su impacto en la empresa no es inmediato tras la operación. Además, el hecho de que sean empresas competidoras, como TI y National, provoca una duplicación de productos. Por consiguiente, es necesario un gran proceso de reestructuración para reducir ineficiencias. Por esta razón, en ambos casos se da un gran aumento en el valor bursátil de las empresas en el año tres tras la operación.

b. Sector Energético (Power and Utilities)

i. Introducción y contexto

El sector energético envuelve a todas las empresas relacionadas con la extracción y distribución de minerales, así como producción y distribución de energía. Dentro del primer grupo (sector energético) se encuentran tanto las empresas de *Oil & Gas*²⁷ como las productoras y distribuidoras de todo tipo de energía, como hidráulica, eléctrica, eólica, renovable, térmica, nuclear. Por otro lado, el sector *utilities* hace referencia a aquellas empresas que producen o distribuyen minerales o se dedican a la minería.

Como se ha mencionado anteriormente, el sector energético se divide en Oil & Gas y Energías. En el sector Oil & Gas se pueden distinguir tres tipos de tipos de empresas dependiendo de la actividad que desempeñan en la extracción y distribución de hidrocarburos:

- Upstream: exploración y producción de hidrocarburos. Las empresas de este sector suelen catalogarse como empresas E&P²⁸
- Midstream: transporte de hidrocarburos y productos finales

²⁷ Anglicismo utilizado para referirse a empresas relacionadas con gas y petróleo

²⁸ Exploration & Production

- Downstream: refinamiento de hidrocarburos en productos finales como gasolina o diesel

Se trata de un sector altamente influenciado por el precio de la *commodity*²⁹ con la que trabajan. En el caso de las compañías petroleras, el precio del crudo o el precio del gas en el caso de las compañías productoras o distribuidoras de gas. La influencia es tal, que el precio por acción de las empresas de este sector fluctúa de forma muy similar a como lo hace el precio de la *commodity* con la que trabajan. Esto es debido a que los costes de las empresas son independientes del precio de la *commodity* con la que trabajan, es decir, que, aunque el precio de la *commodity* baje los costes seguirán siendo los mismo y por lo tanto los márgenes se reducirán. Por el contrario, si el precio asciende, los márgenes aumentan y las empresas del sector reciben mayores beneficios. En el Apéndice D se muestra la evolución de los precios del petróleo referenciados por West Texas Intermediate³⁰ y Brent³¹.

Por otro lado, también dentro de este sector se encuentra la industria de la producción y comercialización de energía. La energía puede generarse de diversas formas y a través de diferentes métodos. Sin embargo, para este trabajo, me centraré en la energía eléctrica ya que es la actividad principal de varias empresas involucradas en transacciones que se analizan en este trabajo. De la misma manera que el sector *Oil & Gas*, el sector eléctrico es un sector altamente regulado, en el que el mismo gobierno está involucrado a través de participaciones en empresas, como es el caso del gobierno italiano en la empresa eléctrica Enel. Por esta razón, las operaciones conllevan un alto grado de complejidad y es necesario analizarlas en profundidad para comprenderlas correctamente.

Por último, dentro de esta amplia industria también se analizará una operación del sector de la minería y los metales. Se trata de un sector que funciona de forma similar al de *Oil & Gas*, ya que las empresas pertenecientes a este sector se dedican a la exploración, extracción, y refinamiento de minerales para posteriormente comercializarlos.

²⁹ Anglicismo usado para referirse a productos o materias primas que se pueden obtener en todo el mundo con la misma calidad y el mismo precio

³⁰ Medida del precio del petróleo tomado como referencia en el mercado europeo

³¹ Medida del precio del petróleo tomado como referencia en el mercado estadounidense

ii. Análisis de operaciones

OPA sobre Endesa por parte de Enel y Acciona el 11 de abril de 2007

A través de esta adquisición, Enel, que era una empresa participada por el gobierno italiano, aumentaba y consolidaba su presencia en España y Latinoamérica, convirtiéndose en uno de los mayores productores y distribuidores de gas y electricidad en la península. Esta adquisición, formaba parte de la estrategia de expansión internacional de Enel, que se consolidaba en el mercado español, y entraba en el mercado ruso en el mismo año. Por otro lado, Acciona cuya actividad principal era infraestructuras, pretendía con esta adquisición, reforzar su negocio de energías renovables. En sus cuentas anuales, Acciona afirmaba la intención de tomar control mayoritario de Endesa en un futuro y liderar la compañía. Lo cual contrasta con la realidad, ya que Acciona vendió su participación años más tarde, obteniendo grandes plusvalías, en una operación que se analizará en un apartado posterior.

El 11 de abril de 2007, Acciona y Enel presentaron una OPA conjunta para la adquisición de un 46% del capital social de Endesa. El proceso para hacerse con el control de Endesa, ya había comenzado hace unos años, y en 2007, Acciona y Enel ya contaban con el 21.03% y 24.9% respectivamente. Al cierre de la operación, el porcentaje de control de ambas sería de 92.06%, repartido, 25.01% para Acciona y 67.05% para Enel. La oferta conjunta valoró la empresa en torno a los 41.2 billones de euros (Enel & Acciona, 2007).

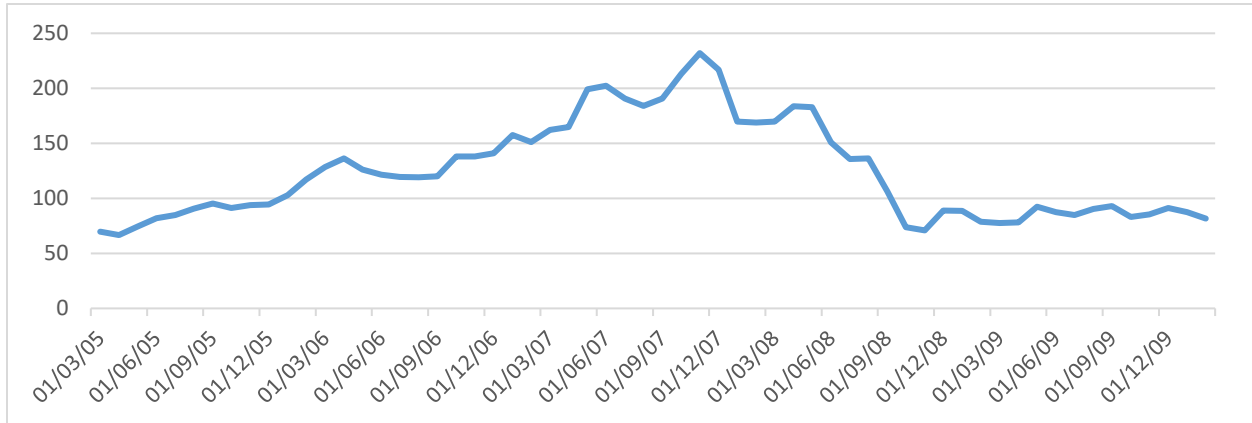
Es importante recalcar que una de las condiciones para que la operación haya salido adelante, ha sido la retirada de E. ON que era otro candidato a la adquisición, a cambio de la venta de activos por valor de 11.5 billones de euros una vez Acciona y Enel tomaran el control. Los activos vendidos de Endesa fueron Viesgo, filial de Enel en España, y las centrales de la eléctrica de Los Barrios en la provincia de Cádiz. Otra condición, fue que Acciona tuviera una opción de venta sobre sus acciones, ejecutable de una sola vez en cualquier momento.

En cuanto a financiación, Enel firmó una línea de crédito sindicada por valor de 35 billones de euros que serían destinados íntegramente a pagar la operación. A lo largo del año, Enel emitió bonos por lo que la línea de crédito se redujo hasta 19.5 billones de euros. Además, Enel llevaría

a cabo una reestructuración de su deuda, emitiendo, Global Medium-Term loans por valor de 15 billones de euros y bonos por valor de 5 billones de euros (Enel, 2007).

Por otro lado, Endesa financió la operación a través de emisión de deuda por valor de 9.11 billones de euros (Endesa, 2007).

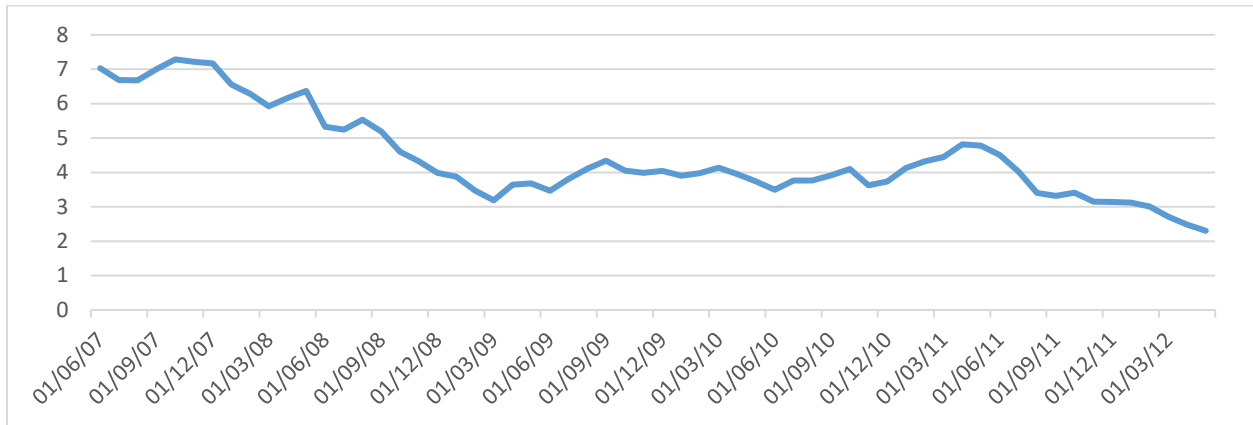
Figura X: Evolución del Precio por Acción de Acciona



Fuente: Bloomberg

Como se puede observar en la Figura X, la acción de Acciona se ha visto negativamente afectada tras la operación. Acciona cuyo valor bursátil había crecido notablemente en los dos años previos a la operación ha sufrido un gran descenso tras el anuncio. Estaba bajada se prolongó durante, al menos, los tres años siguientes a la operación. El valor de la acción el día del anuncio era de 171 euros mientras que, a los dos años, en 2009, la acción cotizaba en torno a los 90 euros, lo que implica una importante destrucción de valor para el accionista. Acciona no obtuvo lo que buscaba en Endesa ya que decidió vender su participación a Enel a los dos años. Esta operación será analizada en el siguiente capítulo.

Figura XI: Evolución del Precio por Acción de Enel



Fuente: Bloomberg

Como muestra la Figura XI, la acción de Enel, creció durante el primer año tras la operación. Sin embargo, durante los siguientes dos años sufría una caída que hizo que la acción se estabilizara en torno a los 5 dólares, lo que implica una caída cercana al 50% ya que Enel cotizaba a 9.65 dólares el día del anuncio en 2007. Por lo que podemos afirmar que la operación destruyó valor para los accionistas de Enel en los años siguientes.

Adquisición de Alcan por parte de Rio Tinto, en adelante Rio, el 12 de junio de 2007

A través de esta adquisición, Rio, pretendía afianzarse en su rama de aluminio creando Rio Tinto Alcan, que se convertiría en un líder global en la industria. La adquisición, permitiría a Rio aumentar su presencia en Canada y complementar los activos de producción de Alcan en Australia con los ya pertenecientes a Rio. Rio optaba así por la concentración en el sector del aluminio, lo que fue apreciado positivamente por los mercados. Sin embargo, las fuertes bajadas en el precio del aluminio penalizaron a la industria globalmente, y por consecuencia a Rio.

El 12 de junio de 2007, Rio anunció la compra de Alcan por 101 dólares la acción lo que implicaba una valoración de Alcan en 38.5 billones de dólares (SEC, 2007). En el mismo anuncio, Rio recalca la importancia de las potenciales sinergias operación, que durante 2008 llegaron a

585 millones de dólares y con proyección de llegar a 1.1 billones después de impuestos en 2010, según publicaba Rio en un comunicado de prensa en febrero de 2009³².

El precio pagado por acción, incluyó una prima de 32.8% lo que generó, una vez se completó la compra del 100% del capital social de Alcan, un fondo de comercio de 20 billones de dólares. La operación fue íntegramente financiada por deuda con el objetivo continuar con el reparto de dividendos previsto, manteniendo un rating crediticio de A³³.

A pesar de un gran aumento del beneficio operativo en 2008, la situación en el mercado de los metales en 2009 se debilitó fuertemente, como se muestra en el Apéndice E, lo que impulsó a Rio a realizar deterioros en el fondo de comercio de 10 billones de dólares ese mismo año (Rio Tinto, 2009). Como consecuencia de las bajadas en el beneficio operativo, la capacidad de endeudamiento y de repagar la deuda se redujo drásticamente como refleja la ratio Deuda Neta/EBITDA que bajo de 2.1x en 2008, a 1.7x y 0.2x en 2009 y 2010 respectivamente³⁴.

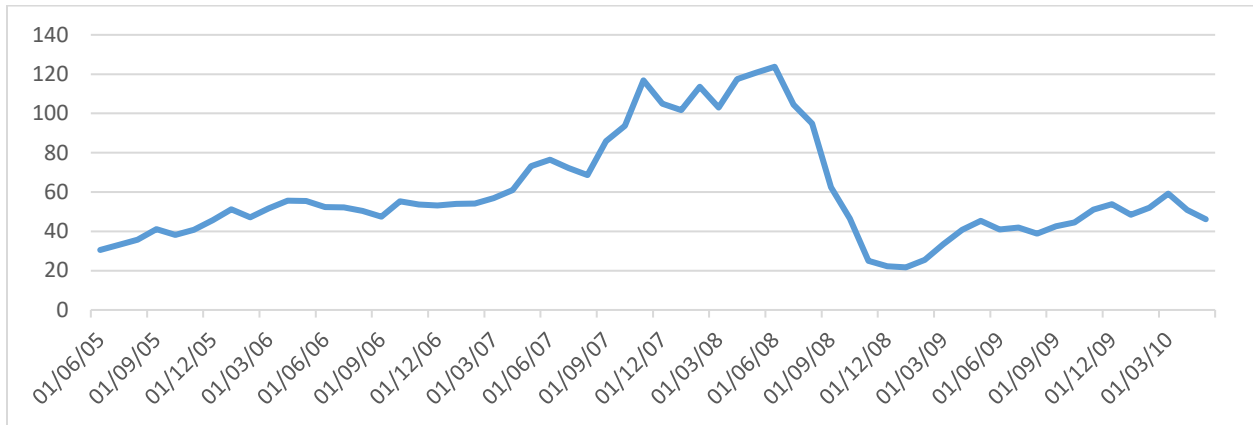
En cuanto a la acción de Rio, mantuvo fuertes subidas durante el primer año tras la operación al convertirse líder del sector del aluminio a nivel global, pasando de 70.15 dólares el día del anuncio a 111 dólares un año después. Sin embargo, el alto precio pagado y el debilitamiento del mercado de los metales a nivel global, además de una gran limitación operativa debido a la gran cantidad de deuda emitida, penalizó fuertemente a Rio en bolsa durante 2008. En 2009, con las expectativas de aumento en el precio del aluminio, mostradas en el Apéndice E, la acción de Rio volvió a subir y se estabilizó en torno a los 50 dólares por acción en 2010, como se puede apreciar en la Figura XII.

³² (Rio Tinto, 2009)

³³ El rating crediticio indica la calidad de crédito de una empresa marcado por agencias de rating como Moody's, S&P y Fitch Ratings

³⁴ S&P Capital IQ

Figura XII: Evolución del Precio por Acción de Rio Tinto



Fuente: Bloomberg

En este caso, el precio del material que la empresa produce afecta de manera directa al valor de la acción. Una operación, que parecía estar creando valor para los accionistas en su primer año, resultó afectar negativamente debido a las fuertes bajadas en el precio del aluminio como se puede apreciar en el Apéndice E.

Adquisición de Unión Fenosa, en adelante Fenosa, por parte Gas Natural el 29 de junio de 2009

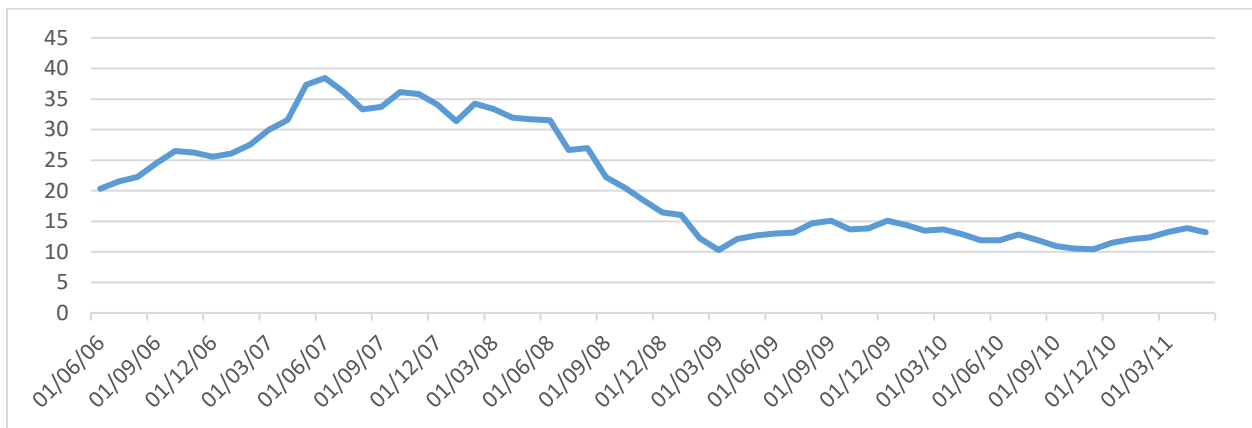
A través de esta operación, Gas Natural trataba de formar un grupo energético integrado consolidando su presencia en los mercados gasista y eléctrico. Gas Natural, cuya actividad principal estaba centrada en el negocio gasista, reforzaba su negocio eléctrico, ya que la actividad principal de Fenosa era la comercialización de energía eléctrica. Las dos empresas complementarían sus ramas más débiles, combinando la fuerte presencia de Gas Natural, primer operador en el sector de gas de España, y la de Fenosa como tercera potencia en el sector eléctrico en España, y con presencia en Sudamérica.

La operación fue anunciada el 29 de junio de 2009 a través de un comunicado de prensa, en el que se confirmaba la adquisición del 45% del accionariado de Fenosa por Gas Natural, que estaba en manos de ACS y la consiguiente formulación de una oferta pública de adquisición sobre el 100% del capital social, según notificaba la Comisión Nacional de la Competencia. Los accionistas, de Fenosa, recibieron 18.33 dólares por acción, lo que incluía una prima del 15%. El

precio pagado por Gas Natural valoraba el total de la compañía en 16.75 billones de dólares (Gas Natural, 2008).

La adquisición fue financiada a través de venta de activos no estratégicos por valor de 3 billones, emisión de deuda y una ampliación de capital de 3.5 billones para mantener en rating crediticio previo a la operación. Sin embargo, la emisión de acciones no fue sufriente y el rating crediticio de Gas Natural descendió de A hasta BBB+. La diversificación de Gas Natural al mercado eléctrico fue duramente castigada por el mercado desde el día del anuncio de la operación.

Figura XIII: Evolución del Precio por Acción de Gas Natural



Fuente: Bloomberg

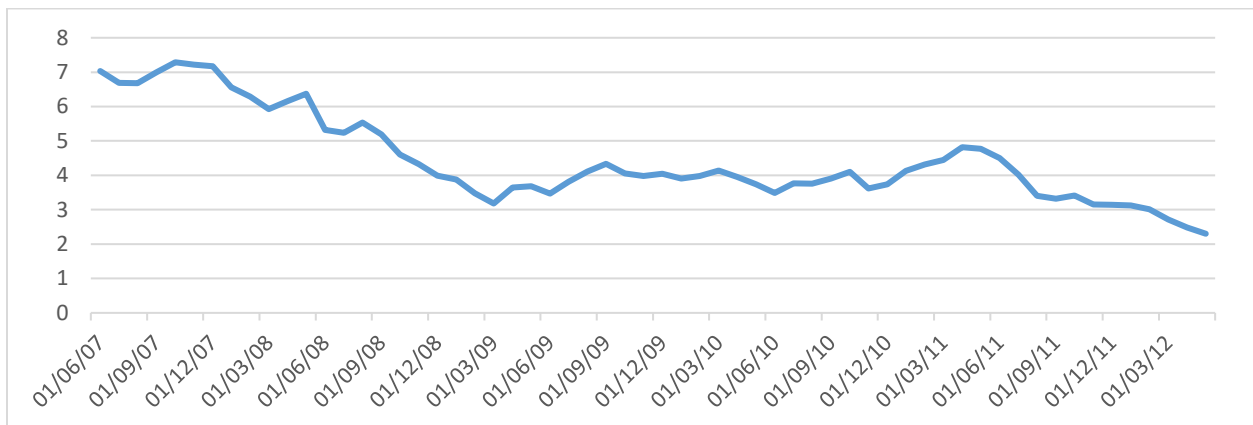
Como muestra la Figura XIII, la acción de Gas Natural cotizaba a 31.25 dólares el día del anuncio de la operación. Un año después, la acción había reducido su valor en más de la mitad, 12.92 dólares. En los años posteriores, la acción fluctuaría en torno a los 12 dólares. En este caso, el mercado penalizó las consecuencias del alto precio pagado por Gas Natural cuyo rating crediticio bajó, lo que afectó la confianza de los inversores de cara a la acción. La operación, no impactó positivamente en los primeros años, ya que ambos, el beneficio por acción y los dividendos se vieron reducidos en los años posteriores a la operación.

Adquisición de Endesa, propiedad de Acciona, por parte de Enel el 20 de febrero de 2009

El 20 de febrero de 2009, Enel anunció a través de una nota de prensa el acuerdo para el traspaso del 25.01% que Acciona mantenía en Endesa³⁵. Acciona ejecutó la opción de venta que poseía, como se ha mencionado en el capítulo de la adquisición de Endesa por Acciona, por lo que Enel pagó 9.62 billones por el porcentaje de capital de Endesa que poseía Acciona. El valor total de la transacción ascendió a 11.11 billones de dólares, debido a un dividendo extraordinario de 4.2 billones de euros repartido por Endesa previo al cierre de la operación, del que Acciona recibió 1.6 billones (Enel, 2009). Una vez completada la transacción, Enel se convertiría en el accionista mayoritario de Endesa con el 92.06% del capital social, permitiéndole así tomar control de la empresa. Como parte del acuerdo, Enel vendió a Acciona activos generadores de energía renovable por valor de 2.63 billones de euros. Sin embargo, Enel mantendría la gran mayoría de activos hidroeléctricos de Endesa.

Para financiar la operación, Enel emitió deuda por valor de 12.13 billones de euros. Con esta adquisición, Enel apostaba por España, y Latinoamérica como los dos principales focos de crecimiento dentro de su estrategia de expansión internacional.

Figura XIV: Evolución del Precio por Acción de Enel



Fuente: Bloomberg

En cuanto a la acción de Enel, mantuvo una subida ligera pero constante durante los dos primeros años tras la operación, subió de 4.38 dólares el día del anuncio a 5.39 y 5.87 dólares uno

³⁵ (Enel, 2009)

y dos años después respectivamente. Sin embargo, comenzó a ceder a partir de abril de 2011 bajando su valor hasta 4.08 dólares en febrero de 2012, como se puede observar en la Figura XIV.

Adquisición de Petrohawk Energy Corporation, en adelante Petrohawk, por parte de BHP Billiton, en adelante BHP, el 15 de julio de 2011

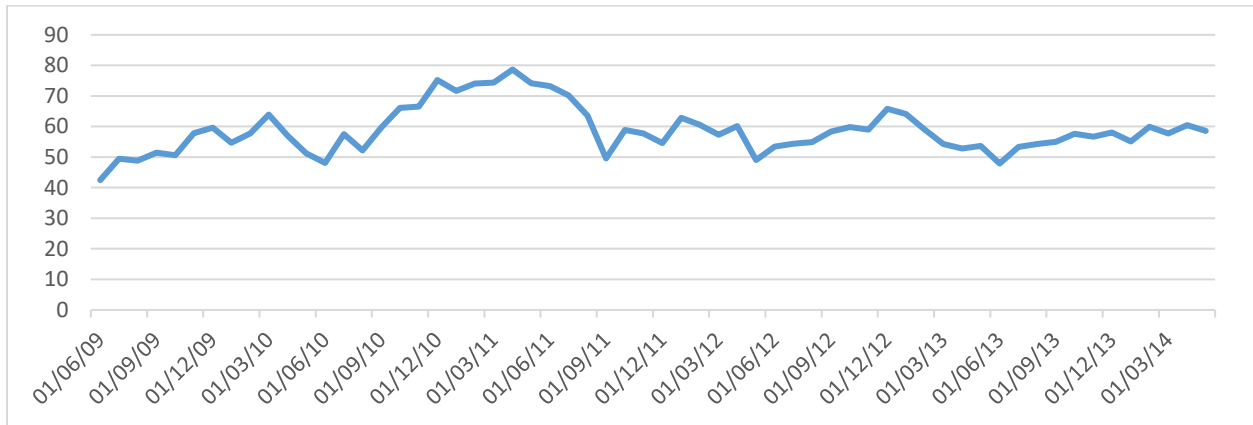
A través de esta operación, la petrolera australiana BHP se adentraba en el mercado petrolero de los Estados Unidos. Petrohawk, permitiría a BHP operar en tres de las principales y más rentables yacimientos de los Estados Unidos: Eagle Ford, Haynesville y Permian Basin. Lo que traducido a números implica 3.4 trillones de metros cúbicos en reservas probadas³⁶ en 2010 según anuncio Petrohawk.

El 15 de Julio de 2011, BHP publicó la llegada a un acuerdo para la compra de Petrohawk por un total de 12.1 billones de dólares. El valor de la adquisición ascendió a 15.1 billones de dólares incluyendo la deuda que asumiría BHP tras la adquisición. La oferta presentada por BHP de 38.75 dólares por acción incluía una atractiva prima del 65%. Según publicó el Consejero Delegado de la rama petrolera de BHP, la prima ofrecida era indicativa de las proyecciones optimistas de crecimiento de BHP tras la combinación de ambas empresas (BHP, 2011).

La operación fue financiada a través de reservas acumuladas de la empresa y una línea de crédito no sujeta a ninguna contingencia financiera, según publicó BHP en la nota de prensa en la que anunció la operación.

³⁶ Aquellas cantidades de petróleo que, a partir del análisis de datos de geociencias y de ingeniería, se estiman con certeza razonable a ser recuperables comercialmente a partir de una fecha dada en adelante, de yacimientos conocidos y bajo condiciones económicas, métodos de operación, y reglamentación gubernamental definidas. (Comisión Nacional de Hidrocarburos, 2012)

Figura XV: Evolución del Precio por Acción de BHP



Fuente: Bloomberg

En cuanto a la acción de BHP, subió ligeramente de valor durante los primeros días tras la operación llegando a estar valorada en 70 dólares con respecto a los 68 del día del anuncio. Sin embargo, a partir de septiembre de ese mismo año, como se muestra en la Figura XV, comenzó a bajar de valor hasta estabilizarse en torno a los 55 dólares en los dos años siguientes. Al tratarse de una petrolera, esta bajada, entre otras cosas, vino motivada por la bajada de precios del petróleo³⁷ ya que las cotizaciones de las acciones de empresas petroleras se ven fuertemente afectadas por las fluctuaciones en el precio del crudo. Por otro lado, BHP aumentó el reparto de dividendos en los tres años consecutivos a la operación.

En esta operación, se puede observar como la diversificación lleva a la empresa a ganar estabilidad, sin embargo, no es positiva para el crecimiento a corto plazo. Y, por lo tanto, para la creación de valor para los accionistas.

Adquisición de Talisman Energy, en adelante Talisman, por parte de Repsol el 16 de diciembre de 2014

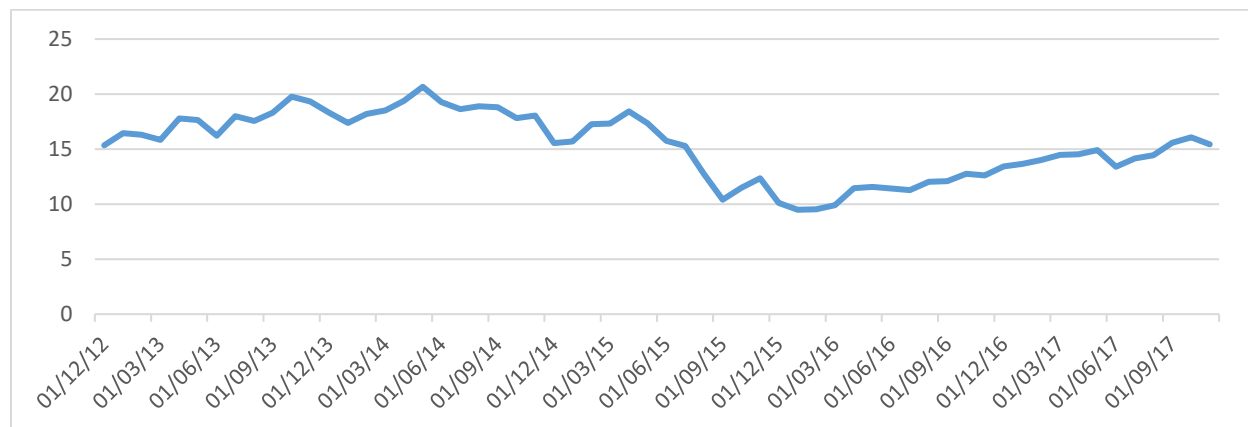
El 16 de diciembre de 2014, Repsol anunció la compra del 100% del capital social de Talisman por 8.83 billones de dólares, además de asumir deuda de Talisman por valor de 4.7

³⁷ ver Apéndice C

billones de dólares (Repsol, 2014). La operación, permitiría a Repsol convertirse en un grupo líder en el sector energético, aumentando su participación en países OCDE³⁸ y reforzando su negocio de upstream. Esta adquisición, permitiría a Repsol diversificar sus activos gracias a los diferentes puntos de producción y exportación de Talisman alrededor del mundo.

La operación fue mayoritariamente financiada a través del dinero obtenido tras la expropiación de YPF³⁹ (6.3 billones de dólares) y tras la adquisición, el capital empleado de Repsol ascendió un 50%. Los accionistas de Talisman, recibieron 8 dólares por acción lo que incluía una prima del 24%.

Figura XVI: Evolución del Precio por Acción de Repsol



Fuente: Bloomberg

En cuanto a la acción de Repsol, que cotizaba a 15.64 dólares el día anterior al anuncio de la operación, sufrió una gran bajada tras anunciar la transacción. Como se puede observar en la Figura XVI, durante el primer año desde el anuncio la operación no impactó positivamente a Repsol, no solo en bolsa sino también en sus cuentas, en 2015 el beneficio por acción de Repsol fue negativo, -0.95 dólares⁴⁰. El valor de la acción de Repsol bajó de forma continuada hasta tocar fondo en febrero de 2016, cuando cotizaba en torno a los 9 dólares, motivado también por la fuerte bajada en los precios del crudo, como se puede apreciar en el Apéndice D. A partir de ese momento la acción se recuperó y se estabilizó en torno a los 15 dólares durante 2017. Además, Repsol redujo

³⁸ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

³⁹ (Repsol, 2014)

⁴⁰ S&P Capital IQ

el reparto de dividendos anuales de 2015 con respecto a 2014, siendo 0.95 dólares por acción en 2014, 0.76 dólares por acción en 2015 y 2016.

Se puede afirmar que esta operación no creó valor para el accionista a corto plazo. El hecho de diversificar geográficamente y aumentar presencia en países más estables afecta a la empresa a largo plazo y puede ayudar a ganar confianza de cara al mercado al convertirse en una empresa con menos riesgo. No obstante, el gran aumento de capital empleado de Repsol es una apuesta arriesgada, y que reduce el retorno a la inversión.

iii. Conclusiones

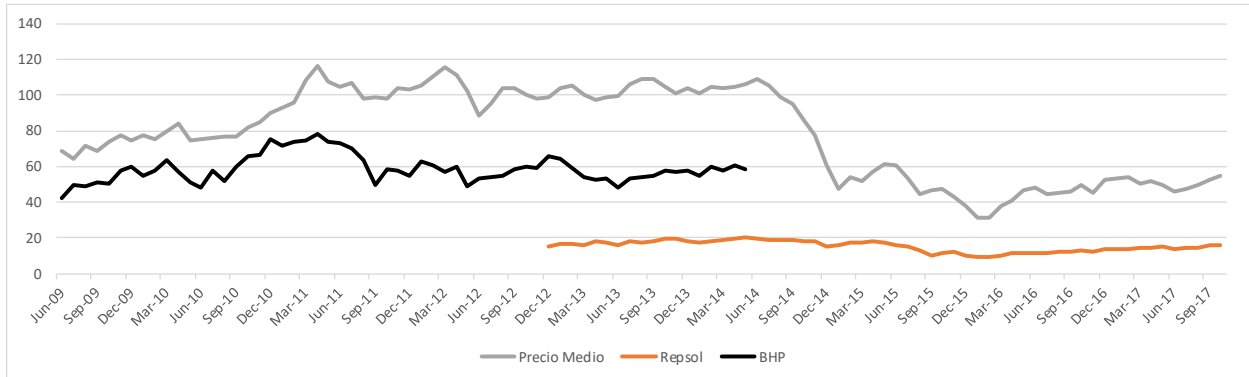
Lo que más llama la atención en el sector energético es la gran influencia de la *commodity* con la que trabaja la empresa adquiriente. Más allá del impacto que pueda tener una operación, lo que realmente mueve el precio por acción de estas empresas son las fluctuaciones en el precio de la *commodity*.

Dentro del apartado del sector energético, en este trabajo se han analizado dos operaciones de empresas petroleras, dos de empresas gasistas, una productora de aluminio entre otros materiales y una empresa eléctrica.

- Sector petrolero:

En la Figura XVII, se muestra una comparativa del precio medio del petróleo, calculado a través de una media ponderada de los precios de referencia ofrecidos por el Brent y WTI y la evolución del precio por acción de las dos empresas petroleras que se analizan en este trabajo, Repsol y BHP.

Figura XVII: Comparación de la evolución mensual del precio medio del petróleo y el precio por acción de Repsol y BHP



Fuentes: EIA⁴¹ & Bloomberg

Como se puede apreciar en la Figura XXII, existe una gran correlación entre el precio del crudo y la cotización de ambas empresas.

No obstante, en ambas operaciones el objetivo de las empresas fue diversificar a través de la adquisición de activos en lugares donde no tenían una fuerte presencia antes de la operación. Como se ha mencionado en el análisis individual de cada operación, diversificar no contribuye a generar valor para los accionistas a corto plazo. Sin embargo, si que aporta estabilidad a la empresa y menor riesgo en caso de que las condiciones de mercado empeoren. Por lo tanto, en este caso diversificar contribuye a que estas empresas puedan mitigar el efecto de las fuertes bajadas en el precio del crudo sufridas a partir de 2014.

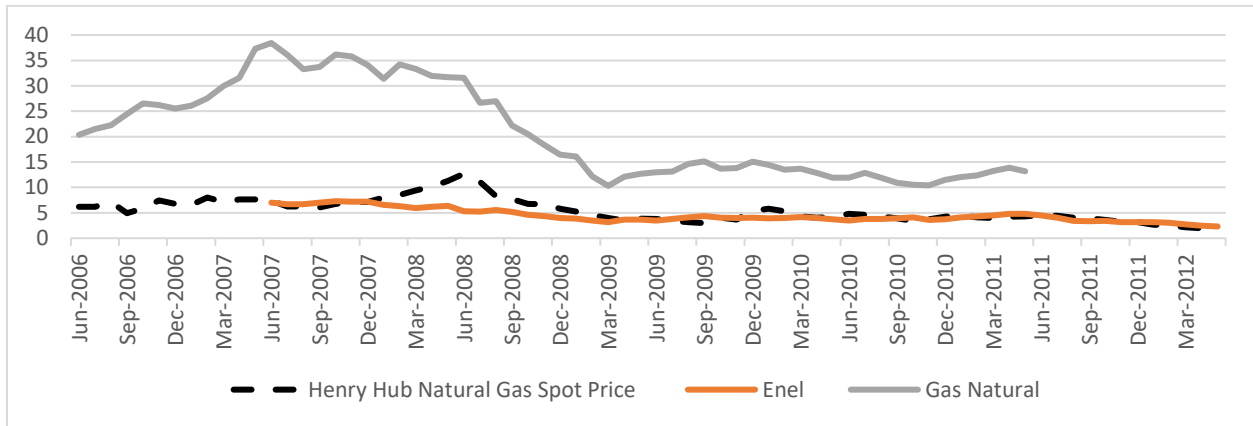
- Sector gasista:

En la Figura XVIII, se muestra una comparativa del precio del gas natural tomando como referencia el Henry Hub, medido en dólares por un millón de BTU⁴², con la evolución del precio por acción de Enel y Gas natural.

⁴¹ U.S. Energy Information Administration

⁴² British Thermal Unit

Figura XVIII: Comparación de la evolución mensual del precio del gas natural medido en dólares/un millón de BTU, y el precio por acción de Enel y Gas Natural



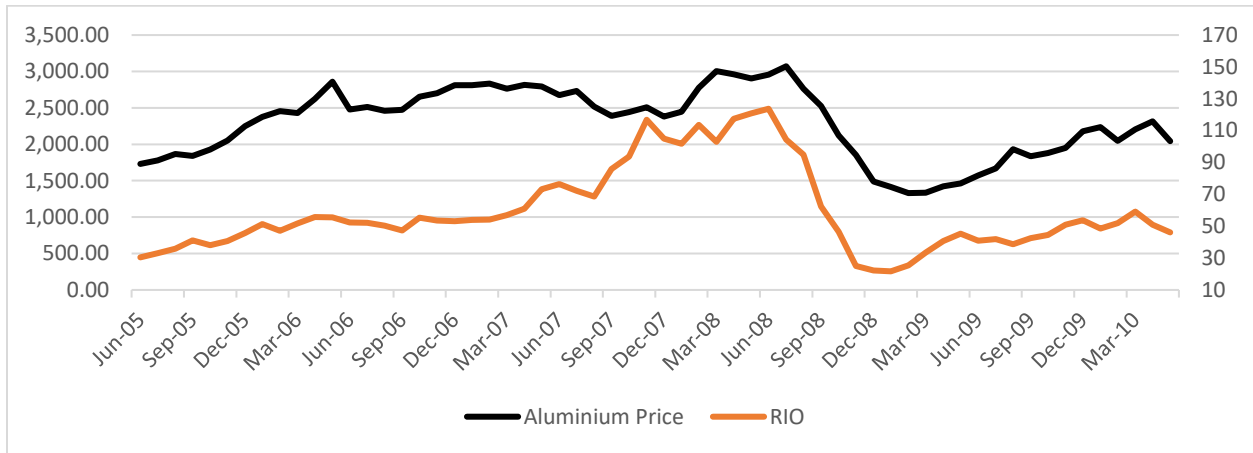
Fuente: EIA & Bloomberg

Como se puede apreciar en la figura, el precio del gas natural afecta directamente al precio por acción de las empresas que lo producen. Las operaciones, fueron anunciadas en 2008, Gas Natural compra Union Fenosa, y en 2009, Enel compra Endesa. Desde la bajada del precio en 2008, el precio del gas natural se ha mantenido muy estable entorno a los 4 dólares por millón de BTU.

- Sector aluminio

La Figura XIX muestra una comparativa entre la evolución del precio del aluminio y el precio por acción de Rio.

Figura XIX: Comparativa de la evolución mensual del precio del aluminio medido en dólares por tonelada y el precio por acción de Rio



Fuente: CME Group & Bloomberg

Como se puede apreciar en la Figura XIX, existe una relación directa entre el precio del aluminio y el precio por acción de Rio. Donde una vez mas se puede observar como mas allá de la transacción anunciada en 2007, el mayor factor influenciando el precio por acción es el precio del aluminio en vez de la propia transacción.

c. Sector Consumo

i. Introducción y contexto

El sector consumo envuelve a todas aquellas empresas que ofrecen productos directamente a consumidores. Estos productos se pueden agrupar en dos tipos, duraderos y perecederos. Duraderos, se refiere a los productos con un rango de vida mayor a los tres años, mientras que se denomina perecederos a aquellos con una vida menor a los tres años.

Existen diferentes formas de dividir este sector, ya que se trata de una industria muy amplia, debido al gran número de productos diferentes que se producen hoy en día. Otra forma de hacerlo sería según su necesidad. En este caso la industria se podría dividir en *consumer staples*, que se refiere a aquellas empresas que producen y distribuyen bienes que los consumidores usan de forma más o menos diaria, como productos de alimentación o productos de cuidado personal. Y *consumer*

discretionary, referido bienes más duraderos, que no son estrictamente necesarios para los consumidores como productos textiles, automoviles, o bienes de lujo.

Es un sector bastante influenciado por el estado de la economía. No obstante, nos centramos en los sectores, podemos ver la diferente manera en que la economía les afecta. El sector *consumer staples* es relativamente independiente a la salud de la economía ya que los bienes que se incluyen en este sector son de primera necesidad, por lo que este sector tiende a dar una mayor rentabilidad en épocas de recesión en las que el ahorro no es posible y por lo tanto el gasto discrecional se reduce dando prioridad a bienes de primera necesidad. Por otro lado, los *stocks* del sector *consumer discretionary* disfrutaban de una mayor rentabilidad en fases expansivas de la economía en las que el gasto discrecional aumenta (Fidelity Investments, 2016)

ii. Análisis de operaciones

Adquisición de Anheuser-Busch Cos, en adelante AB, por parte de Inbev NV en 2007

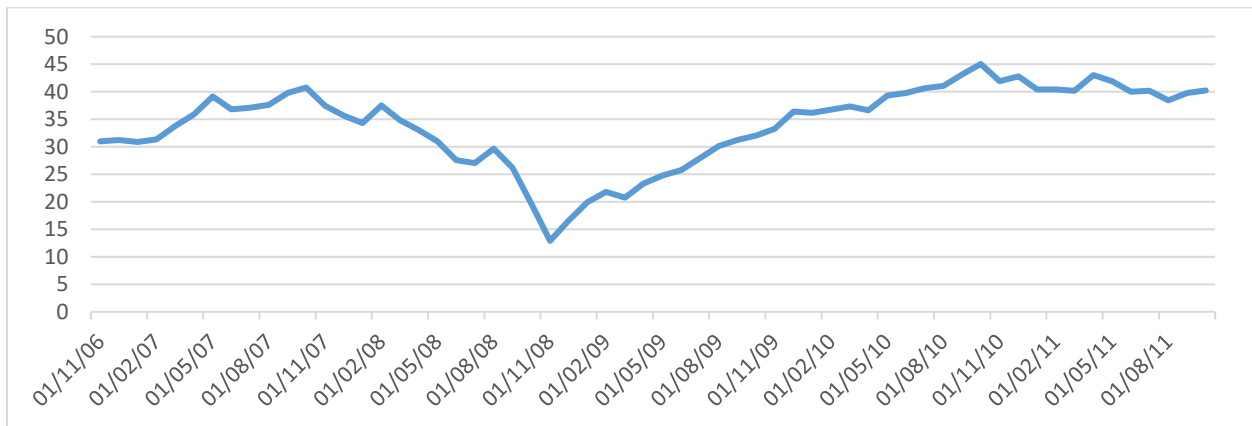
En mayo de 2008, la cervecera belga Inbev anunció la llegada a un acuerdo para la compra de una de las mayores cerveceras norteamericanas, Anheuser-Busch, por un total de 52 billones de dólares AB era dueña en aquel momento algunas de las marcas de cervezas más populares y más comercializadas en los Estados Unidos, como Budwaiser o Bud Light. La transacción, daba lugar a la mayor cervecera del mundo, una vez los accionistas de AB aceptaron el precio por acción ofrecido por Inbev de 70 dólares por acción, lo que implicaba una prima de 40% sobre cotización de la acción en mayo de 2008 (AB Inbev, 2008).

Se trataba de un movimiento estratégico por parte de la compañía belga que, de esta manera, se introducía en el mercado americano. Esta adquisición, forma parte de la estrategia adquisidora de la cervecera belga cuyo crecimiento se debe a las numerosas adquisiciones a través de los años. Esta transacción, conllevó bastante controversia y presión pública por mantener la cervecera americana, independiente y en propietarios estadounidenses. Sin embargo, la acción de AB llevaba estancada más de un año, el precio por acción cedía desde octubre de 2007, lo que impulsaba a muchos accionistas, entre ellos, Warren Buffet a apoyar la compra por parte de la cervecera belga.

En cuanto a sinergias, Inbev llevó a cabo una reducción de plantilla de 6.000 trabajadores a lo largo de los tres años siguientes a la operación, como estrategia para ahorrar costes. A esto hay que añadirle, el aumento de ventas en zonas donde Inbev estaba estancada como China, y una mayor red de producción y distribución que permitió a la cervecera ser más eficiente.

Para financiar la operación, InBev necesitó levantar alrededor de 45 billones de dólares en deuda emitida por un conglomerado de más de diez bancos distintos (SAB Miller, 2009).

Figura XX: Evolución del Precio por Acción de Inbev



Fuente: Bloomberg

Como se puede apreciar en la Figura XX, la acción de Inbev llevaba un año estancada en torno a los \$40. Sin embargo, se desplomó cuando Inbev anunció la compra en noviembre de 2008, llegando a cotizar a \$12,89. Tras la caída de precio en noviembre de 2008, la acción comenzó a remontar llegando a \$29,29 en mayo de 2010, impulsado por un alto ratio precio-beneficio, que indicaba el positivismo de los accionistas de cara al precio de la acción. A partir del tercer año, la acción comienza a crecer notablemente una vez que AB está completamente integrada y las sinergias empiezan a reflejarse en el aumento en ventas y ahorro en costes. La acción a finales de 2012 cotizaba en torno a los 70 dólares.

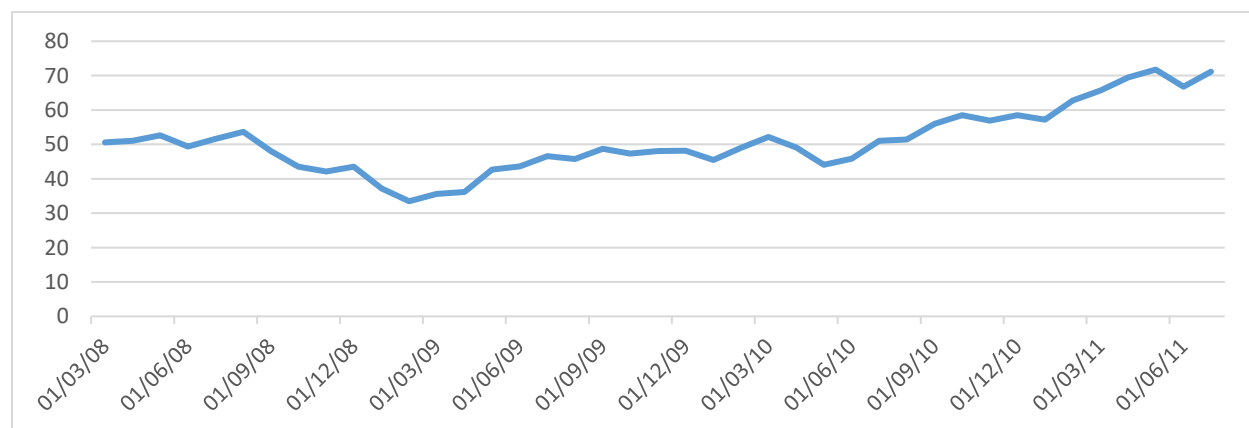
OPA sobre Rothmans Inc. por parte de Philip Morris International, en adelante PMI, el 31 de julio de 2008.

El 31 de julio de 2008 PMI anunció una OPA de 30 dólares por acción, lo que incluía una prima de 16.9% sobre la cotización media de Rothmans en julio de 2008. A través de esta

adquisición, PMI, que ya poseía el 40% de Rothmans, se haría con el 60% restante por 2 billones de dólares. Tras esta operación, PMI se hacía con el 100% del capital social de Rothmans, ya que controlaba el 60% antes de la operación (PMI, 2008). PMI era la tabacalera líder a nivel global comercializando siete de las 15 marcas más importantes de tabaco, incluyendo Marlboro. Por otro lado, Rothmans era la segunda tabacalera en Canadá, comercializando una amplia gama de productos que incluían picadura fina de tabaco y otros productos premium. Mediante esta operación, PMI se posicionaba fuertemente en el mercado canadiense.

Además, debido a la proximidad con Estados Unidos, PMI comunicaba en el anuncio de la operación, que Rothmans se beneficiaría de sinergias resultantes de ahorro en costes debido a la plataforma global de PMI en cuanto a materiales y cadenas de proveedores. También resalto futuros ahorros en costes de financiación y administrativos gracias a la infraestructura compartida con PMI. En el mismo anuncio, también afirmaba que la operación sería acrecitiva en cuanto a beneficio por acción a finales de 2009. Tras la adquisición, PMI tendría que pagar 124 millones de dólares como parte de un acuerdo con el gobierno canadiense.

Figura XXI: Evolución del Precio por Acción de PMI



Fuente: Bloomberg

La acción de PMI sufrió una caída cercana al 1.5% tras el anuncio de la operación. Sin embargo, como se puede observar en la Figura XXI, la acción de PMI ha subido de forma constante durante los tres años posteriores a la operación, subiendo de 38 en 2008 a dólares a 71 en 2011.

Además, PMI aumento el reparto de dividendos acción anual de 1.54 dólares en 2008 a 2.24 dólares en 2009 y 2010⁴³.

Adquisición de Drugstore.com, en adelante Drugstore, por parte de Walgreens en 2012

El 24 de marzo de 2011, Walgreens anunció la adquisición de Drugstore por aproximadamente 409 millones de dólares. El precio por acción ofrecido por Walgreens fue de 3.8 dólares, lo que incluía una prima del 113% sobre la cotización de Drugstore el 23 de mayo (SEC, 2011). Walgreens poseía en 2012 la mayor red de farmacias de Estados Unidos. Es necesario entender que el concepto de farmacia en Estados Unidos difiere del concepto de farmacia español. Las farmacias en Estados Unidos, no solo comercializan medicamentos, sino también bienes de consumo como puede ser alimentación, artículos de limpieza, belleza.... Por otro lado, Drugstore poseía una fuerte marca en la venta de productos online relacionados con la salud, belleza y cuidado personal.

Mediante la adquisición, Drugstore se beneficiaría de la red de farmacias de Walgreens, mientras que Walgreens adquiriría una plataforma de venta online con la que crear una farmacia “multi-channel⁴⁴” con vistas a un mercado online que ya crecía en 2012. La adquisición fue financiada por reservas acumuladas de Walgreens (Walgreens, 2012).

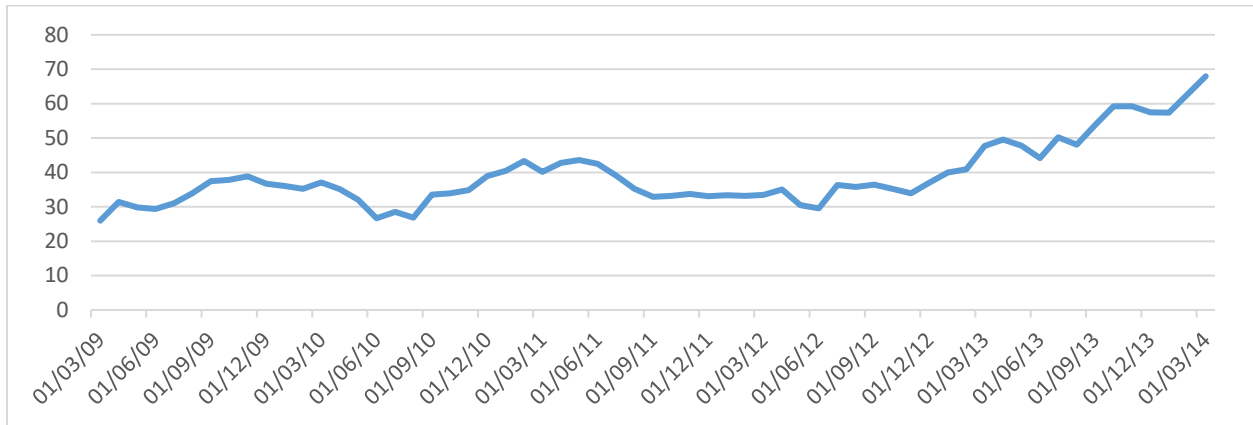
Como anunciaba la propia compañía en el anuncio de la operación, el beneficio por acción de 2012 cedería con respecto al de 2011. La adquisición no sería acreditaba hasta el tercer año tras la operación, el beneficio por acción que en era de 2.97 dólares en 2011 descendió a 2.43 dólares en 2012. Sin embargo, el tercer año tras la operación, en 2015, Walgreens obtuvo un beneficio por acción de 4.05 dólares⁴⁵.

⁴³ S&P Capital IQ

⁴⁴ Anglicismo para referirse a un canal de distribución múltiple

⁴⁵ S&P Capital IQ

Figura XXII: Evolución del Precio por Acción de Walgreens



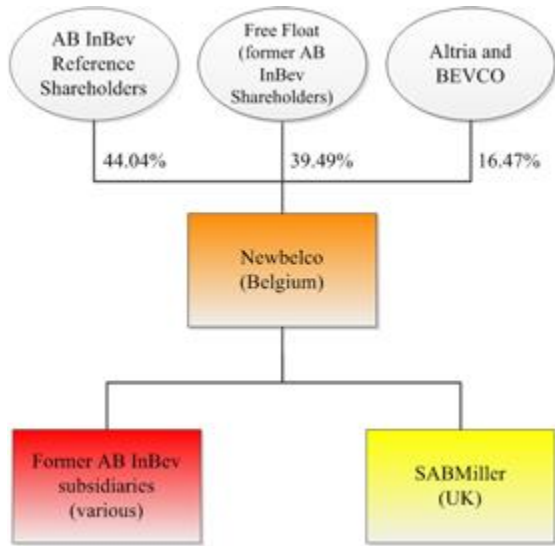
Fuente: Bloomberg

La acción de Walgreens sufrió una ligera bajada los días después del anuncio. Sin embargo, como se puede observar en la Figura XXII, ha mantenido una línea ascendente desde la adquisición durante los tres siguientes años. Pasando de cotizar a 33.56 dólares el día del anuncio de la operación en 2009, a 46.49, 64.31 y 88 dólares uno, dos y tres años después del anuncio de la operación.

Fusión de SAB Miller y AB Inbev el 11 de noviembre de 2016

En 11 de noviembre de 2015, Ab Inbev anunció la llegada a un acuerdo con SABMiller, para realizar una de las mayores operaciones en la historia. El valor de la transacción superaría los 60 billones de dólares (AB Inbev, 2015). La operación da lugar a la única cervecera realmente global con presencia en todos los principales mercados del mundo. A través de la integración de SABMiller, AB Inbev logra aumentar su presencia en mercados con potencial de crecimiento como África y Latinoamérica. El resultado de la operación, es una nueva compañía denominada NewBelco a la que se traspasaron todos los activos y pasivos de AB Inbev. La estructura del capital social de la nueva compañía se muestra en la Figura XXIII.

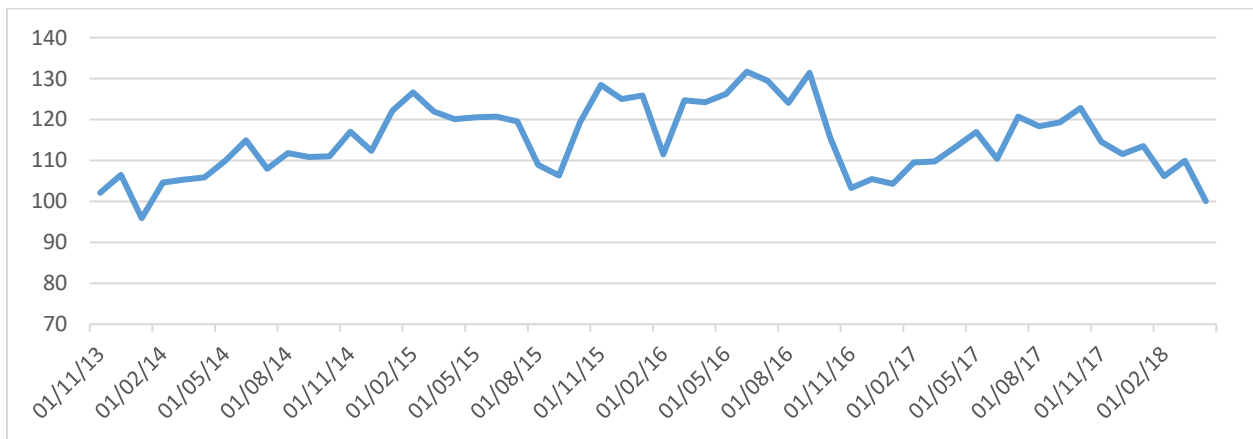
Figura XXIII: Estructura accionarial de Newbelco tras la adquisición



Fuente: SEC.

En cuanto a la acción de AB Inbev, su valor ha descendido en el año y medio después del anuncio de la operación, de 121 dólares tras el anuncio a 107 un año después. Es lógico que la acción cediera ya que al ser una operación tan compleja y de unas dimensiones tan grandes, había muchas posibilidades de que no fuera aprobada y no se completase. Sin embargo, una vez completada la adquisición, la acción sigue disminuyendo su valor y a día 30 de abril cotiza a 109 dólares.

Figura XXIV: Evolución del Precio por Acción de AB Inbev



Fuente: Bloomberg

iii. Conclusiones

Se puede decir que todas las empresas que se analizan en este capítulo pertenecen al grupo de *consumer staples*, por lo que el estado de la economía es menos relevante en el análisis de las operaciones de F&A en las que están envueltas.

Dentro del sector *consumer staples*, en este trabajo se analizan empresas pertenecientes a tres subsectores, el sector cervecero, farmacia y tabacalero.

Resulta interesante ver como la evolución del sector cervecero impulsa a las empresas a crecer externamente debido a las limitadas oportunidades de crecimiento orgánico. En este trabajo, se han analizado dos operaciones llevadas a cabo por la cervecera belga Inbev. Sin embargo, Inbev ha llevado a cabo más de 15 operación de F&A durante la última década, lo que le ha permitido situarse al frente de este sector. Inbev ha demostrado en la última década saber integrar las compañías que adquiere y, de esta manera, crear valor para sus accionistas.

Por otro lado, la operación de la compra de Drugstore por Walgreens es un claro ejemplo de evolución en el sector consumo. Todas las empresas que venden un producto se han visto obligas a modernizarse y comenzar a ofrecer sus productos de forma *on-line*. Para conseguir este objetivo hay dos opciones, invertir en el desarrollo de una plataforma digital o adquirir una plataforma digital ya establecida. Walgreens, en este caso, optó por la segunda opción. La operación no tuvo un impacto de forma inmediata en el precio por acción de la compañía ya que la integración de ambas empresas no fue sencilla. Sin embargo, la posición dominante en el sector de la distribución farmacéutica de Walgreens en Estados Unidos ayudó a impulsar el negocio de venta online que Drugstore aportaba.

7. Análisis general de la influencia e implicaciones de la financiación por caja en operaciones de fusiones y adquisiciones

Considerando como premisa que la información entre las empresas envueltas en una operación de F&A es asimétrica. Se puede afirmar que el método de pago de la operación indica al menos una cosa: si la oferta es en efectivo implica que las acciones de la empresa adquiriente están, al menos, no sobrevaloradas. Una oferta en efectivo sugiere que la empresa compradora está valorada correctamente mientras que una operación financiada mediante stock puede indicar que

la empresa compradora está sobrevalorada y usa su capital social como divisa barata para financiar la operación. Por esta razón es más probable que las operaciones financiadas a través de caja proporcionen mejores retornos para los accionistas que las financiadas mediante *stock*. Esto se puede apreciar en los retornos experimentados en los días posteriores al anuncio de la operación.

En la Figura XV se muestran los retornos experimentados de las acciones de las empresas adquirientes tanto en el día del anuncio de la operación como el día posterior al anuncio de la operación. El precio que ha sido tomado de referencia como cotización previa al anuncio, es el del cierre del día antes a que el anuncio sea publicado por la compañía.

Figura XV: Retorno a la inversión en los días uno y dos posteriores al anuncio de la operación

Dia del Anuncio	Aquiriente	Ticker	Precio por Acción			Retorno	
			Día -1	Día 0	Día 1	Día 1	Día 2
13/06/16	Microsoft	MSFT	49.83	51.48	51.48	3.31%	3.31%
01/06/15	Intel	INTC	34.46	33.27	33.27	-3.45%	-3.45%
22/05/12	SAP	SAP	58.79	58.80	58.80	0.02%	0.02%
03/04/11	Vivendi	VIV	24.63	25.41	25.41	3.17%	3.17%
04/04/11	Texas Instruments	TXN	34.23	34.69	34.69	1.34%	1.34%
20/04/09	Oracle	ORCL	19.06	19.53	19.53	2.47%	2.47%
31/10/05	Telefonica	TEF	16.14	15.27	15.27	-5.41%	-5.41%
27/06/05	France Telecom	ORAN	27.36	27.45	27.45	0.33%	0.33%
16/12/14	Repsol	REP	15.70	15.68	15.68	-0.10%	-0.10%
15/06/11	BHP	BBL	70.79	72.00	72.00	1.72%	1.72%
20/02/09	Enel	ENEL	3.86	3.81	3.81	-1.20%	-1.20%
29/06/08	Gas Natural	GAS	31.25	30.75	30.75	-1.58%	-1.58%
12/06/07	Rio Tinto	RIO	70.68	73.80	73.80	4.41%	4.41%
11/04/07	Acciona	ANA	172.55	168.65	168.65	-2.26%	-2.26%
11/04/07	Enel	ENEL	9.84	9.71	9.71	-1.31%	-1.31%
11/11/15	AB Inbev	BUD	118.35	121.23	121.23	2.43%	2.43%
24/03/12	Walgreens	WBA	33.56	34.80	34.80	3.69%	3.69%
31/07/08	Philip Morris	PM	53.37	52.08	52.08	-2.42%	-2.42%
17/11/08	InBev NV	BUD	17.84	18.25	18.25	2.30%	2.30%

Fuente: Bloomberg

El retorno medio de ambos días es 0.39%, lo que implica que, según esta muestra, el anuncio de operaciones financiadas por caja no influye de manera significativa en el precio por acción de las compañías adquirientes.

No se puede afirmar que una operación financiada por caja afecte ni positiva ni negativamente al precio por acción ya que los retornos a la inversión no son significativos.

Esto ha sido demostrado anteriormente por numerosos estudios. Por ejemplo, según el estudio realizado por Travlos las acciones de las empresas adquirientes que financian operaciones a través de caja sufren retornos normales en los días posteriores a la operación (Travlos, 1987).

Otro estudio publicado por Shah y Arora en 2014, demuestra que las empresas adquirientes no experimentan retornos anormales en los días posteriores al anuncio de una operación de F&A. El estudio concluye que el retorno de las acciones de las empresas compradoras no varía lo suficiente estadísticamente para afirmar que una operación influya en la variación de precio tras el anuncio de la operación. Otra conclusión obtenida de este trabajo es que no existe una correlación que indique diferentes retornos dependiendo del método de pago empleado⁴⁶.

Una de las razones por las que el precio por acción de las compañías adquirientes no se ve afectado por el anuncio de una operación de F&A, podría ser la falta de certeza en que la operación finalmente se cierre. Debido a la alta regulación de los mercados financieros, hay una gran posibilidad de que una operación que es anunciada por una compañía finalmente no se materialice debido a problemas regulatorios. Además, en este estudio se analizan únicamente empresas cotizadas, lo que implica que las empresas son de gran tamaño. También, el hecho de que operen en varios países dificulta que las operaciones se puedan cerrar. Además, esta teoría es apoyada por el estudio realizado por Campa y Hernando (2002) que afirma que los retornos de las empresas adquirientes de mercados altamente regulados como son el mercado europeo o estadounidense experimentan menores retornos que los de las empresas adquirientes de mercados más liberados, lo que apoyaría la teoría de que cuanto mayor sea la regulación del mercado en el que las empresas están cotizadas, menor es el retorno que experimentan en los días después del anuncio de la operación.

Los pagos en efectivo requieren pago de impuesto inmediato ya que se generan plusvalías. Sin embargo, permiten depreciación de los activos adquiridos, por lo tanto, puede resultar atractivo para las empresas adquirientes ya que aumenta el *efecto fiscal*. Otra consecuencia, es, que el precio

⁴⁶ (Shah, 2014)

final pagado será mayor si la operación se financia mediante caja, ya que la empresa adquiriente debe tener en cuenta los impuestos a pagar por la empresa *target* (De, 1991).

Otra implicación de la financiación por caja es que la empresa adquiriente asume el riesgo de pagar una prima demasiado alta por la empresa adquirida. Sin embargo, una transacción financiada mediante un intercambio de *stock* ambas partes involucradas en la operación asumen el riesgo de pagar demasiado por el *target* debido a una valoración demasiado elevada llevada a cabo por la empresa adquiriente (B. Espen Eckbo, 1990). Por esta razón, es más probable que el precio final ofrecido por la empresa adquiriente sea más cercano al valor real de la empresa *target*.

Financiar una operación de F&A mediante caja conlleva más riesgo que si se financia mediante *stock*. Todas las operaciones analizadas en este trabajo, a excepción de dos, han requerido a las empresas adquirientes endeudarse para financiar las operaciones. Es cierto, que las operaciones analizadas pertenecen a un periodo de tiempo, de 2007 hasta 2016, en el que los tipos de interés se han mantenido realmente bajos, como se puede observar en los apéndices B y C. lo cual es una condición que facilita la financiación mediante caja ya que el coste de la deuda es barato. Sin embargo, la financiación mediante caja, a través de levantamiento de deuda, implica un mayor grado de endeudamiento de la compañía lo que supone una limitación operativa de la misma. Puede darse el caso, en el que los flujos de caja generados tras la adquisición no sean suficientes para repagar la deuda y los intereses que esta conlleva. En este trabajo, se ha analizado un caso similar. Tras la compra de SFR, Vivendi no obtuvo las sinergias esperadas y por lo tanto los flujos de caja necesarios para hacer frente a la deuda emitida. Como consecuencia, Vivendi se vio obligada a vender activos años más tarde.

Resultan interesantes estudios como el de Eckbo y Thornburn (2000), que sugieren que las operaciones son normalmente financiadas mediante caja cuando hay incertidumbre sobre el valor de la empresa adquiriente. Mientras, que suele darse financiación mediante *stock* cuando hay incertidumbre sobre el valor de la empresa *target*. En este mismo estudio se desarrolla un modelo que demuestra que cuando el valor de la empresa adquiriente es certero y hay incertidumbre sobre el valor del *target*, un pago excesivamente alto es más probable si la operación se financia mediante caja, que a través de *stock*. Y, por lo tanto, es estos casos, en los que las empresas adquirientes

prefieren financiar mediante *stock*⁴⁷. En las operaciones analizadas en este trabajo la prima media pagada por las empresas adquirientes es de 40%. No es una cifra muy alta ya que el tamaño normal de una prima pagada oscila entre el 10% y el 50%⁴⁸, por lo que entraría dentro de lo generalmente pagado.

8. Conclusión

Considero que es necesario analizar el impacto de la financiación mediante caja medido a través de precio por acción desde dos perspectivas. Una a corto plazo y otra a largo plazo. En el análisis a corto plazo, se puede afirmar que el anuncio de una operación de F&A no tiene un impacto significativo en el precio por acción de la empresa adquiriente. La muestra de operaciones analizadas en este trabajo no es ni mucho menos significativa para poder afirmarlo. Sin embargo, es simplemente otra demostración mas que apoya una gran cantidad de estudios que avalan esta teoría.

Por otro lado, desde un punto de vista a largo plazo, considero que sería necesario un estudio mas en profundidad para poder obtener conclusiones certeras en este apartado. Primero, sería necesario aislar los motivos externos para poder focalizarse en las consecuencias puramente provocadas debido a la financiación mediante caja. Para conseguir este objetivo, considero, que se deberían analizar los sectores TMT y, en especial, Consumo, ya que opino que son lo menos afectados por variantes externas. Otros sectores, como el Energético, no deben, en mi opinión, ser empleados para este estudio ya que hay variantes externas que afectan de manera dramática a las empresas que se integran en ellos. Nótese, que no estoy sugiriendo que no se deba analizar el porqué de la financiación por caja en estos sectores. Sin embargo, opino que no son los óptimos para analizar las consecuencias de la financiación mediante caja.

Por último, la forma más precisa de evaluar la idoneidad de una operación será calculando el retorno de la inversión de la acción entre la fecha del anuncio y cualquier periodo posterior

⁴⁷ Ver el estudio realizado por Eckbo y Thornburn (2000)

⁴⁸ El estudio realizado por Mirus Capital Advisors en 2013 en el que se analizan más de 100 operaciones de F&A de adquirientes con capitalización bursátil mayor a 50 billones, concluyó que la prima media pagada fue de 37%

representativo, comparándolo con el retorno de la inversión del índice en el que cotiza la empresa adquiriente.

Bibliografía

- AB Inbev. (17 de Noviembre de 2008). Global Press Releases. *INBEV COMPLETES ACQUISITION OF ANHEUSER-BUSCH*.
- AB Inbev. (11 de Noviembre de 2015). Press Release. *Combination with SAB Miller*.
- B. Espen Eckbo, R. M. (1990). Asymmetric information Asymmetric information: Theory and tests. *Forthcoming, Review of Financial Studies*, 1-3.
- BHP. (15 de Julio de 2011). News Release. *BHP Billiton and Petrohawk Energy Corporation Announce Merger Agreement*.
- Comisión Nacional de Hidrocarburos. (2012). *Análisis de Información de las Reservas de Hidrocarburos de México al 1 de enero del 2012*. Comisión Nacional de Hidrocarburos de México.
- De, M. M. (1991). Medium of Payment in Corporate Acquisitions: Evidence from Interstate Bank Mergers. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 23, No. 4 , 2-3.
- Dutta, S. S. (2013). Does payment method matter in cross-border acquisitions? . *International Review of Economics & Finance*, 25, 91-107.
- Endesa. (2007). *Annual Report*.
- Enel & Acciona. (11 de Abril de 2007). Relación con Inversores. *ENEL AND ACCIONA LAUNCH 41.3 EUROS PER SHARE*.
- Enel. (2007). *Annual Report*.
- Enel. (25 de Junio de 2009). Media. *Enel completes acquisition of 25.01% of Endesa*.
- Fidelity Investments. (16 de Septiembre de 2016). Sector investing using the business cycle. *Business Cycle Update*, págs. 8-11.
- Gas Natural. (29 de Junio de 2008). Notas de Prensa.
- Gutmann, A. (2013). *How to be an Investment Banker*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Intel. (28 de Diciembre de 2015). News Room. *Intel Completes Acquisition of Altera*.
- Intel. (1 de Junio de 2015). Press Kit. *Intel acquisition of Altera*.
- Microsoft. (13 de Junio de 2016). News Center. *Microsoft to Acquire LinkedIn*.
- Oracle. (20 de Abril de 2009). Oracle Press Release. *Oracle Buys Sun*.
- PMI. (31 de Julio de 2008). Press Releases Overview. *Philip Morris International Inc. (PMI) Announces Agreement to Acquire Rothmans Inc*.
- Reglero, J. (2018). Seminario de Investigación Abril 2018. 12.

Repsol. (16 de Diciembre de 2014). Press Releases. *Repsol reaches an agreement with Talisman Energy to acquire the Canadian oil company.*

Richar A. Breadley, S. C. (2015). *Fundamentals of Corporate Finance*. Ney York: McGraw-Hill Education.

Rio Tinto. (12 de Febrero de 2009). Press Release. *Rio Tinto announces underlying earnings of \$10.3 billion - up 38%.*

SAB Miller. (2009). *Annual Report*.

SAP. (1 de Octubre de 2012). SAP News Center. *SAP Completes Acquisition of Ariba, Inc.*

SEC. (27 de July de 2005). France Telecom. *France Telecom acquires 80% of mobile operator Amena in Spain for 6.4 billion Euros.* SEC.

SEC. (12 de Julio de 2007). News Release. *Rio Tinto makes a recommended all cash offer for Alcan.*

SEC. (24 de Marzo de 2011). Joint Press Release. *Walgreens to Acquire Online Retailer drugstore.com, inc.*

Shah, P. (2014). M&A Announcements and Their Effect on Return to Shareholders:. *Accounting and Finance Research*, 1-5.

Telefónica. (2005 de Octubre de 2005). Notifications. *Significant Event*.

Texas Instruments. (4 de Abril de 2011). Press Release. *TI to acquire National Semiconductor.*

Texas Instruments. (4 de Abril de 2011). Press Release. *TI to acquire National Semiconductor.*

Travlos, N. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms's stock returns. *The Journal of Finance*, 943-963.

Vivendi. (3 de Abril de 2011). Press Release. *Vivendi to acquire Vodafone's 44% stake in SFR.*

Vivendi. (2013). *Annual Report* . Vivendi.

Vivendi. (5 de Noviembre de 2013). Press Release. *Vivendi and Etisalat sign definitive agreement for the sale of Maroc Telecom.*

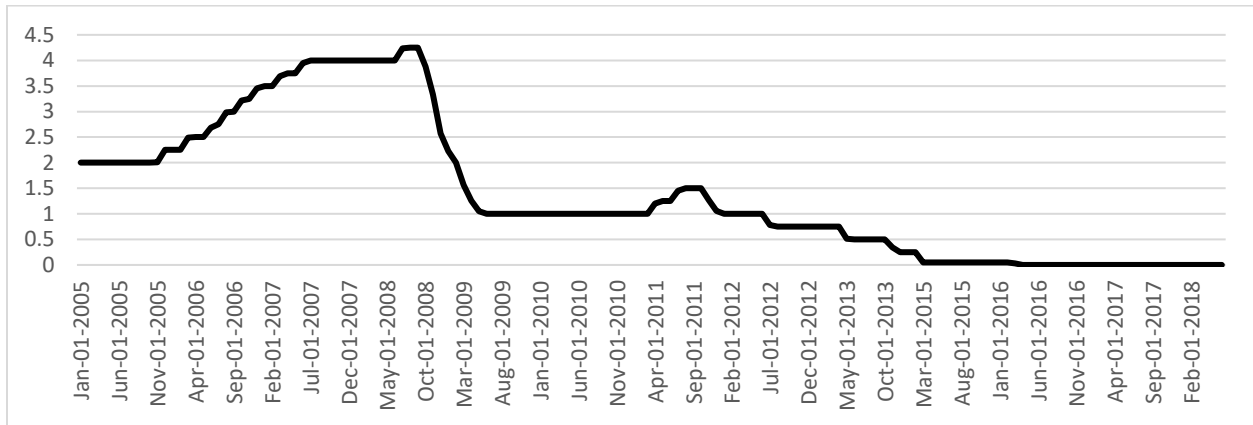
Walgreens. (17 de Septiembre de 2012). Press Releases. *Walgreens Completes Acquisition of USA Drug Pharmacy Chain.*

Apéndices

Apéndice A: Operaciones analizadas

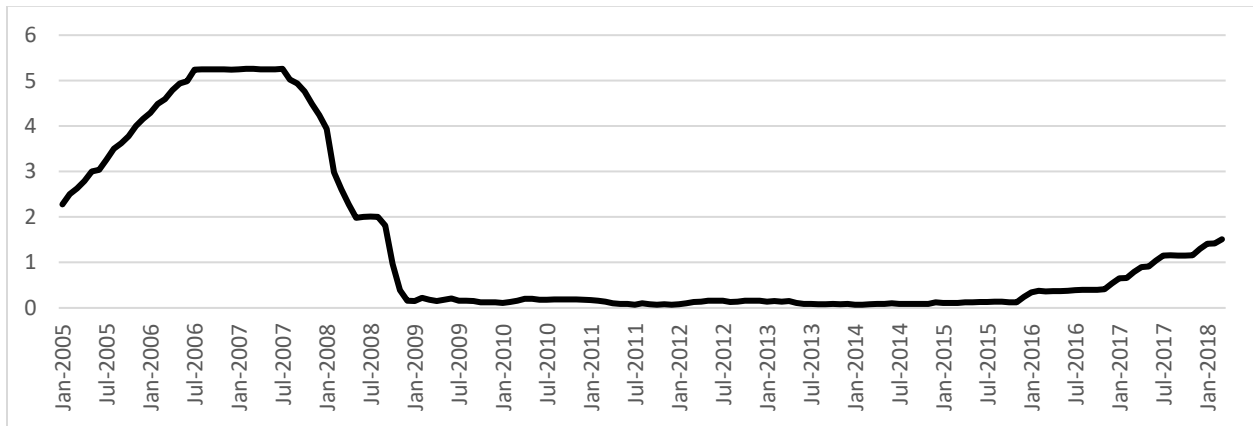
Operación	Año	Adquiriente	Ticker	Pais	Target	Pais	Sector
1	2016	Microsoft	MSFT	EEUU	LinkedIn	EEUU	TMT
2	2015	Intel	INTC	EEUU	Altera	EEUU	TMT
3	2012	SAP	SAP	Alemania	Ariba	EEUU	TMT
4	2011	Vivendi	VIV	Francia	SFR	Francia	TMT
5	2011	Texas Instrument	TXN	EEUU	National Semiconductors	EEUU	TMT
6	2009	Oracle	ORCL	EEUU	Sun Microsystems	EEUU	TMT
7	2005	Telefonica	TEF	España	O2	Reino Unido	TMT
8	2005	France Telecom	ORAN	Francia	Auna (Propiedad de Amena)	España	TMT
9	2014	Repsol	REP	España	Talisman Energy	EEUU	Energía
10	2011	BHP	BBL	Australia	Petrohawk	EEUU	Energía
11	2009	Enel	ENEL	Italia	Endesa (Propiedad de Acciona)	España	Energía
12	2008	Gas Natural	GAS	España	Fenosa	España	Energía
13	2007	Rio Tinto	RIO	Reino Unido	Alcan	EEUU	Energía
14	2007	Enel y Acciona	ANA	Italia	Endesa	España	Energía
15	2016	AB Inbev	BUD	Bélgica	SabMiller	EEUU	Consumo
16	2012	Walgreens	WBA	EEUU	Drugstore	EEUU	Consumo
17	2008	Philip Morris	PM	EEUU	Rothman	EEUU	Consumo
18	2008	Mars	MARS	EEUU	Wrigley	EEUU	Consumo
19	2007	InBev NV	BUD	Bélgica	Anheuser-Busch Cos	EEUU	Consumo

Apéndice B: Evolución mensual de los tipos de interés marcados por el BCE



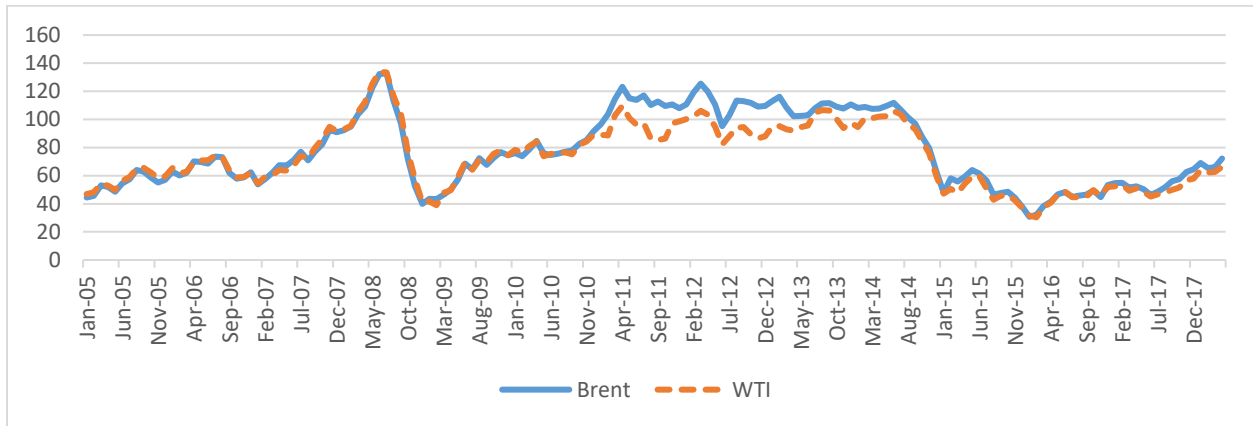
Fuente: S&P Capital IQ

Apéndice C: Evolución mensual de los tipos de interés marcados por la Reserva Federal de Estados Unidos



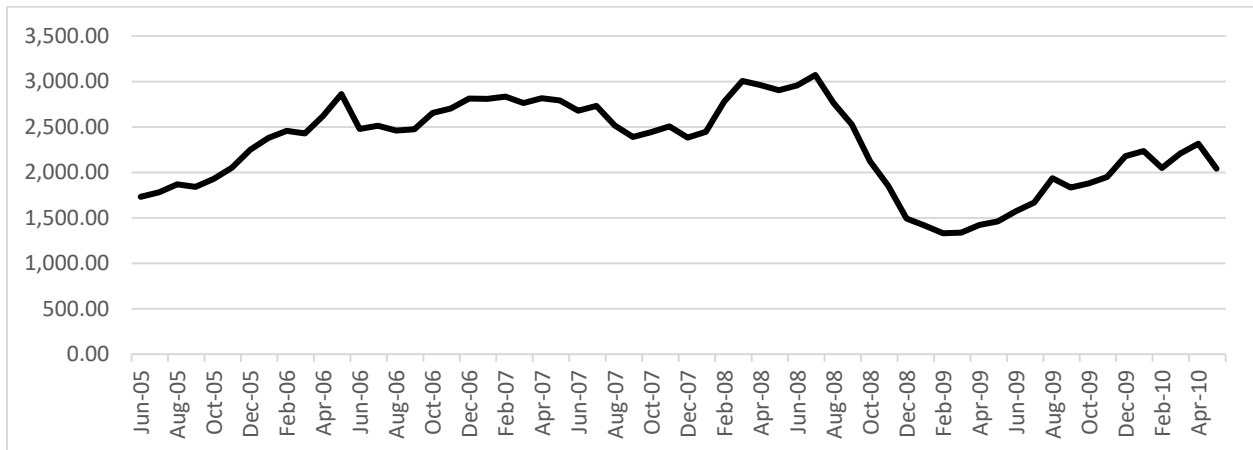
Fuente: Federal Reserve

Apéndice D: Evolución mensual del precio del crudo según las medidas WTI y Brent desde enero de 2005 hasta diciembre 2017



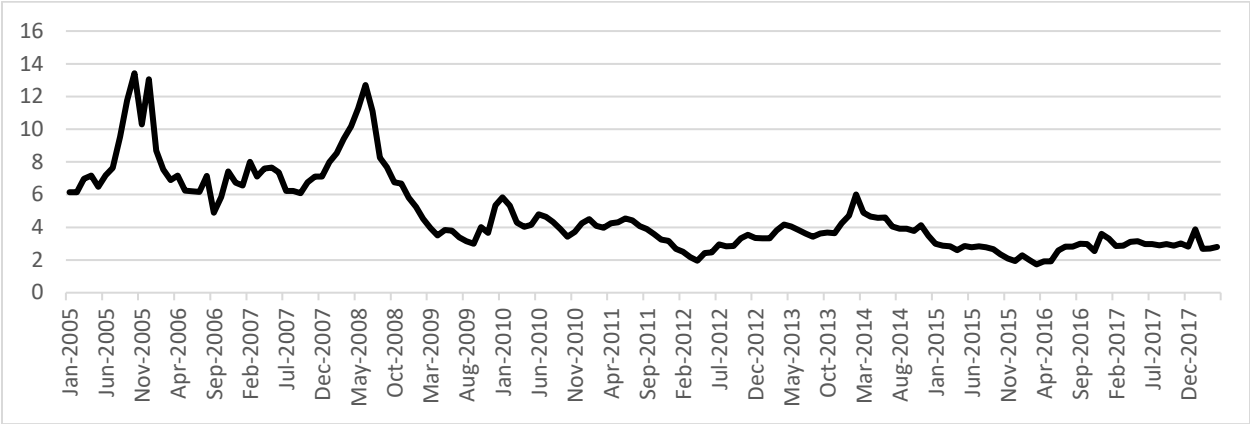
Fuente: EIA

Apéndice E: Evolución mensual del precio del aluminio desde junio 2005 hasta abril 2010



Fuente: Focus Economics

Apéndice F: Evolución mensual del precio del gas natural tomando como referencia el Henry Hub desde mayo 2005 hasta marzo 2008



Fuente: EIA