



ICADE BUSINESS SCHOOL  
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

# **ANÁLISIS DE LA ADQUISICIÓN DE LINKEDIN**

Autor: María Molés Molés

Director: María Luisa Garayalde Niño

Madrid  
Junio 2017

María  
Molés  
Molés

## ANÁLISIS DE LA ADQUISICIÓN DE LINKEDIN



# ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	7
2. MARCO TEÓRICO.....	8
2.1. FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	8
2.1.1. Definición y tipos.....	8
2.1.2. Situación actual y visión general.....	11
2.1.3. Impacto para la economía.....	13
2.2. SINERGIAS.....	14
2.3. VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	16
2.3.1. Descuento de flujos.....	17
2.3.2. Métodos basados en balance.....	20
2.3.3. Valor sustancial.....	22
2.3.4. Métodos basados en comparables.....	22
2.3.5. Métodos mixtos.....	24
2.3.6. Valoración por usuarios.....	25
3. ANÁLISIS EMPÍRICO.....	29
3.1. Microsoft.....	29
3.2. LinkedIn.....	30
3.2.1. Historia.....	30
3.2.2. Análisis financiero.....	33
3.2.3. Evolución de la cotización.....	41
3.3. Análisis de la transacción.....	43
3.3.1. El caso LinkedIn.....	43
3.3.2. Análisis por múltiplos de EBITDA.....	46
3.3.3. Análisis por usuarios.....	47
4. CONCLUSIONES.....	55
5. FUTURAS INVESTIGACIONES.....	56
6. ANEXOS.....	57
7. BIBLIOGRAFÍA.....	60

## ÍNDICE DE GRÁFICOS.

Gráfico 1: Evolución anual de las fusiones. 1962-1998.....	12
Gráfico 2: Economías de escala.....	15
Gráfico 3: Evolución del volumen de usuarios de LinkedIn en millones.....	31
Gráfico 4: Seis principales países según el volumen de usuarios de LinkedIn.....	32
Gráfico 5: Evolución de las ventas de LinkedIn durante el período 2009 – 3er trimestre 2016.	33
Gráfico 6: Evolución de las ventas según la fuente de ingresos para el período 2009-2016.....	34
Gráfico 7: Evolución de los costes generales y de administración desde 2012 al tercer trimestre de 2016.....	35
Gráfico 8: Evolución de los costes de venta y marketing desde 2012 al tercer trimestre de 2016. .....	36
Gráfico 9: Porcentaje que representan los costes de administración y ventas/marketing sobre los ingresos de la compañía para el período 2012- 3er trimestre 2016. ....	36
Gráfico 10: Gasto anual en desarrollo de nuevos productos y porcentaje que representa el mismo sobre el total de ventas para el período 2012-2016. ....	37
Gráfico 11: Evolución del EBITDA y Bº Neto de LinkedIn en millones de dólares para el período 2009-2015. ....	37
Gráfico 12: Cuenta de clientes a cobrar del balance de LinkedIn en millones de dólares para el período 2009-2015.....	39
Gráfico 13: Necesidades operativas financieras de LinkedIn en millones de dólares. ....	40
Gráfico 14: Total de la deuda a corto plazo de LinkedIn en millones de dólares. ....	41
Gráfico 15: Evolución de la cotización de LinkedIn desde su salida a bolsa hasta que es adquirida por Microsoft (2011-2016) medida en intervalos mensuales. ....	42
Gráfico 16: Evolución de las ofertas de compra lanzadas por Microsoft para adquirir LinkedIn (dólares por acción).....	45
Gráfico 17: Crecimiento anual del volumen de usuarios de Twitter en porcentaje para el período 2011-2016.....	49
Gráfico 18: Ingresos, EBITDA y Beneficio Neto por usuario de las compañías analizadas en dólares.....	50
Gráfico 19: Valor por usuario según capitalización bursátil.....	50
Gráfico 20: Madurez de las empresas participantes en las operaciones analizadas. ....	54

## ÍNDICE DE TABLAS.

Tabla 1: Período medio de cobro de LinkedIn desde 2009 al 2015. ....	39
Tabla 2: Transacciones analizadas por Microsoft para determinar el precio a pagar por LinkedIn. ....	44
Tabla 3: Porcentaje de crecimiento anual del EBITDA para cada escenario.....	46
Tabla 4: EBITDA resultante tras aplicar los crecimientos de cada uno de los escenarios. Año base: 2015. ....	46
Tabla 5: Valor empresa resultante según las proyecciones de EBITDA y el múltiplo considerado.....	46
Tabla 6: Resultados obtenidos del estudio y expresados en miles de millones de dólares. Datos actualizados a fecha 15 de Junio 2017.....	47

Tabla 7: Resultados del estudio de la empresa LinkedIn a fecha 10 de junio de 2016 expresados en miles de millones. ....	50
Tabla 8: Cuadro resumen con los datos principales de las transacciones analizadas.....	53

## ABSTRACT

El presente estudio consiste en un análisis de la adquisición de LinkedIn por Microsoft. Para ello, el trabajo se divide en dos partes principales: la revisión de la bibliografía y el análisis de la transacción.

En primer lugar, se ha hecho un repaso a la literatura académica existente acerca de las fusiones y adquisiciones y todos los aspectos relevantes que interfieren en ellas como la valoración de las compañías, las sinergias y el impacto de estas operaciones para la economía.

Por otro lado, con el fin de valorar la transacción, se ha realizado un estudio de diversas empresas del sector y de antiguas operaciones de empresas similares para determinar si el precio pagado por Microsoft era el adecuado. La metodología seguida para llevar a cabo este estudio se basa en una valoración por comparables teniendo en cuenta en un primer momento los múltiplos de EBITDA y en segundo lugar, según el volumen de usuarios.

Tras realizar esta investigación, podemos concluir que atendiendo a las características que engloban esta transacción, el precio pagado por LinkedIn se encuentra dentro de los rangos del sector.

**Palabras clave:** Adquisición, valoración por usuarios, sinergias, múltiplos de EBITDA.

# 1. INTRODUCCIÓN.

Los procesos de fusión y adquisición de empresas constituyen una de las ramas más importantes dentro del mundo de las finanzas. Se trata de una actividad mediante la cual dos empresas completamente independientes pasan a estar bajo el mismo órgano de control y propiedad generando diversas consecuencias tanto para las partes intervinientes, que tienen que justificar dichas transacciones y responder ante sus accionistas, como para la economía en general por los efectos que pueden generar sobre la competencia, consumidores y otros agentes del mercado.

La relevancia de este estudio recae tanto por ser una transacción entre dos empresas cotizadas en el mercado bursátil de Estados Unidos, como por la nueva ola de fusiones y adquisiciones que se están produciendo en los años recientes.

Además, es importante resaltar el sector en el que se encuentran estas dos empresas. Ambas forman parte de la industria de internet que se encuentra en constante transformación y expansión y que, podríamos decir, ha transformado las reglas del mercado por tratarse de nuevas estructuras de negocio que generan nuevos retos para el sector económico.

El motivo por el que he encontrado este tema interesante es por la complejidad que supone analizar y estimar los rendimientos futuros de empresas como LinkedIn, que son compañías tecnológicas, en muchos casos jóvenes, es decir, que se encuentran en el mercado desde hace poco tiempo y cuya actividad principal se suele basar en prestar servicios innovadores como es el caso de LinkedIn que pone en contacto a empresas que buscan trabajadores y a personas que buscan trabajo.

El objetivo principal de esta investigación es analizar la adquisición de la empresa LinkedIn por parte de Microsoft para determinar si el precio pagado en la transacción es justificable, es decir, si se encuentra dentro de los rangos del sector y si este precio se adecua a las condiciones específicas de LinkedIn.

Para poder analizar este caso, en primer lugar, se va a proceder a estudiar la bibliografía existente acerca del tema que nos ocupa y todos los factores y variables que influyen en estas operaciones. Por ello, en la revisión de la bibliografía, además de los conceptos de fusiones y adquisiciones, se analizarán los distintos métodos de valoración a fin de establecer cual es aquel que mejor se adapta a este caso y así obtener el valor de LinkedIn.

Por otro lado, se introducirán otros conceptos como el de sinergias.

Una vez finalizada esta parte del estudio, procederemos a analizar la transacción centrándonos en determinar cuál es el valor de LinkedIn y estudiando a otras empresas del sector y transacciones similares. Para ello, utilizaremos dos métodos de valoración por comparables. Uno basándonos en múltiplos del EBITDA, según los precios que se han pagado en el sector para empresas similares, y otro en el número de usuarios que tiene la empresa pues se trata de uno de los mayores activos de este tipo de compañías. Esto se debe a que la empresa analizada, al ser una red social,

depende en gran medida de su volumen de usuarios y del tráfico de red y datos que estos mismos generan.

## 2. MARCO TEÓRICO.

### 2.1. FUSIONES Y ADQUISICIONES.

#### 2.1.1. Definición y tipos.

Antes de empezar a hablar de la transacción que nos ocupa, vamos a explicar en qué consisten las fusiones y adquisiciones. Como se verá más adelante, hay multitud de autores que han tratado este tema por lo que hay una multitud de definiciones distintas para estos conceptos.

En primer lugar, Mascareñas (2011) define una adquisición como un proceso mediante el cual la empresa adquirida cambia su órgano de control y pasa a ser dirigida bajo las directrices de la empresa adquiriente. Según explica el catedrático, este proceso se puede dar mediante una fusión o absorción donde las dos sociedades juntan sus patrimonios y crean una nueva sociedad o mediante una pura adquisición en la que no se mezclan los patrimonios de ambas empresas, sino que simplemente se adquiere la mayoría de las acciones de la compañía y se controla la gestión de la empresa.

Para los autores Ross, Westerfield y Jaffe (2012), las adquisiciones pueden darse de tres formas distintas: mediante fusiones y consolidaciones, a través de la compra de acciones o, con la compra de activos.

En este caso, el autor explica que la fusión ocurre cuando una empresa es absorbida por completo por otra que adquiere todos los activos y pasivos de la compañía conservando su nombre e identidad. Sin embargo, la empresa adquirida deja de existir como una entidad mercantil tras la transacción.

Caso similar es el de las consolidaciones con la única diferencia de que, tras la adquisición, se constituye una nueva empresa y dejan de existir las dos firmas que la componen.

Por otro lado, identifican como una segunda opción la compra de acciones, siendo el caso que nos ocupa, que consiste en la adquisición de las acciones con derecho a voto de una compañía tras presentar una oferta privada de compra.

En este punto, Mascareñas (2011) puntualiza que, en cuanto a control de la empresa se refiere, no es necesario adquirir el 100% del accionariado, sino que incluso con una participación minoritaria de las acciones de la entidad es posible controlar su gestión.

Y, por último, la compra de activos consistiría en adquirir todos los activos de otra compañía, aunque hay que tener en cuenta que *“este proceso supone la transferencia de los títulos de propiedad de cada uno de los activos, lo que puede resultar costoso.”* (Ross, S.A., Westerfield, R.W., y Jaffe, J.F., 2012).



Los autores profundizan más en el concepto y clasifican las adquisiciones en tres grupos diferentes: 1) Adquisición horizontal, cuando las dos empresas que forman parte de la transacción, forman parte de la misma industria, 2) Adquisición vertical, entre empresas pertenecientes al mismo sector, pero en distintos niveles del proceso de producción, y 3) Adquisiciones de conglomerado, cuando no hay ningún tipo de relación entre las actividades de las dos empresas.

Estos conceptos son ampliamente desarrollados en un estudio realizado por Tamayo y Piñeros (2007).

En primer lugar, la integración horizontal consiste en la unión de dos o más empresas que compiten en un mismo proceso productivo unificando así la producción de las empresas involucradas. Por lo general, el fin de la integración horizontal es la eliminación de la competencia o hacerse más fuerte en el mercado accediendo a una mayor cuota con lo que la empresa gana competitividad y poder de negociación tanto con los proveedores como con los clientes.

Se puede conseguir una integración horizontal a través de fusiones y adquisiciones, como se ha explicado anteriormente, o mediante alianzas estratégicas y Joint Ventures que son acuerdos o alianzas estratégicas mediante los cuales las empresas interesadas desarrollan procesos conjuntamente para mejorar el rendimiento y eficiencia de sus negocios.

En cuanto a la integración vertical, consiste en incorporar a la cadena productiva de la compañía actividades complementarias con la producción del bien o la prestación del servicio para lograr eficiencias como la mejora en la prestación de los servicios o la reducción de los costes de producción. Por tanto, tras una integración vertical, la empresa deja de centrarse en una sola etapa del proceso productivo y abarca otras fases de la cadena.

De nuevo podemos distinguir entre diferentes tipos de integración vertical ya que ésta puede darse hacia delante, hacia atrás o “afilada”.

La integración hacia delante simplemente se refiere a la inclusión en un proceso de la cadena productiva que se encuentra más abajo, es decir, una actividad posterior a la realizada tradicionalmente por la empresa. Contrariamente, una integración hacia atrás supone que la empresa empieza a realizar una actividad del proceso productivo que se encuentra hacia arriba, esto es, un proceso previo como pueden ser actividades de manufactura o producción.

En cuanto a la integración vertical “afilada”, se refiere a la producción de los suministros claves dentro de la empresa, aunque de forma parcial, es decir, se produce una parte de los componentes que se necesitan para llevar a cabo la actividad de la empresa y, el resto, se adquiere o se deja en manos del mercado, situando así al proveedor en una situación de amenaza, sobre todo, si la empresa tiene un considerable poder de mercado.

Por último, las adquisiciones de conglomerado son aquellas que surgen de la unión de empresas cuya actividad principal no se encuentra relacionada directamente, es decir,

que no son ni directamente competidores ni tampoco se complementan en un mismo proceso productivo.

El objetivo principal del conglomerado es la diversificación agregando distintas empresas que realicen diferentes actividades en diversos sectores, aunque es una única empresa, la matriz, la que se encarga del control y gestión de cada una de ellas. Algo que destacan los autores acerca de este tipo de adquisición es que su integración suele ser la más sencilla porque al tratarse de distintas actividades y sectores, estas transacciones no suelen entrar en conflicto con las leyes antimonopólicas de los países. Si las compañías cuentan con productos diferentes, aunque relacionados, hablamos de conglomerados por extensión productiva como sería el caso de una empresa productora de detergentes que adquiere una empresa que produce blanqueantes.

De otro modo, si el producto de las dos compañías es el mismo, pero se encuentran en localizaciones distintas, hablamos de conglomerados de extensión geográfica. Y hablamos de conglomerado puro cuando los mercados no tienen ninguna relación entre ellos, es decir, se encuentran enteramente separados.

Sin embargo, otros autores (Cartwright, S. & Cooper, C.L., 1992) clasifican las adquisiciones en cuatro tipos distintos añadiendo a los vistos anteriormente la integración “concentrada”.

La integración vertical resulta de la combinación de dos instituciones con procesos sucesivos dentro de la cadena de procesos en una misma industria siendo el ejemplo dado por los autores la adquisición de una cadena de tiendas por parte de una empresa manufacturera y la integración horizontal surge de la combinación de dos empresas que realizan la misma actividad dentro de la misma industria. Por otro lado, los conglomerados se dan cuando las actividades de las empresas son completamente distintas mientras que la integración concentrada ocurre cuando se adquiere una empresa con una actividad distinta, aunque complementaria a la de la empresa adquirente. Por ejemplo, este sería el caso de la compra de una empresa que produce material deportivo por parte de otra que produce ropa para el ocio.

Para Coyle (2000) las adquisiciones son una alternativa al crecimiento orgánico de las empresas. Según los autores, las adquisiciones pueden resultar el mejor método para conseguir los objetivos estratégicos marcados por la compañía. En este estudio los autores explican en qué consisten las fusiones y adquisiciones a través de una comparativa con la estrategia de crecimiento orgánico. Las principales aportaciones de este trabajo a la explicación del concepto de adquisiciones son que se trata de una estrategia de crecimiento que permite a las empresas obtener unos mayores resultados en el corto plazo y presencia inmediata en nuevos mercados siendo esto altamente beneficioso para aquellos casos en los que el sector al que se quiere acceder tiene fuertes barreras de entrada. Sin embargo, también es cierto que se trata de una opción que acarrea mayores costes que el crecimiento orgánico.

McCann y Gilkey (1988) en uno de sus estudios expusieron que las fusiones y adquisiciones son una herramienta de reestructuración que las empresas utilizan para

adaptarse a los cambios económicos y así ganar tamaño, cuota de mercado, avances tecnológicos, economías de escala o mejores coberturas de mercado, entre otras.

### 2.1.2. Situación actual y visión general.

Son muchos los estudios que tratan la evolución de las fusiones y adquisiciones a lo largo de los años intentando analizar las tendencias y motivaciones de dichos procesos. Además de la forma y el volumen de las transacciones, uno de los mayores cambios que se observa en este sector a lo largo de los años tiene que ver con las motivaciones que han llevado a las empresas a realizar este tipo de operaciones corporativas.

En 1993, Jensen (1993) realizó un estudio en el que analizó diversos factores que afectaban al éxito de las empresas en el período comprendido entre los años 70 y la década de los 90 y, entre dichos factores, tuvo en cuenta las fusiones y adquisiciones. Una de las principales conclusiones del autor es que la mayoría de las fusiones y adquisiciones realizadas desde mediados de los años 70 vienen motivadas por los cambios tecnológicos y los excesos de oferta. Con las nuevas tecnologías, muchas compañías incrementaron su capacidad de producción considerablemente ocasionando un exceso de oferta por lo que realizar una fusión o adquisición daba salida a este exceso de capacidad.

Unos años más tarde, otros investigadores (Mitchell, M. & Mulherin, J., 1996) realizan un estudio similar que se centra en los años comprendidos entre 1982 y 1989 teniendo en cuenta 51 industrias y las conclusiones que arroja dicho estudio indican que la mayoría de las transacciones corporativas se deben a otros shocks que afectan a la economía como puede ser un período de desregulación, el incremento de la competencia por la globalización, las innovaciones financieras y los cambios en el precio del petróleo. En definitiva, lo que los autores intentan mostrar es que las fusiones y adquisiciones son el resultado de nuevos shocks en el mercado que hacen necesaria una reestructuración de las empresas.

Uno de los estudios más completos acerca de la evolución de las fusiones y adquisiciones durante el siglo XX es el realizado por Andrade, Mitchell y Stafford (2001). Tras la investigación, los autores concluyen que hay diversas razones que justifican las fusiones y adquisiciones pero que sí puede apreciarse que algunas de ellas son más evidentes en ciertos momentos del tiempo.

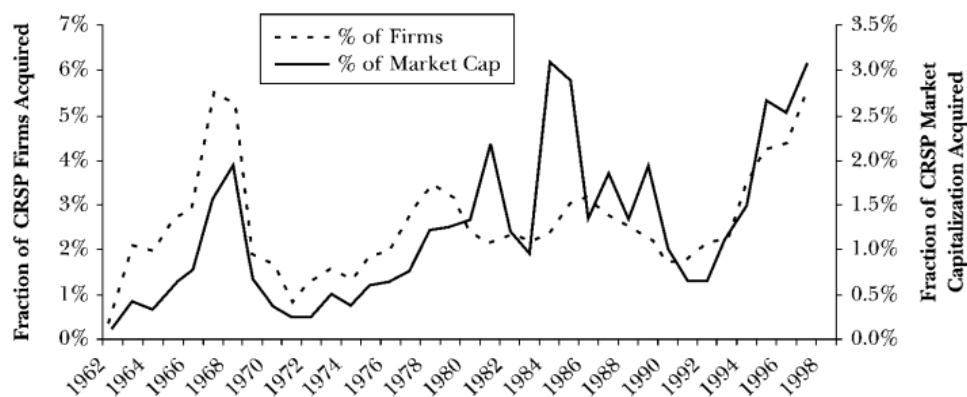
Los principales motivos que identifican los autores varían desde factores relacionados con el aumento de la eficiencia, la búsqueda de economías de escala u otras sinergias hasta la intención de alcanzar situaciones de oligopolio o monopolio, para obtener ventajas por diversificación o para controlar el riesgo al que se enfrenta una compañía. En su análisis a lo largo del pasado siglo, han determinado que desde la década de los 40, las fusiones y adquisiciones con intención de incrementar la cuota de mercado se han visto reducidas por la nueva regulación sobre competencia monopolística que

intenta evitar la concentración de la cuota de mercado en una única empresa o grupo para proteger al consumidor.

En contraposición a esta situación, a partir de los años 60 se observa un incremento de fusiones y adquisiciones cuyo principal fin era la diversificación. Según los autores, la mayoría de estas transacciones no fueron exitosas por lo que el mercado vuelve a iniciar una transición y durante la década de los 80 todo parece indicar que la disciplina de mercado es el motivo que explica estas transacciones.

Por último, la mayoría de las fusiones producidas en los años 90 se debe a que es un período marcado por la desregulación.

Gráfico 1: Evolución anual de las fusiones. 1962-1998.



Fuente: (Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E., 2001)

El gráfico anterior muestra la evolución de las fusiones en EE.UU. desde la década de los 60 hasta finales del siglo XX mostrando que existen 3 ciclos o períodos claramente diferenciados durante los cuales el número de transacciones realizado se ha visto claramente incrementado.

En cuanto a la estructura del gráfico, la línea de puntos muestra el número de firmas adquiridas durante el año expresadas en función del total de firmas existentes a principios de año en el CRSP (Center for Research in Security Prices) mientras que la línea continua indica los valores tras dividir el valor agregado de dichas adquisiciones entre el valor total de capitalización de las empresas que forman parte del CRSP.

Otros estudios se centran más en los aspectos humanos que motivan las adquisiciones como es el caso del realizado por Cartwright & Cooper (1992) que se centra en el crecimiento experimentado por el sector durante la década de los 80 principalmente en Estados Unidos y en Reino Unido y como estas reestructuraciones empresariales han afectado a la mano de obra de cada una de las empresas que se ha visto inmersa en estos procesos. Referente al hecho que a nosotros nos ocupa, los cambios que resaltan los autores en las tendencias dadas durante los años 80 son que, contrariamente a lo observado en los ciclos de expansión anteriores, las fusiones tienen ahora una mayor escala tanto a nivel de las organizaciones como a nivel geográfico. Otro cambio observado tras la realización de este estudio es que la mayoría de las

operaciones producidas en los años 60 eran integraciones de conglomerado mientras que en los 80, la mayor parte de las transacciones realizadas son entre empresas que se dedican a la misma actividad o sector principalmente, integraciones horizontales.

Otras investigaciones más recientes como los realizados por Pinto, Prakash y Balakrishna (2006) o el realizado por Kumar (2012) hablan de la fuerte tendencia vista en los inicios del siglo XXI donde hubo una gran cantidad de operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas debido a la búsqueda y obtención de nuevas ventajas competitivas frente a los fuertes cambios tecnológicos y al considerable incremento de la competencia.

Por último, un informe de la empresa EY acerca de las fusiones y adquisiciones en el sector de las tecnologías, pone de manifiesto que el sector se encuentra muy activo en los últimos años y que el valor de las operaciones también presenta una tendencia positiva.

En concreto, si se analizan estas transacciones por subsectores, el sector cuyas transacciones tienen un mayor precio es el correspondiente al Big Data. Tan sólo en el segundo trimestre de 2015 el valor total de las operaciones fue de alrededor 127.000 millones de dólares, lo que supone un 65% por encima del primer trimestre de ese mismo año.

### 2.1.3. Impacto para la economía.

Para los autores Andrade y Stafford (2004) el papel económico de las fusiones y adquisiciones se divide en “expansionistas” porque el fin es conseguir un crecimiento de la compañía. Considera que el fin que debe obtener la empresa tras realizar dicha operación debería ser equivalente a la inversión en el capital interno de la empresa. Por tanto, ante una alternativa de compra de otra compañía o de inversión interna, la empresa elegirá aquella que le genere unos mayores beneficios netos. Por otro lado, argumentan que las fusiones y adquisiciones también tienen un papel “contraccionista” ya que buscan la consolidación en el mercado y la reducción de la base de los activos.

La visión del Pablo Fernández (1989) al respecto es más amplia. Por una parte, uno de los objetivos que se pretende alcanzar con las adquisiciones y fusiones es un incremento de la eficiencia conjunta lo que aumenta la situación competitiva de la empresa, es decir, el sector se vuelve más competitivo.

Sin embargo, no todas estas operaciones se mueven por los mismos factores. En algunas ocasiones, puede darse que estas transacciones busquen un ahorro en el pago de impuestos.

Esto ocurre cuando la adquisición se produce por razones fiscales, esto es, una empresa compra otra con pérdidas que le permite obtener una reducción de impuestos.

Las consecuencias en este caso son para el recaudador que en este caso vería un descenso en su capacidad recaudatoria.

## 2.2. SINERGIAS.

Tras explicar en qué consiste una adquisición, es importante resaltar cuales son las motivaciones que impulsan este tipo de transacciones. Uno de los principales motivos es la obtención de sinergias que algunos autores (Sirower, M.L., 1997) definen como el aumento del rendimiento de la empresa resultante tras combinar los rendimientos esperados de las dos empresas que han participado en la fusión o adquisición. Gracias a las sinergias, los rendimientos obtenidos son mayores que la suma de los rendimientos de cada una de las empresas independientemente. Este concepto fue tratado por primera vez por el economista Igor Ansoff (1965) quien explicó este fenómeno a través de la siguiente igualdad:  $2 + 2 = 5$ .

Según el mismo, podemos distinguir entre cuatro tipos de sinergias distintos: 1) Sinergias de venta, 2) Sinergias operativas, 3) Sinergias de inversión, 4) Sinergias de gestión.

En primer lugar, la sinergia de venta es aquella resultante de aprovechar los canales de distribución, de las campañas de marketing y de la administración de las ventas y almacenes tras una fusión o adquisición.

Seguidamente, la sinergia operativa es la que se desprende de aprovechar los factores laborales y productivos en favor de obtener unos mejores resultados y aumentar la eficiencia. Por otro lado, las sinergias de inversión se obtienen de aprovechar maquinaria, materias primas o el know-how de una compañía en beneficio de la entidad resultante.

Y, por último, las sinergias de gestión son las que hacen referencia a como el equipo directivo es capaz de aplicar sus conocimientos y capacidades para desarrollar la actividad conjunta generando una ventaja competitiva a la empresa.

Muchos otros autores han escrito sobre las sinergias en relación con las fusiones y adquisiciones como es el caso de Porter (M.E. Porter 1985) aunque en su caso considera las sinergias dentro del contexto de la estrategia horizontal empresarial. Además, hace hincapié en que llevar a cabo una estrategia de adquisición con sinergias mal defendidas o sin las herramientas apropiadas, conlleva a un desperdicio de recursos pues no se alcanzan los resultados esperados.

Por su parte, Karenfort (2011) distingue entre dos tipos de sinergias que se corresponderían con las sinergias operativas de Ansoff (1965): 1) Aquellas que aumentan los ingresos de la compañía y 2) Las que disminuyen los costes que pasaremos a explicar detalladamente a continuación.

La combinación de dos empresas puede generar más ingresos que cada una por separado derivados de:

- Ganancias de marketing gracias a campañas publicitarias más eficaces y a la mejora de las redes de distribución.

- Beneficios estratégicos, que son ventajas estratégicas derivadas de la compra de empresas que puedan aportar valor a la cadena, proceso productivo o gama de productos de la empresa tal y como defendía Porter (1985).

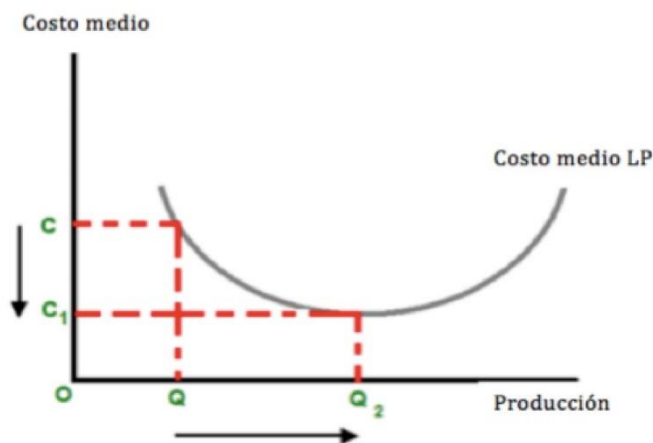
- Aumento del poder de mercado, ya que con la adquisición de una compañía del sector se reduce la competencia y se generan ganancias monopólicas.

Con el fin de evitar situaciones de monopolio, las fusiones deben ser previamente analizadas y aprobadas por los reguladores para garantizar el beneficio del consumidor final. En el caso de la UE es la Comisión Europea quien se encarga de llevar a cabo esta actuación.

Por otro lado, resultado de la combinación de empresas se puede obtener una reducción de los costes por distintas vías:

- Economías de escala: Se producen cuando el coste promedio de producción disminuye a la vez que la cantidad producida aumenta.

Gráfico 2: Economías de escala.



Fuente: Hugh Rudinck Van De Wyngar. Estudio sobre los mercados eléctricos, 2011. Pontificia Universidad Católica de Chile.

- Economías de Integración: Son resultado de integraciones horizontales o verticales. Con las primeras se puede conseguir un aumento de la gama de productos disponibles y ayudan a la reducción de los costes de producción y fabricación mientras que la integración vertical consiste en aumentar la gama de servicios que ofrece la empresa con una actividad que forma parte del conjunto del proceso operativo. Un ejemplo sería la fusión entre una empresa de distribución textil y una cadena de tiendas de moda.

- Motivos tecnológicos: Con la continua evolución tecnológica, en los últimos años se llevan a cabo fusiones que tienen como objeto adquirir una tecnología específica. Es el caso de la fusión entre Hughes Aircraft y General Motors.

- Reducción de las cargas fiscales: Con las fusiones y adquisiciones se pueden conseguir ganancias fiscales derivadas de la compensación de pérdidas por parte de una de las empresas del conglomerado o simplemente por el hecho de emplear los fondos excedentes.

Ross (2012) argumenta que las sinergias derivadas de reducciones de costes son más realistas y más fáciles de calcular que los aumentos de los ingresos que suelen ser más impredecibles.

Por otro lado, Trautwein (1990) hace distinción entre sinergias financieras, que son las que reducen el coste de capital, y conspirativas que no crean un valor económico adicional, simplemente redistribuyen la riqueza entre los participantes del mercado.

En conclusión, aunque esta no es la única razón por la que se realiza una fusión o adquisición, la mayoría de investigadores otorgan una importancia relevante a las sinergias como argumento para realizar la adquisición de una empresa, aunque tal y como se ha comentado anteriormente, hay diversidad de opiniones en cuanto a qué se consideran sinergias, su clasificación y si son medibles con fiabilidad.

### 2.3. VALORACIÓN DE EMPRESAS.

Damodaran (2006) explica que la valoración es un prerrequisito necesario para la toma de decisiones en el mundo financiero, por ejemplo, en transacciones corporativas o al buscar financiación.

Para Pablo Fernández (2016) el primer requisito al realizar la valoración de una empresa es distinguir entre precio y valor. El precio es la cantidad acordada entre las dos partes para realizar la transacción mientras que el valor puede ser distinto para cada una de las partes según los aspectos que se tengan en cuenta. A su vez, una misma empresa puede tener distinto valor para dos potenciales compradores por aspectos como la estrategia a seguir por cada una de las empresas, por la consecución de ciertos objetivos como las economías de escala o integraciones verticales, etc.

Fernández (2015) establece nueve situaciones en las que es necesaria la valoración de una empresa:

- Operaciones de compra-venta. El comprador querrá fijar un precio máximo a pagar según dicha valoración mientras que el vendedor querrá fijar el precio mínimo por el que vender.
- Valoración de empresas cotizadas en bolsa. Gracias a dicha valoración se compara el precio de la acción con el valor de la compañía para determinar si las acciones de la empresa están sobrevaloradas o infravaloradas y, en consecuencia, adoptar la estrategia correspondiente.
- Salidas a bolsa. Para determinar el precio de las acciones.
- Herencias y testamentos.
- Para fijar los sistemas de remuneración según la creación de valor para la empresa.
- Para identificar las fuentes de creación de valor (value drivers).
- Para tomar decisiones estratégicas.
- Para la planificación estratégica.
- Para procesos de arbitraje y pleitos.



Damodaran (2006) distingue entre tres métodos de valoración distintos: 1) Descuento de Flujos de Caja, que consiste en calcular el valor actual de los flujos de caja esperados, 2) el Modelo de Opciones Reales, que estima el valor de un activo a través de comparables, y 3) Claim Valuation, que se basa en modelos de opciones de compra y venta.

Por otro lado, Fernández (2016) divide los métodos de valoración en seis grupos distintos: 1) Descuento de Flujos, 2) Métodos basados en el Balance, 3) Métodos basados en la cuenta de resultados, 4) Métodos Mixtos, 5) Creación de Valor y 6) Opciones.

En nuestro caso, también los vamos a dividir en 6 grupos distintos aunque la clasificación no coincide con la de los autores mencionados anteriormente pues hemos hecho una selección de modo que podamos explicar mejor aquellos métodos que van a ser utilizados o mencionados en el análisis de la transacción que nos ocupa.

### 2.3.1. Descuento de flujos.

Para Damodaran (2008) consiste en determinar el valor de un activo a través del descuento de los flujos de caja futuros que dicho activo va a generar. Para calcular el valor actual, los flujos de caja son descontados a un tipo que variará en función del riesgo o peligro que representa la obtención de los mismos. Es decir, que aquellos activos que generan flujos de caja estables y más fáciles de predecir deberían tener un valor mayor que aquellos que son más volátiles. Fernández (P. Fernández 2016) añade que “éste es el único método de valoración conceptualmente correcto” debido a que, del mismo modo que el precio de las acciones, se basa en la capacidad de generar flujos de efectivo en un futuro.

Este método parte de la siguiente expresión:

$$V = \frac{FC^1}{1+K} + \frac{FC^2}{(1+K)^2} + \frac{FC^3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{FC^n + VR^n}{(1+K)^n}$$

donde FC son los flujos de caja que genera la empresa en cada periodo de tiempo, K es la tasa de descuento y VR es el valor residual. Por lo general, se considera que la empresa valorada va a continuar su actividad hasta perpetuidad, es decir, que no tiene previsto un año para el cese de su negocio y, en consecuencia, va a generar flujos de efectivo hasta el infinito por lo que el valor residual se calcula suponiendo una tasa de crecimiento constante a perpetuidad. Lo que apunta Fernández es que a partir de cierto año, el valor de dichos flujos será muy pequeño debido a que el valor disminuye cuanto más nos alejamos en el tiempo. La fórmula para el cálculo del VR es la siguiente:

$$VR_n = \frac{CF_n(1+g)}{(K-g)}$$

Para entender correctamente como se realiza la valoración de una empresa mediante este método, es fundamental comprender los conceptos de WACC (Coste Promedio Ponderado), Coste de la Deuda (Kd) y Coste de Capital (Ke).

En primer lugar, el Coste de la Deuda es el coste que le supone a la empresa financiarse con recursos ajenos, es decir, mediante préstamos bancarios u otro tipo de acreedores. Por lo general, estos costes vienen establecidos por contrato y pueden ser fijos, la cantidad que se paga en concepto de intereses financieros es constante, o variables, cuando los intereses van ligados a un índice de referencia que fluctúa. En caso de no disponer del contrato que marca cuales son estos costes para la empresa que se está analizando, una opción para obtener el cálculo del Coste de la Deuda es mediante la siguiente fórmula:

$$\text{Coste de la Deuda} = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda Media}}$$

Esta es, sin embargo, la opción menos fiable para dicho cálculo porque nos basamos en datos históricos.

Por otro lado, el Coste de Capital es aquel al que tiene que hacer frente la empresa por financiarse con recursos propios, es decir, a través de sus accionistas. Esto es la rentabilidad que el inversor espera obtener por lo que la opción más sencilla para conocer dicho valor es preguntarle al inversor cual es el retorno que espera de su inversión.

En caso de no poder obtener esta información por dicha vía, otra opción es calcularlo mediante el método del CAPM que se rige según la siguiente fórmula:

$$K_c = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

donde Rf es el activo libre de riesgo que se suele corresponder, para el caso de España, con el Bono a 10 años del Estado.

Rm – Rf es la prima de mercado y β mide la fluctuación de la empresa respecto al mercado. Que la beta sea igual a 1 quiere decir que la empresa tiene el mismo riesgo que el mercado.

Para que una empresa disponga de β es necesario que cotice en bolsa pero para aquellas que no están en bolsa, se suele utilizar una ponderación de las betas de otras empresas del sector que tengan características similares.

Una vez calculados el Coste de Capital y el Coste de la Deuda, ya podemos realizar el cálculo del Coste Promedio Ponderado.

El WACC nos indica cuál es el coste total de los recursos de la empresa ya que tiene en cuenta ambas partes (deuda financiera y recursos propios) y se obtiene a partir de la siguiente fórmula:

$$\text{WACC} = K_d \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{(D+RP)} + K_c \cdot \frac{RP}{(D+RP)}$$

donde t es la tasa impositiva, D es la deuda de la empresa y RP los Recursos Propios.

Para la valoración pueden considerarse distintos tipos de flujos. Fernández distingue entre cuatro tipos distintos de los que destacamos el FFL (Flujo de Fondos Libre) y el ECF (Flujos de Efectivo para el accionista).

a. *Flujos de Fondos Libre.*

Son los flujos operativos, es decir, los generados por las operaciones de la compañía sin tener en cuenta la deuda financiera neta.

Para realizar el cálculo seguimos el siguiente esquema:

Ventas
- Gastos operativos
- <u>Amortización</u>
<b>BAIT</b>
- <u>Tasa impositiva * BAIT</u>
<b>Beneficio Operativo Neto</b>
+ Amortización
- Capex
- <u>Inversiones para cubrir las NOF</u>
<b>FLUJOS DE FONDOS LIBRES</b>

En este caso, la tasa de descuento será igual al coste medio de capital (WACC) que pondera las rentabilidades exigidas por la financiación con deuda y por la financiación con capital (para el accionista) porque se considera la empresa como conjunto.

El precio máximo que pagaré por la adquisición de la empresa será el obtenido tras calcular el valor actual neto menos la deuda financiera neta. En caso de que exista caja no operativa, se sumaría a dicho importe.

$$\text{Precio máximo} = \text{VAN} - \text{Deuda Financiera} + \text{Caja no Operativa}$$

b. *Flujos Disponibles para el Accionista.*

Son los flujos que se le reparten al accionista una vez han sido cubiertos el Capex y las NOF y tras devolver el principal de la deuda correspondiente. El esquema para el cálculo de dichos flujos se muestra a continuación:

Ventas  
- Gastos operativos  
- Amortización

**BAIT**

- Gastos financieros

**Beneficio Bruto**

- Impuestos

**Beneficio Neto**

+ Amortización

- Capex

- Inversiones en NOF

- Devolución de Deuda

+ Nueva Deuda

**FLUJOS DE EFECTIVO DISPONIBLES PARA EL ACCIONISTA**

En este caso, la tasa de descuento utilizada será la rentabilidad exigida por el accionista (Ke) ya que lo que estamos valorando en este caso son las acciones de la empresa. Además, el precio máximo a pagar será el obtenido tras el cálculo del Valor Actual Neto ya que la Deuda Financiera Neta ya había sido tenida en cuenta para el cálculo de los Flujos.

2.3.2. Métodos basados en balance.

Se trata de métodos que consideran que el valor de la empresa viene determinado por sus activos, es decir, por su valor patrimonial. Debido a ello, es un método basado fundamentalmente en el balance lo que implica que no se tienen aspectos como las proyecciones o tendencias del sector, la evolución de la empresa, etc. Distinguimos cuatro métodos distintos que se explicarán a continuación.

a. *Valor Contable.*

Es el valor contable de las acciones, el que aparece en la partida de recursos propios del balance. La problemática de este método es que se basa en los datos históricos, el balance recoge el pasado de la empresa mientras que el valor de las acciones en el mercado refleja las expectativas futuras. Además, no tiene en cuenta aspectos como las marcas autogeneradas ya que no aparecen reflejadas en la contabilidad de la empresa. En consecuencia, el valor contable y el de mercado casi nunca coincidirán.

Por el contrario, valorar la empresa mediante este método es muy rápido. Teniendo en cuenta el valor en libros, el valor de una empresa para el accionista sería el valor de sus recursos propios o, lo que es lo mismo:

Valor de la empresa = Activo total – Pasivo Exigible

b. *Valor Contable Ajustado.*

Con la intención de corregir las ineficiencias del modelo anterior, surge el método del valor contable ajustado que consiste en calcular el patrimonio neto tras ajustar los activos y pasivos a valor de mercado.

c. *Valor de Liquidación.*

Se trata del valor de la empresa en el momento de su liquidación, cuando se cancelan todas sus deudas y se venden sus activos para poner fin a la vida de la entidad. El cálculo de este método se realiza a partir del patrimonio neto ajustado al que se le restan los gastos derivados de la liquidación del negocio.

El problema de este método es que se basa en un momento muy concreto de la empresa lo que supone que la valoración sea inferior porque suponemos la no continuidad de la actividad empresarial.

Las principales diferencias entre este método y el explicado anteriormente son que, en primer lugar, en este caso se valoran los activos a precio de mercado (de liquidación) mientras que en el caso anterior la valoración a tener en cuenta era la que aparece en los libros. Además, para el cálculo del valor de liquidación se tienen en cuenta todos los activos de la empresa, incluso aquellos que no están en balance, se hacen todos los ajustes fiscales por la desinversión de activos y se restan los gastos derivados del propio proceso de liquidación.

### 2.3.3. Valor sustancial.

Consiste en valorar la empresa teniendo en cuenta cuál sería el coste o el precio que tendríamos que pagar para constituir una empresa con las mismas características y condiciones que la que estamos valorando. Por lo general, no consideramos para este cálculo aquellos bienes que no son utilizados en el proceso de explotación como los terrenos o acciones de otras empresas.

Pablo Fernández (2016) divide el valor sustancial en tres tipos:

- Valor sustancial bruto. Se corresponde con el valor del activo a precio de mercado.
- Valor sustancial neto. Se le resta el pasivo exigible al valor sustancial.
- Valor sustancial bruto reducido. Es el valor sustancial bruto menos la deuda que no tiene coste, por ejemplo, los proveedores.

### 2.3.4. Métodos basados en comparables.

Consiste en la valoración de la empresa a través de múltiplos que tratan de medir la magnitud de los beneficios, ventas u otros indicadores que encontramos en la cuenta de pérdidas y ganancias, comparándolos con compañías similares.

#### a. *Múltiplo PER.*

El PER es una de las ratios más utilizadas en valoración principalmente para las empresas cotizadas ya que permite comparar los beneficios generados de empresas del mismo sector. Esta ratio mide la relación entre el precio de mercado de las acciones. Se calcula a partir de la siguiente fórmula:

$$PER = \frac{\text{Precio acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

Acorde con este método de valoración, el valor de la empresa se obtendrá multiplicando el PER por el beneficio de la compañía a valorar.

$$\text{Valor empresa} = PER \times \text{beneficio}$$

En algunas ocasiones es también utilizado el PER relativo que se obtiene de dividir el PER de la empresa entre el PER medio del país. Una de las principales ventajas de este método es la facilidad con la que se obtiene el valor de las empresas cotizadas y que nos permite realizar comparaciones con empresas similares.

b. *Valoración a partir de dividendos.*

Según Pablo Fernández, “los dividendos son los pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones”.

Este método consiste en valorar el precio de las acciones descontando, al momento actual, los dividendos esperados. Teniendo en cuenta que consideramos que la empresa estará en funcionamiento hasta perpetuidad, el valor de la acción se calculará con la siguiente fórmula:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA_1}{(K_e - g)}$$

donde  $DPA_1$  es el dividendo por acción que se pagará el próximo año,  $K_e$  es la rentabilidad mínima exigida por el accionista y  $g$  es la tasa de crecimiento anual. Lo que resalta Fernández en este punto es que las empresas que mayores dividendos pagan no son las que tienen las mayores cotizaciones bursátiles ya que el inversor considera que cuanto más parte del beneficio se destina al pago de dividendos, menor cantidad se destina a inversiones.

c. *Múltiplos de ventas.*

En algunos sectores, como el farmacéutico, es común obtener el valor de una empresa multiplicando sus ventas por el múltiplo de ventas de compañías similares. Este método, por tanto, está fuertemente vinculado con la ratio Precio/Ventas que relaciona el PER con la rentabilidad sobre las ventas.

$$\text{Precio/Ventas} = (\text{Precio/Beneficio}) \times (\text{Beneficio/Ventas})$$

Smith Barney realizó un estudio que intentaba estudiar la relación entre el ratio precio/ventas y la rentabilidad de la empresa. Para ello, analizó algunas de las más grandes empresas de 22 países distintos y las dividió según sus ratios Precio/Ventas en cinco grupos distintos.

El resultado del estudio no mostró ninguna relación entre dicha ratio y la rentabilidad de las empresas por lo que podríamos concluir que no es uno de los métodos de valoración más fiables.

d. *Múltiplos de EBIT y EBITDA.*

Otros muy utilizados en la valoración de empresas son los múltiplos de EBIT o BAIT y de EBITDA que se obtienen con las siguientes fórmulas:

$$\text{Múltiplo BAIT} = \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{BAIT (Beneficio antes de intereses e impuestos)}}$$

$$\text{Múltiplo EBITDA} = \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{EBITDA (Bº antes de amort., int. e imp.)}}$$

La valoración por múltiplos tiene sentido únicamente con comparables por lo tanto, el valorar una empresa bajo este método hace necesaria la identificación de las empresas que pertenezcan al mismo sector y tengan características similares a la empresa que estamos analizando.

2.3.5. *Métodos mixtos.*

Son aquellos que tienen en cuenta el fondo de comercio de la empresa por lo que el valor de la compañía será su activo neto más el valor del fondo de comercio que representa el conjunto de activos inmateriales que le aportan una ventaja competitiva a la empresa sin aparecer reflejados en el balance. Un ejemplo sería el valor de una alianza estratégica con un socio comercial, una buena cartera de clientes o la imagen y reconocimiento que tiene la empresa en el sector. Estos son aspectos clave por los que un comprador está dispuesto a pagar más que el valor contable de la empresa por lo que es necesario tenerlos en cuenta a la hora de realizar la valoración.

Se trata de métodos mixtos porque por un lado se tienen en cuenta los activos de la empresa de una forma estática y, por otro, se trata de cuantificar los beneficios futuros que generará el fondo de comercio.

El cálculo se puede realizar de distintas formas que se detallan a continuación.

a. *Método clásico.*

Este método hace distinción entre las empresas industriales y aquellas que se dedican al comercio minorista. Para las primeras, el valor del fondo de comercio se obtiene de sumarle al activo el beneficio neto multiplicado por un coeficiente.

$$\text{Valor de la empresa} = A + (n \times B)$$

A es el activo neto, n es un coeficiente que oscila entre 1.5 y 3 y, B es el beneficio neto. En cambio, para las empresas minoristas, el cálculo es el siguiente:



$$\text{Valor de la empresa} = A + (z \times F)$$

Donde z es el porcentaje de la cifra de ventas y F la facturación de la empresa.

b. *Método de la UEC simplificado.*

$$\text{Valor de la empresa} = A + a_n (B - iA)$$

$a_n$  es el valor actual a un tipo de t de las anualidades con una n que oscila entre 5 y 8 años.  $iA$  es la rentabilidad que nos generaría una inversión alternativa.

c. *Método indirecto.*

$$\text{Valor de la empresa} = (A + B/i) / 2$$

En este caso i es la rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo, B representa el Beneficio medio de los últimos tres ejercicios y A, como en los casos anteriores, los activos.

### 2.3.6. Valoración por usuarios.

Con la transformación digital experimentada en las últimas décadas han surgido nuevos formatos de empresas como las redes sociales, que no siempre pueden ser valoradas mediante los métodos de valoración de empresas tradicionales.

Para adaptarse a esta situación, con el paso de los años también han surgido nuevos métodos de valoración capaces de medir con mayor exactitud el valor de dichas compañías.

Tal como explica Gupta (2011) en uno de sus estudios, muchos de los nuevos modelos de negocio basados en internet tiene resultados negativos que hacen difícil una valoración según el método de los descuentos de flujos de caja o según los ratios de precio-ingresos.

Otros aspectos que hacen difícil la valoración de empresas como las redes sociales (Kazienko, P. & Musial, K., 2006) es que se componen principalmente de activos intangibles difíciles de valorar y que la información histórica para realizar las proyecciones de los flujos de efectivo futuros es limitada.

Uno de los métodos de valoración propuestos para solucionar esta situación es el CLV (Customer Lifetime Value) que valora la empresa teniendo en cuenta de forma desagregada cuales son los ingresos que percibe la compañía por cada usuario. Lo que aporta valor a la compañía son sus clientes observando las actividades que realizan como puedan ser compras, compras cruzadas, promoción del producto o servicio que ofrece la plataforma con el boca a boca, etc. La vida útil y futura de los

clientes aporta valor a la empresa porque, en definitiva, representa la totalidad de los flujos de caja operativos de la empresa.

Bauer y Hammerschmidt (2005) en su estudio acerca del concepto del CLV, exponen que el cliente o usuario tiene que ser considerado como el factor que genera éxito al negocio valorando, además de las propias transacciones potenciales que puede generar el usuario, aquellas que se pueden derivar de que cada uno de los usuarios recomiende la empresa a sus contactos.

De acuerdo con el estudio de Reinartz y Kumar (2000), este modelo se compone de tres variables principales: los beneficios, los costes y la ratio de retención que mide la probabilidad de que un individuo vuelva a recurrir a los productos o servicios que ofrece una compañía, es decir, si se ha fidelizado al cliente. La medición de esta ratio se obtiene a través de factores como la lealtad del cliente, la facilidad o dificultad en el acceso a otras alternativas, la satisfacción del cliente o mediante el análisis de su comportamiento.

Por otro lado, en este modelo los beneficios se subdividen en cuatro categorías. Los ingresos "autónomos" que son aquellos que se generan como consecuencia de las campañas de marketing que haya podido realizar la empresa, por ejemplo, en televisión. Los ingresos por ventas son aquellos que se obtienen de aquellos clientes que ya están fidelizados y que realizan una compra con cierta frecuencia, de forma recurrente y la venta cruzada que se define como la venta de productos complementarios al ofrecido e indica cómo se puede extender la relación hacia otros productos. Estas tres fuentes de ingresos representan las ventas directas, y, por otro lado, los márgenes de contribución obtenidos de las actividades de referencia de los clientes existentes conocidos como Valor de Referencia.

Los tres primeros ingresos generan una transacción económica directa sobre la empresa por lo que podemos decir que se trata de flujos de caja directos mientras que el valor de referencia se considera una interacción indirecta monetaria porque resulta de la interacción entre usuarios o clientes. Este concepto es el que desemboca en el llamado usuario activo que es aquel que interacciona con otros usuarios aportando un mayor valor a la compañía por el intercambio de información, el mayor impacto generado y la mayor difusión. Este concepto fue previamente introducido por el autor Cornelsen (2002).

El objetivo de este método de valoración es valorar estos factores previamente explicados de forma desglosada con el fin de obtener cual es el valor medio que aportan los usuarios y así determinar el valor de la compañía.

También ante la imposibilidad de valorar con los métodos tradicionales empresas jóvenes, con crecimientos rápidos y muy dinámicas, como es el caso de las empresas de internet, Gneiser (2009) conjuntamente con otros autores realizaron un estudio a fin de determinar un modelo que fuera capaz de valorar de forma más fiel una empresa como una red social.

Estos autores identifican como la principal fuente de valor de una red social las redes y relaciones que establecen los clientes entre ellos. El valor del cliente y con ello, los

beneficios esperados, vienen determinados por el valor de las relaciones existentes y futuras entre los clientes.

Esto se obtiene a partir de la siguiente fórmula:

$$CE = \sum_{c=0}^{\infty} \frac{\sum_{i=1}^{N_c} CLV_{c,i}}{(1+d)^c},$$

donde CE es el valor de las relaciones existentes y futuras entre los usuarios,  $CLV_{c,i}$  indica el valor del cliente  $i$  en el momento del tiempo  $c$ ,  $N$  representa en número de clientes y  $d$  es el tipo de descuento.

Por otro lado, el cálculo del Customer Lifetime Value se obtiene a partir del valor actual de todos los flujos de caja que la red social espera obtener de las relaciones del cliente según muestra la fórmula a continuación:

$$CLV_{c,i} = \sum_{t=0}^{T_{c,i}} \frac{CF_{c,i,t}}{(1+d)^t},$$

donde CF son los flujos de caja generados por el cliente y  $T$  la duración de las relaciones que genera el cliente.

Como  $T$  no siempre es fácil de predecir, se suele utilizar la ratio de retención como estimación de dicha variable ya que mide cuál es la probabilidad de que el cliente mantenga su red social operativa en el periodo  $t$ .

Sin embargo, para Jindal y Sindhu (2015) el valor de las redes sociales viene principalmente determinado por la gestión de los datos de que disponen, es decir, tiene que ver con el Big Data.

Teniendo esto en cuenta, según los autores el valor de cada usuario varía según su impacto social que se determina a través de los siguientes factores: 1) Los datos. Comprende todo el conjunto de información personal acerca del usuario como puede ser su localización geográfica, nombre, detalles de su puesto de trabajo, formación académica, etc. Se calcula mediante la siguiente fórmula:

$$D = \sum_{i=0}^n (D_i \times V_i)$$

Donde  $D$  son los datos y  $V$  la visibilidad que se fija según unos porcentajes. Será igual al 25% si el perfil tiene un carácter privado, del 50% si es un perfil que comparte la información con su círculo de amigos, igual al 75% si el contenido lo pueden llegar a visualizar los amigos de sus amigos y del 100% cuando el perfil es público.

2) Las actividades. Cualquier acción que realiza un usuario es una actividad. Para que la red tenga un impacto es necesario que el usuario realice acciones regularmente. Las actividades de los usuarios son el principal factor de impacto de las redes sociales por lo que se intenta fomentar el uso de aplicaciones móviles con el fin de capturar la máxima información posible del usuario y que los clientes puedan mantener conectados de la forma más sencilla y recurrente posible. Se determina del siguiente modo:

$$A = \sum_v \left( V_j \times \sum_a A(j) \right)$$

3) El alcance. Define como de grande es la red de un usuario ya que este factor mide la cantidad de seguidores o amigos que tiene un individuo en su cuenta. Se calcula con la siguiente fórmula:

$$R = \frac{\sum_{k=0}^m \frac{Fr_k}{N_k}}{\sum Fr}$$

Aquí N se refiere a la profundidad de la red del amigo (Fr) por lo que cuanto más cercano sea el contacto, mayor será el alcance total. Para determinar el alcance promedio, finalmente se divide el resultado entre el total de usuarios que forman la red.

4) Tasa de participación. Mide el porcentaje de gente que ha visto una publicación y la ha comentado, compartido, clicado o le ha gustado. Esta es una medida muy importante porque la participación de los usuarios repercute directamente sobre la cantidad de acciones que realiza lo que aporta valor a la red social. El cálculo de esta tasa viene determinado por los usuarios participativos y el total de contenidos compartidos y puede ser calculado para cada elemento o como un conjunto.

La relación entre estos cuatro elementos determina el impacto que tiene el usuario a través de la siguiente ecuación:

$$I = \sum_{i=0}^n (D_i \times V_i) \times \sum_v \left( V_j \times \sum_a A(j) \right) \times \frac{\sum_{k=0}^m \frac{Fr_k}{N_k}}{\sum Fr} \times E$$

### 3. ANÁLISIS EMPÍRICO.

#### 3.1. Microsoft.

En primer lugar, tenemos a Microsoft que actúa como parte compradora en la transacción.

Se trata de una empresa de origen estadounidense (Albuquerque) dedicada al sector del hardware y el software que fue fundada en 1975 por Paul Allen y Bill Gates. La intención de los fundadores era que en todos los hogares hubiera un ordenador de mesa y revolucionar la forma de trabajar tal y como se conocía hasta el momento. El crecimiento de la empresa fue rápido y, tan sólo tres años después de la creación de la empresa, abrieron su primer punto de ventas en el extranjero, concretamente, en Japón. Un año después, consecuencia de las nuevas necesidades de la empresa por su constante crecimiento, decidieron traspasar la sede de la empresa a Washington.

Otro hito importante para la empresa se dio en 1980 cuando los fundadores decidieron incorporar a Steve Ballmer para que les ayudara con la dirección de la empresa. A la vez, crearon un nuevo sistema operativo, el MS-DOS que se empezó a comercializar por IBM en 1981. Esta unión permitió que el sistema operativo de Microsoft apareciera en todos los ordenadores de la marca llevándose además una relevante compensación económica en concepto de derechos de venta por cada terminal.

Con el fin de cumplir la normativa exigida por el Estado de Washington, Bill Gates se convirtió en presidente de la compañía y su socio pasó a ser el vicepresidente. Cuatro años después del lanzamiento del sistema MS-DOS, se lanza el Windows 1.0 que resultó ser una herramienta innovadora y llena de posibilidades respecto a lo que había en el mercado hasta dicho momento por lo que tuvo una buena acogida en el mercado. En 1985 eligieron Irlanda como primer centro de producción internacional y este mismo año desarrollaron un nuevo sistema operativo junto con un nuevo hardware de IBM. Ya en 1986, Microsoft se trasladaron a su nuevo campus en Redmon (Washington) y, además, la empresa salió a bolsa a un precio de 21 dólares por acción, lo que es equivalente a una valoración bursátil de 61 millones de dólares. Durante la primera sesión las acciones de la compañía subieron a 28 \$, sinónimo de la buena acogida que tuvo la empresa en el mercado continuo.

Con la salida del Windows 2.0 y la rápida expansión de los ordenadores en la mayoría de empresas, la empresa se convirtió en el fabricante de software más grande del mundo, teniendo en cuenta el volumen de ventas, aunque una de las principales causas de su crecimiento fue la aparición de nuevos fabricantes que imitaban el modelo de IBM y a los que también suministraban su software lo que le permitió convertirse en el mayor vendedor del mundo.

En el año 89 lanzaron uno de los productos más importantes de la compañía; el Microsoft Office.

A partir de este momento, la empresa sigue renovando continuamente su software con nuevas versiones como el Windows 3.0 en 1990, del que vendió alrededor de 100.000 copias dos semanas, el Windows 95 y también la primera versión de "Internet Explorer". Continuando con su expansión en el mundo de Internet, en 1997 Microsoft adquirió la plataforma de correo electrónico Hotmail.

En el año 2000, Steve Ballmer es nombrado presidente y CEO de la compañía y se presentan las líneas estratégicas de Microsoft para servicios web a la vez que se adentra en un nuevo mercado, el de las videoconsolas con la X-BOX. Durante la crisis económica las ventas de equipos informáticos se redujeron lo que supuso una caída de Windows igual al 16% respecto al mismo trimestre del año anterior (2008). Los juegos y los ingresos derivados de Internet también sufrieron caídas y la única fuente de ingresos que aumentó fue la de servidores y otras herramientas que creció un 7% para el mismo período.

Un hito importante en la historia de la compañía también fue el lanzamiento del buscador Bing que, no pudiendo hacer frente al principal operador del mercado, Google, se ha aliado durante 10 años con Yahoo! tras un acuerdo alcanzado entre las dos compañías.

Por último, algunos de los hechos más relevantes recientemente son la adquisición de Skype en el año 2011 por 8.500 millones de dólares, la compra de Nokia en 2013 por 7.200 millones y el caso que nos ocupa, la compra de LinkedIn que se analizará a continuación.

## 3.2. LinkedIn.

### 3.2.1. Historia.

LinkedIn es una red social que trata de poner en contacto a usuarios que buscan empleo con empresas que demandan fuerza laboral. Se trata de una plataforma en la que cada usuario informa de sus títulos académicos, habilidades y experiencia laboral y tiene acceso a diferentes ofertas de trabajo teniendo en cuenta su perfil profesional. Por otro lado, las empresas publican ofertas de trabajo y tienen acceso a una red de profesionales con distintas habilidades y niveles de formación.

La empresa fue creada en 2002 por Reid Hoffman, Allen Blue, Konstantin Guericke, Jean-Luc Vaillant y Eric Ly siendo Hoffman la cabeza más visible del proyecto debido a su experiencia en otras empresas relacionadas con el mundo de las nuevas tecnologías como son Apple y PayPal en las que trabajó antes de iniciar el proyecto de LinkedIn. La empresa empieza a generar ingresos en 2005 con sus primeras dos líneas de negocio que se basaban en las suscripciones, con el fin de mejorar las comunicaciones y capacidad de búsqueda, y el trabajo, que son listados de empleos publicados por las

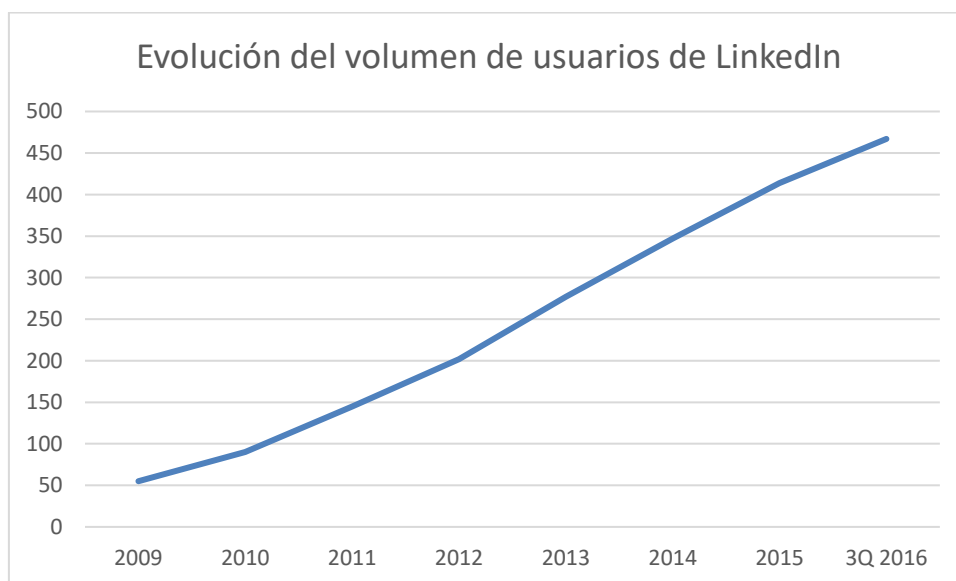
empresas para aumentar sus plantillas. Más tarde iniciaron su tercera vía de ingresos: la publicidad.

En 2006 ya aparecen las primeras dificultades para la empresa derivadas del crecimiento exponencial que estaba sufriendo. En primer lugar, se necesitaba ampliar la compañía y, seguidamente, era necesario desarrollar una nueva gama de productos pluritemáticos. Para llevar a cabo estos cambios, contrataron a Deep Nishar, miembro de Google, como vicepresidente de productos y designaron a Dan Nye como CEO. Durante los dos años en los que estuvo al frente, los usuarios de la compañía crecieron notablemente pasando de 9 a 35 millones y el incremento de las ventas fue del 900%. Sin embargo, en 2009 Nye abandona la empresa por lo que se nombra presidente y CEO de LinkedIn a Jeff Weiner.

Otro hito importante para la empresa se dio en 2011, año en qué salió a bolsa siendo la primera red social de EEUU en salir al mercado público de valores. Su precio por acción inicial era de 45 dólares estadounidenses pero dicho precio se incrementó rápidamente tras una revalorización del 109%, llegando a los 94\$ por acción, lo que supone una valoración bursátil de la compañía igual a 8.900 millones de dólares.

En 2013 la empresa ya contaba con más de 200 millones de usuarios en más de 200 países distintos y el pasado mes de diciembre de 2016 LinkedIn fue adquirida oficialmente por Microsoft tras desembolsar un total de 26.200 millones de dólares.

Gráfico 3: Evolución del volumen de usuarios de LinkedIn en millones.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista.

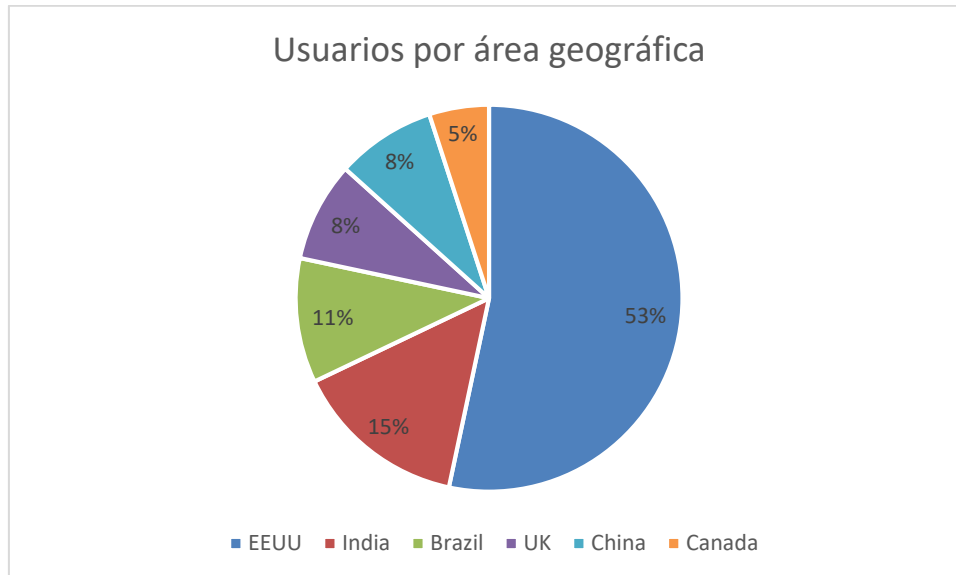
Como se muestra en el gráfico anterior, los usuarios de la red social no han dejado de crecer empezando a adquirir un tamaño relevante a partir de 2009 tal y como se ha relatado previamente.

El mayor crecimiento de usuarios respecto al año anterior se dio en 2010 con un incremento del 64% que significaba pasar de 55 millones de usuarios en 2009 a 90 millones ese mismo año. Desde ese momento el crecimiento anual medio es del 37% aunque el crecimiento es más acelerado durante los primeros años, en ningún momento

ha llegado a estabilizarse o volverse negativo. De hecho, desde finales de 2015 al tercer trimestre de 2016, es decir, en un periodo de 9 meses los usuarios de esta compañía han crecido en un 13%.

Por último, si analizamos a sus usuarios por áreas geográficas, obtenemos que la región con un mayor volumen de usuarios es EEUU con 128 millones de personas, seguido de India con 35 millones, Brasil con 25, Reino Unido y China con 20 millones cada uno.

Gráfico 4: Seis principales países según el volumen de usuarios de LinkedIn.



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista.

Destaca la diversidad de estos países en cuanto a cultura, localización y desarrollo económico. De hecho, tres de los cinco países con mayor número de usuarios de LinkedIn forman parte de los conocidos como BRICS, países en desarrollo con un fuerte crecimiento económico en los últimos años.

Como era de esperar, EEUU es la zona donde tiene más presencia siendo esto así desde los inicios de la red social.

España se encuentra en la décima posición en cuanto a volumen de usuarios con un total de 8 millones de personas. En el anexo 1 se encuentra la tabla que muestra esta clasificación.



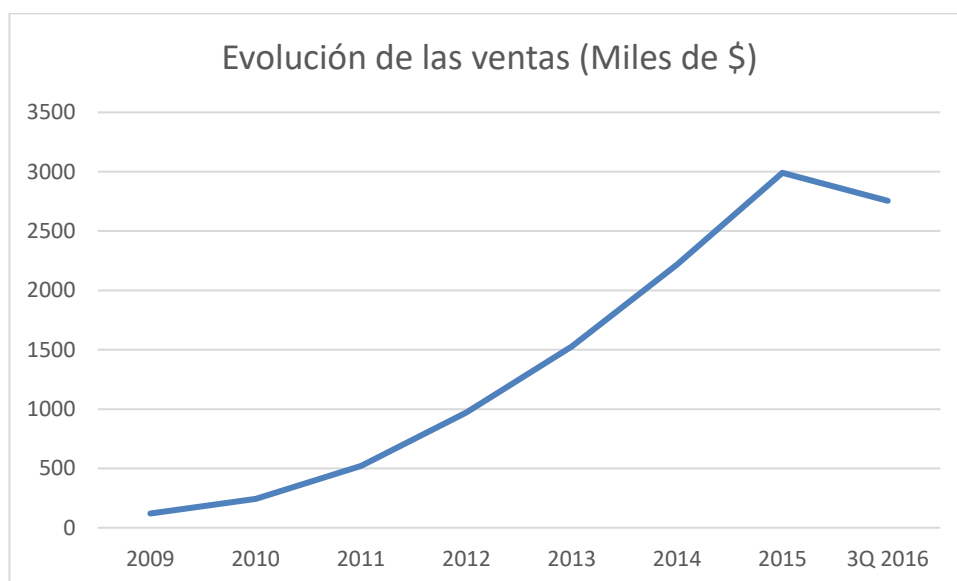
### 3.2.2. Análisis financiero.

#### a. P&G.

##### VENTAS

LinkedIn es una compañía que genera ingresos desde el año 2005 tal y como se ha comentado en el apartado anterior. Sin embargo, estos no empiezan a ser significativos hasta mediados del año 2008 tras el fuerte crecimiento que experimentó la empresa durante dicho período. Desde este momento, el volumen de ingresos de la compañía ha ido creciendo con el paso de los años como puede observarse en el siguiente gráfico (Gráfico 5).

Gráfico 5: Evolución de las ventas de LinkedIn durante el período 2009 – 3er trimestre 2016.



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la compañía.

La tendencia de las ventas es positiva con crecimientos anuales de alrededor del 50% durante los primeros años y próximos al 30% en los tres últimos ejercicios. En concreto, el mayor crecimiento respecto al año anterior se dio en 2011 con un aumento de las ventas del 53%.

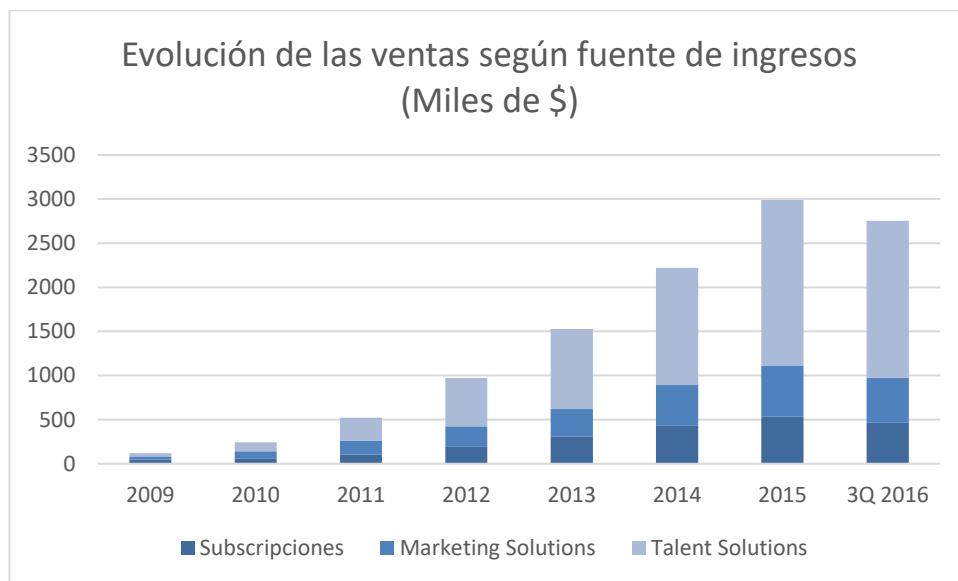
También conviene destacar que el descenso que se observa para el último año se debe a que la información disponible para 2016 abarca solamente los tres primeros trimestres del año.

Una vez explicada la partida de ventas en general, consideramos conveniente desarrollar en mayor profundidad dicha cuenta para analizar mejor de donde provienen los ingresos de la empresa.

Las ventas de LinkedIn provienen de tres fuentes de ingresos distintas: Talent Solutions, Marketing Solutions y Suscripciones Premium que a continuación, pasaremos a explicar con mayor detalle:

- Talent solutions. Es la forma más efectiva para los profesionales y organizaciones de identificar y seleccionar o adquirir al talento más adecuado según sus necesidades. Engloba todos los productos de los que dispone LinkedIn para compañías y usuarios individuales en cuanto a la publicación de trabajos y las herramientas de búsqueda de la plataforma. Dentro de Talent Solutions también se encuentra Lynda.com, una plataforma web orientada a la formación cuyo objetivo es proveer a los usuarios de las herramientas adecuadas para desarrollar nuevas habilidades y alcanzar a una mejor posición en el mercado laboral.

Gráfico 6: Evolución de las ventas según la fuente de ingresos para el periodo 2009-2016.



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la compañía y de la web Statista.

Como se observa en el gráfico anterior, Talent Solutions ha representado históricamente más de la mitad del total de los beneficios de la compañía y se espera que esta fuente de ingresos mantenga su nivel de flujos de caja debido a la inversión realizada por la empresa en este ámbito.

- Marketing Solutions: En la mayoría de redes sociales es la mayor fuente de ingresos, aunque este hecho no se corresponde con la realidad de LinkedIn. De todas formas, se espera que esta línea de negocio crezca más rápidamente por el nuevo enfoque que se le quiere dar a la publicidad ya que la compañía tiene el objetivo de obtener beneficios a través de los espacios publicitarios.

- Suscripciones Premium: Las suscripciones de los usuarios se dividen en dos servicios: la suscripción al servicio de LinkedIn y, por otro lado, el producto Sales Navigator. Los paquetes de suscripción están diseñados para profesionales que quieran dirigir o manejar de manera más profesional su perfil, es decir, va destinado a aquellos que quieran contar con más recursos para gestionar su identidad profesional, aumentar sus redes y conectar con talento. Por otro lado, Sales Navigator es una herramienta cuyo fin es conectar rápidamente con

oportunidades a través de la base de datos de usuarios de LinkedIn para así obtener las mayores ventajas posibles.

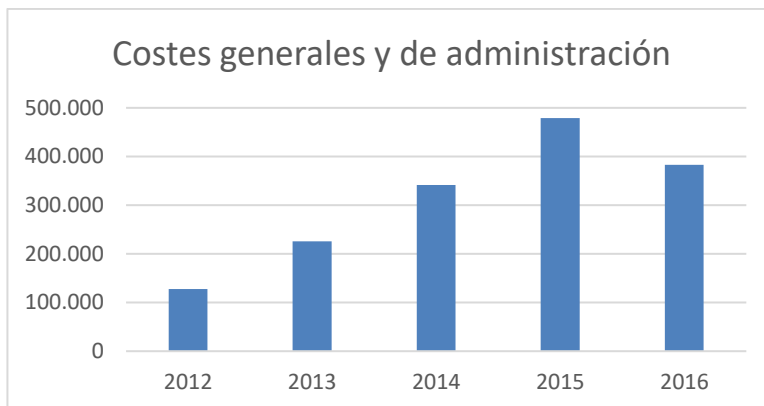
Las suscripciones Premium representan la menor fuente de ingresos pero se espera que éstas crezcan constantemente. Sales Navigator representa un movimiento de diversificación para LinkedIn y, aunque supone una parte relativamente pequeña de los ingresos de la compañía, tiene un fuerte potencial para la plataforma.

## **COSTES**

Tras el análisis de las ventas, otro indicador importante para conocer cuál es la situación financiera de la compañía es el estudio de los costes ya que la diferencia entre éstos y los ingresos de las ventas, determinaran el margen operativo de la empresa. En el caso de LinkedIn, sus costes operativos se dividen principalmente en dos grupos: los costes generales o administrativos y los costes generados por las ventas o marketing. Un análisis de esta partida de la cuenta de pérdidas y ganancias en años anteriores muestra que son bastante altos respecto al porcentaje de ventas debido a los elevados costes en que ha incurrido LinkedIn para la implementación y la fase de penetración de mercado.

Por un lado, los gastos generales y de administración incluyen todos los costes de personal, así como la consultoría externa, legal y servicios de contabilidad.

*Gráfico 7: Evolución de los costes generales y de administración desde 2012 al tercer trimestre de 2016.*



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la compañía.

Como se observa en el gráfico anterior, estos costes han ido aumentando con el paso de los años y la previsión de cierre de 2016 era que igualara o superara ligeramente el nivel de gastos de 2015 pues se estaba trabajando en una reducción de estos costes para aumentar el margen de la compañía.

Por el otro lado, los costes de Ventas y marketing incluyen los salarios de todos los trabajadores de dichos departamentos y, además, incluye los costes de marca, relaciones públicas y comisiones publicitarias pagadas a agencias para dar a conocer la compañía.

Gráfico 8: Evolución de los costes de venta y marketing desde 2012 al tercer trimestre de 2016.

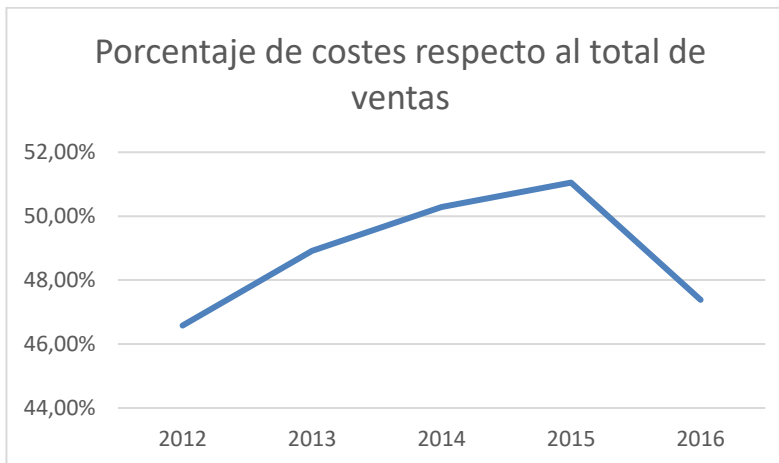


Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la compañía.

Del mismo modo que ha ocurrido con los costes de administración, han ido en aumento con el paso del tiempo y, para los próximos años, la empresa espera que crezcan en la misma línea.

Si analizamos cuanto suponen estas dos partidas de costes sobre el total de las ventas de la empresa, lo que obtenemos es que van en aumento, es decir, que el margen de la compañía es cada vez menor ya que cada vez los gastos suponen un porcentaje mayor de ventas tal y como puede observarse en el siguiente gráfico (Gráfico 9).

Gráfico 9: Porcentaje que representan los costes de administración y ventas/marketing sobre los ingresos de la compañía para el período 2012- 3er trimestre 2016.



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la compañía.

Aunque durante los 5 años analizados el porcentaje ha sido superior al 45%, es destacable la cifra alcanzada en 2015 donde dicho valor representó un 51.05% de las ventas, un 2% más que el año anterior.

Dentro de los gastos, hay que hacer una especial mención a la cantidad que invierte la compañía en el desarrollo de nuevos productos. En los últimos años analizados (2012-2016) estos gastos han aumentado anualmente un 45% de media lo que supone en

2015, último año para el que se dispone la información de todo el ejercicio completo, un total de 775.660 miles de dólares invertidos en el desarrollo de nuevos productos y servicios para los usuarios de la red social.

Gráfico 10: Gasto anual en desarrollo de nuevos productos y porcentaje que representa el mismo sobre el total de ventas para el período 2012-2016.

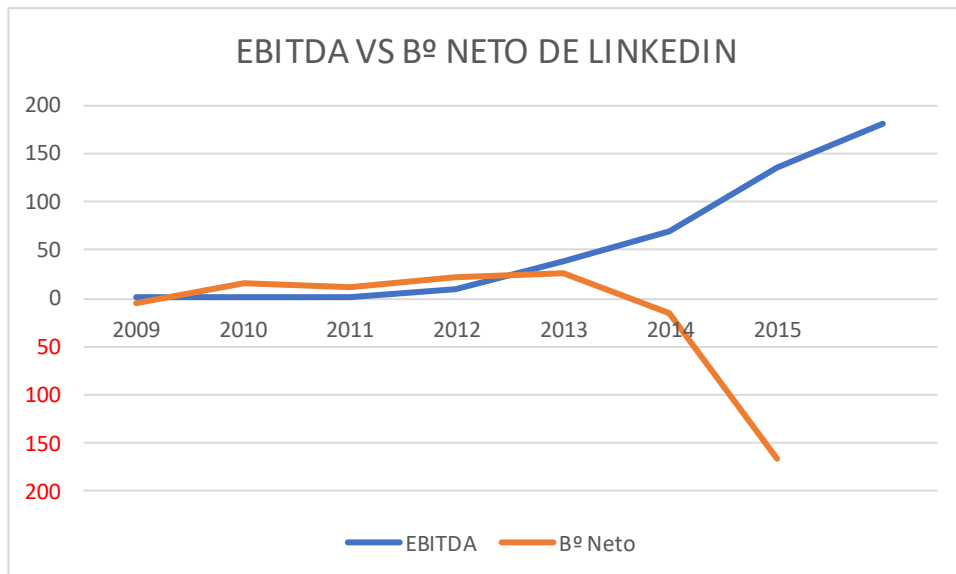


Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la compañía.

Como se observa en el gráfico y del mismo modo que ocurría en los dos casos anteriores, el coste de la empresa en dicha partida es creciente aunque es cierto que representa un porcentaje relativamente estable del total de ventas que oscila entre el 24 y el 27 por cien.

Seguidamente, vamos a analizar como evolucionan el EBITDA y el Beneficio neto de la compañía con el paso de los años.

Gráfico 11: Evolución del EBITDA y Bº Neto de LinkedIn en millones de dólares para el período 2009-2015.



Fuente: Thomson Reuters.

Como se puede observar en la figura anterior, pese a que durante los primeros años ambas variables iban en la misma dirección, a partir de 2009 hay un cambio de tendencia y mientras que el EBITDA evoluciona positivamente, el beneficio neto continúa en la dirección opuesta siendo cada vez menor. Si lo analizamos más detenidamente tenemos que el EBITDA ha ido aumentando considerablemente durante todo el período a excepción de los años 2008 y 2015 en los que decreció un 53% y 1% respectivamente. Sin embargo, las tasas de crecimiento muy superiores a estos descensos con un incremento medio anual del 229%. Esto implica que de un EBITDA de 8,6 millones en 2009, en 2010 fuera de 39,2 millones y ya en 2012 de 136,7.

Con el beneficio neto ocurre lo contrario. Para la mayoría de los años tenidos en cuenta en el gráfico, esta partida de la cuenta de pérdidas y ganancias es negativa. En concreto, la empresa tiene números rojos en 2006, 2008, 2009, 2014 y 2015. Cabe destacar que durante los primeros años, pese a haber pérdidas estas no eran tan numerosas como las observadas en los años 2014 y sobretodo 2015 donde la empresa obtuvo un beneficio negativo de 15,7 y 166,1 millones de dólares, respectivamente. Como se ha explicado anteriormente en el gráfico 11, los inversores reaccionaron muy negativamente después de que LinkedIn hiciera públicos sus resultados correspondientes al ejercicio 2015 y esta fuerte caída del 958% en el beneficio neto es una de las razones.

Otro aspecto clave a comentar dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias es que la empresa, debido a sus resultados económicos, nunca ha repartido dividendos a sus accionistas.

b. Balance.

Dentro del balance, una de las partidas más relevantes podríamos considerar que es la de clientes pues es un indicador del volumen de ventas y del periodo medio de cobro de la empresa.

Gráfico 12: Cuenta de clientes a cobrar del balance de LinkedIn en millones de dólares para el período 2009-2015.



Fuente: Thomson Reuters.

Tal y como muestra el gráfico, esta partida es cada vez mayor lo que es sinónimo de que el volumen de ventas de la empresa va incrementándose con el paso de los años. Sin embargo, también puede indicar que LinkedIn ha aumentado su período medio de cobro por lo que vamos a proceder a calcular dicha ratio.

$$PMC = \left( \frac{\text{Saldo medio Clientes}}{\text{Ventas}} \right) \times 365$$

En el caso de LinkedIn la siguiente tabla muestra la evolución del mismo:

Tabla 1: Período medio de cobro de LinkedIn desde 2009 al 2015.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMC	73,85	87,53	77,86	76,43	72,16	73,86	73,60

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Thomson Reuters.

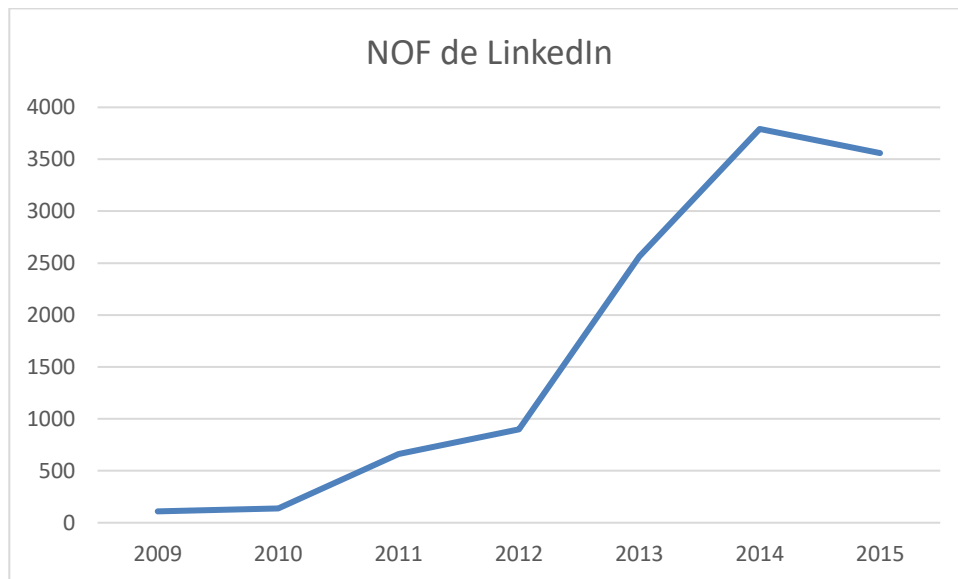
Contrariamente a lo que sospechábamos, el período medio de cobro no ha aumentado con el paso de los años. De hecho, se ha mantenido bastante estable durante todo el período, rondando los 73 días, a excepción del año 2010 en que se incrementó un 18%

respecto al año anterior. De todos modos, en los siguientes años fue reduciéndose hasta alcanzar de nuevo en 2013 un PMC inferior incluso al que presentaba en 2009.

Dado que LinkedIn no es una empresa que ofrezca productos y que cuente con una línea de fabricación, más que estudiar el periodo medio de pago, vamos a analizar sus necesidades operativas financieras.

## **NOF = Existencias + Deudores + Tesorería – Pasivo espontáneo**

Gráfico 13: Necesidades operativas financieras de LinkedIn en millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Thomson Reuters.

Las NOF son los fondos necesarios para poder financiar las operaciones corrientes de la empresa. Como es lógico, las necesidades operativas financieras de la compañía crecen en la misma proporción en que se incrementa el volumen del negocio a excepción del último año debido a un descenso considerable del volumen de tesorería de la empresa. Que sean positivas indica que la empresa tiene más cuentas a cobrar que a pagar, es decir, sus clientes le deben más dinero del que él debe abonar a sus proveedores. Esto se debe al tipo de negocio de la empresa ya que, como hemos mencionado antes, por el tipo de actividad que realiza LinkedIn, su cuenta de proveedores es muy pequeña y representa un porcentaje pequeño respecto a las ventas. Concretamente, a lo largo de los años la cuenta de proveedores ha supuesto un porcentaje medio del 5% respecto al volumen de ingresos por ventas de la empresa.

Por último, una partida relevante es la referente a la deuda.



Gráfico 14: Total de la deuda a corto plazo de LinkedIn en millones de dólares.



Fuente: Thomson Reuters.

Como ya habíamos comentado, la deuda a proveedores no representa un porcentaje muy elevado. Sí que llama más la atención la partida de otras deudas que ha ido incrementando considerablemente con el paso de los años hasta situarse en 709,1 millones de dólares en 2015, un 36% más que el año anterior y representa un 60% del total de la deuda a corto plazo.

Si analizamos el porcentaje que representa cada una de estas partidas sobre el total a lo largo de los años, los resultados muestran que esta proporción es constante durante todo el período analizado, siendo un 60% para otras deudas, un 30% para los gastos acumulados y el 10% restante, los proveedores.

### 3.2.3. Evolución de la cotización.

LinkedIn salió a bolsa el 19 de mayo de 2011 en el New York Stock Exchange con un precio de salida de 45\$ la unidad y un total de 7,8 millones de acciones.

Este hecho supuso un importante hito y no sólo para la empresa, también para el mundo financiero en general pues se trataba de la primera red social en dar el salto al mercado bursátil.

Ese mismo día la acción cerró con un precio de 94,25\$, es decir, la acción había conseguido doblar su precio en su primera sesión.

Gráfico 15: Evolución de la cotización de LinkedIn desde su salida a bolsa hasta que es adquirida por Microsoft (2011-2016) medida en intervalos mensuales.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la web Investing.com

Como se observa en el gráfico anterior, la empresa experimentó un crecimiento constante y muy significativo en sus dos primeros años en el mercado bursátil. Tan sólo 3 meses después de su salida a bolsa, la acción ya superó la barrera de los 100\$ por título, lo que supone que la cotización era más del doble desde su entrada en el mercado.

Con el paso del tiempo la tendencia fue positiva y en febrero de 2013 la acción ya alcanzaba los 168,18\$ aunque el rápido repunte de la cotización de LinkedIn no terminó ahí. En septiembre de ese mismo año la compañía alcanzó un precio por título igual a 246,06\$.

En los próximos meses la tendencia cambia y el mercado inicia una corrección en la cotización de la empresa que hace caer el precio a 153,47\$ por acción en abril de 2014. Sin embargo, a partir de este momento y consecuencia del aumento de los ingresos registrados por la compañía, el precio de la acción empieza a subir de nuevo hasta alcanzar su máximo histórico, cifrado en 267,2\$. Llegados a 2016 y tras la presentación de los resultados anuales correspondientes al período de 2015, el precio de la acción sufre una caída de alrededor del 48% debido a que los inversores esperaban unos mejores resultados financieros.

Desde este momento los precios se mantienen entre los 115 y 130 dólares por acción hasta el momento en que se anuncia la compra de la compañía por parte de Microsoft cuando la acción sube de nuevo hasta alcanzar valores cercanos a la oferta lanzada por la compañía adquirente. En diciembre de 2016 cuando se formaliza la adquisición, las acciones de LinkedIn dejan de cotizar en el mercado.

### 3.3. Análisis de la transacción.

La metodología a seguir para el análisis de la transacción se basa en realizar una valoración por comparables.

Como se ha explicado anteriormente, la valoración por comparables consiste en tasar la compañía mediante múltiplos que por lo general tratan de medir la magnitud de algún indicador. En este caso, vamos a valorar LinkedIn a partir de dos variables: su EBITDA y su volumen de usuarios en comparación con otras empresas del sector.

Para ello, a continuación, se relata en primer lugar como se desarrolló la transacción. Seguidamente, se procede a realizar proyecciones del EBITDA a partir de las cuales obtenemos un valor empresa para cada uno de los escenarios propuestos y, por otro lado, hemos analizado diversas empresas del sector, bien otras redes sociales como puede ser Facebook o Instagram, o bien, otras como Netflix, en las que podemos considerar que su negocio se mide a través de su volumen de usuarios. Además, también se han analizado distintas transacciones de carácter similar llevadas a cabo con anterioridad al caso que nos ocupa para así poder determinar en qué se ha basado la valoración de LinkedIn.

#### 3.3.1. El caso LinkedIn.

Como se ha introducido anteriormente, LinkedIn fue adquirida por la empresa Microsoft a mediados de junio de 2016 aunque la operación se hizo efectiva en diciembre de ese mismo año.

Tal y como se ha mostrado en el estudio llevado a cabo en los apartados anteriores, según la valoración bursátil de la compañía el valor de cada uno de sus usuarios ascendió a 41,32\$ pero si tenemos en cuenta la cantidad pagada por Microsoft en la compra, 26.200 millones de dólares, cada usuario tiene un valor de 60,93\$.

Durante el estudio de la operación, Microsoft fue aconsejado por la firma Qatalyst Partners que realizó diversos cálculos para definir un precio justo por la adquisición. El primer estudio se basó en el análisis de cuatro empresas de internet concretamente, Alphabet, Amazon, Facebook y Twitter. El procedimiento que siguió esta empresa fue estimar el Ebitda Modificado de cada una de ellas para el ejercicio 2017 y dividió el valor de mercado de estas compañías, calculado a partir del precio de cierre de sus acciones de la sesión del 10 de junio de 2016, entre las previsiones previamente calculadas. De este ejercicio obtuvo que el múltiplo de Ebitda medio de las compañías seleccionadas era de 13.4x. Por tanto, determinaron que el precio se fijaría en un rango comprendido entre 12x y 18x del Ebitda Modificado de LinkedIn para 2017 predicho por los analistas y la propia compañía.

En concreto, según las predicciones de los analistas el valor de la acción se encontraría en un rango de entre 110,46\$ y 158,89\$ mientras que, según los datos ofrecidos por la propia empresa, el precio de las acciones quedaría comprendido entre los 122,35\$ y los 176,71\$.

A continuación, realizó otro análisis pero con el objetivo de determinar en qué múltiplos de Ebitda se habían movido otras transacciones similares en los últimos años que se indican en el siguiente cuadro.

*Tabla 2: Transacciones analizadas por Microsoft para determinar el precio a pagar por LinkedIn.*

<b>Fecha</b>	<b>Target</b>	<b>Comprador</b>
Mayo 2011	Skype	Microsoft
Noviembre 2012	KAYAK	The Princline Group
Junio 2014	OpenTable	The Princline Group
Julio 2014	Trulia	Zillow Group
Septiembre 2014	Move	News Corporation
Septiembre 2014	Conversant	Alliance Data Systems
Febrero 2015	Orbitz Worldwide	Expedia
Mayo 2015	AOL	Verizon Communications
Julio 2015	Xoom Corporation	PayPal Holdings
Agosto 2015	Zulily	Liberty Media Corp.
Noviembre 2015	HomeAway	Expedia

Fuente: U.S. Securities and Exchange Commission.

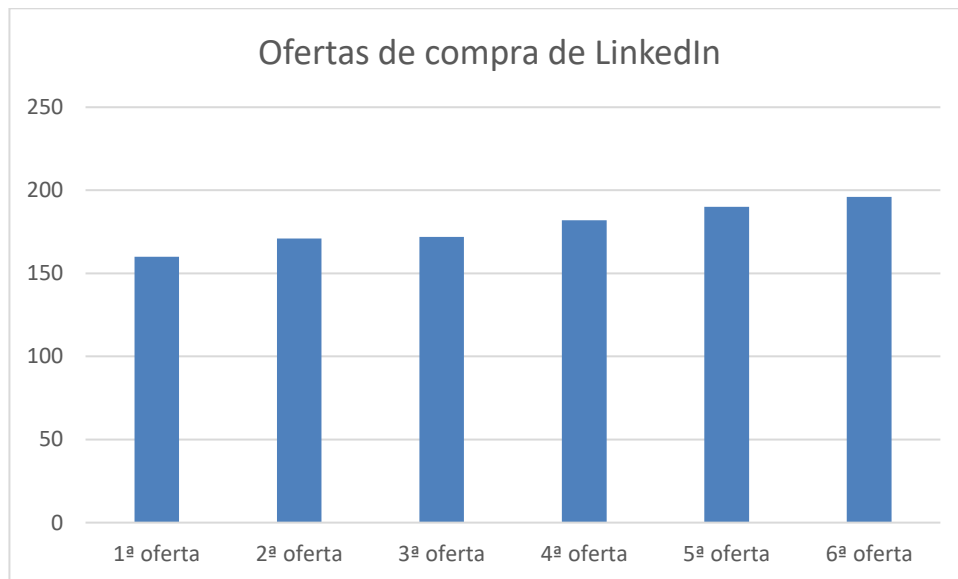
Con estas empresas siguió el mismo procedimiento que se ha explicado anteriormente y determinó un intervalo comprendido entre 17x y 27x que dependería del Ebitda Ajustado de LinkedIn a fecha del 31 de mayo de 2017. Según este criterio, el precio a pagar por cada acción de LinkedIn oscilaría entre 139,36\$ hasta 213,39\$.

Tras estos análisis, el 4 de mayo de 2016 Microsoft lanzó una oferta no vinculante por valor de 160\$ por cada acción de LinkedIn quien no aceptó las condiciones de la transacción.

En consecuencia, 5 días después Microsoft aumentó su oferta a 171\$ por acción aunque de nuevo fue rechazada por LinkedIn, al igual que una posterior oferta de 172\$ por título.

Más tarde se presentó de nuevo otra oferta, en este caso de 182\$ por acción a la que los directivos de LinkedIn respondieron que la compañía no se vendería por menos de 200\$ por título. Microsoft revisó la oferta y la subió a 190\$ pero se rechazó nuevamente. Finalmente, el 11 de junio de 2011 se presentó la oferta final con un precio por acción de 196\$ que sí fue aceptada por el equipo de LinkedIn por lo que el día 13 de junio se hizo público el acuerdo entre las dos partes.

Gráfico 16: Evolución de las ofertas de compra lanzadas por Microsoft para adquirir LinkedIn (dólares por acción).



Fuente: U.S. Securities and Exchange Commission.

En este apartado queremos también comentar cuales son las sinergias que esta operación puede aportar a Microsoft.

En primer lugar, le aporta acceso a una nueva red de usuarios a partir de los cuales puede obtener importante información relevante para su negocio, lo conocido como Big Data.

Por otro lado, puede incorporar LinkedIn como una herramienta o servicio adicional que ofrece Microsoft dentro de sus packs de productos. De hecho, según los analistas, la intención de la compañía era incorporar esta red social a Dinamics 365, una potente herramienta de Microsoft que ofrece soluciones a empresas de forma que les facilite los procesos de selección.

Además, con esta transacción se adentra en un nuevo mercado adelantándose así a sus competidores.

Por nuestra parte, el objetivo era realizar un estudio similar al llevado a cabo por el asesor de Microsoft para determinar si el precio pagado por LinkedIn se ajustaba a las condiciones de mercado y de la empresa. Por ello, a partir del EBITDA de 2015 hemos realizado proyecciones según tres escenarios distintos.

Además, dada la importancia que tienen los usuarios en las redes sociales, hemos considerado oportuno realizar un análisis paralelo basado en analizar el valor por usuario de distintas redes sociales que cotizan en bolsa y algunas de las más recientes adquisiciones en el sector para compararlas con el precio de adquisición de LinkedIn.

### 3.3.2. Análisis por múltiplos de EBITDA.

Para obtener la valoración de LinkedIn por múltiplos de EBITDA hemos tenido que realizar proyecciones a partir del EBITDA del año 2015, último año disponible. Teniendo en cuenta como había crecido esta partida en los últimos años, se han establecido unos porcentajes de crecimiento anual para el futuro planteados en tres escenarios distintos: uno pesimista, otro moderado y otro optimista.

Los porcentajes de crecimiento asignados a cada uno de los escenarios se muestran a continuación:

Tabla 3: Porcentaje de crecimiento anual del EBITDA para cada escenario.

ESCENARIO	OPTIMISTA	MODERADO	PESIMISTA
PORCENTAJE	80%	27%	10%

Fuente: Elaboración propia.

A la hora de decidir que porcentaje se aplicaba a cada escenario, hemos tenido en cuenta la evolución del EBITDA que se muestra en el gráfico 11. Lo que obtenemos de esta información es que considerando los últimos cinco años, el crecimiento anual del EBITDA ha sido del 51% y del 27% si sólo tenemos en cuenta los últimos tres años.

Con el fin de realizar unas proyecciones conservadoras, hemos considerado como escenario moderado esta media de los últimos tres ejercicios y, a partir de ellas, hemos asignado los valores a los otros dos escenarios.

Tabla 4: EBITDA resultante tras aplicar los crecimientos de cada uno de los escenarios. Año base: 2015.

ESCENARIO	CRECIMIENTO	2016	2017	2018	2019	2020
OPTIMISTA	80%	485,1	873,2	1571,7	2829,1	5092,4
MODERADO	27%	342,3	434,7	552,0	701,1	890,4
PESIMISTA	10%	296,5	326,1	358,7	394,6	434,0

Fuente: Elaboración propia.

Una vez obtenidas las proyecciones, se ha considerado el múltiplo de EBITDA medio del sector de 13,4x obtenido a partir del estudio realizado por los asesores de Microsoft para analizar la transacción. Los resultados se muestran en la siguiente tabla:

Tabla 5: Valor empresa resultante según las proyecciones de EBITDA y el múltiplo considerado.

ESCENARIO	MÚLTIPLO	2016	2017	2018	2019	2020
OPTIMISTA	13,40	6.500,34	11.700,61	21.061,10	37.909,98	68.237,97
MODERADO	13,40	4.586,35	5.824,67	7.397,33	9.394,60	11.931,15
PESIMISTA	13,40	3.972,43	4.369,67	4.806,64	5.287,30	5.816,03

Fuente: Elaboración propia.

Para fijar el precio de la transacción, como se ha explicado anteriormente se tuvo en cuenta el valor del EBITDA para el ejercicio 2017 por lo que será el año que tomaremos

como referencia. Por tanto, según el escenario Optimista el valor empresa de LinkedIn es de 11.700,61 millones de dólares, 5.824,67 según el moderado y 4.369,67 millones de dólares para el pesimista.

Como bien sabemos, la transacción se cerró con un valor de 26.200 millones de dólares, valor que se asemeja más al del escenario optimista de 2018 que a ninguno de los obtenidos para el 2017.

En este caso, podemos concluir que nuestras proyecciones no se corresponden con las realizadas por la empresa asesora de Microsoft. Entendemos que esto la diferencia se debe a que sus proyecciones fueron menos conservadoras que las de este estudio.

### 3.3.3. Análisis por usuarios.

Ya que LinkedIn es una red social, es decir, que su principal activo son sus usuarios, hemos considerado oportuno realizar una valoración por usuarios tras una comparación del valor de empresas similares del sector y, seguidamente, comparando el valor por usuario en transacciones en las que las compañías participantes pertenecían al sector.

#### a. Análisis de compañías similares.

En primer lugar, vamos a analizar cuál es el valor por usuario de Facebook, Twitter, Groupon, Netflix y Snapchat.

Las compañías han sido seleccionadas atendiendo a los siguientes criterios:

- Todas estas empresas se pueden englobar en el sector electrónico.
- Tres de ellas (Facebook, Twitter y Snapchat) son redes sociales al igual que LinkedIn y, aunque Netflix y Groupon no tienen el mismo modelo de negocio que el caso que nos ocupa, sí tienen una fuerte dependencia de su volumen de usuarios.
- Todas son empresas que en la actualidad cotizan en bolsa por lo que la información de estas compañías es pública y se puede realizar un análisis más exhaustivo de las mismas.

Con el objetivo de determinar si un inversor valora más el volumen de usuarios que gestiona una empresa o, sus resultados financieros, hemos realizado un estudio con las compañías anteriormente citadas en el que, a través de cuatro indicadores financieros: Capitalización Bursátil, Ingresos, Ebitda y Beneficio Neto, obtenemos el valor por usuario de cada empresa. (En el anexo 1 se recogen los datos principales de estas empresas).

La siguiente tabla recoge los principales resultados:

*Tabla 6: Resultados obtenidos del estudio y expresados en miles de millones de dólares. Datos actualizados a fecha 15 de Junio 2017.*

Empresa	Usuarios	EV/Usuarios	Ingresos/Usuarios	Ebitda/Usuarios	BºNeto/Usuarios
Facebook	1,9	228,49	14,54	6,54	5,37
Twitter	0,32	40,62	7,90	-1,14	-1,42

Snapchat	0,15	133,63	0,25	-0,69	-0,69
Groupon	0,048	37,47	65,07	-2,25	-3,78
Netflix	0,093	697,32	94,13	4,04	1,98

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas.

Como puede observarse en la tabla anterior, los usuarios de Netflix y Facebook son los mejor valorados teniendo en cuenta las cuatro categorías. Esto se debe a que en ambos casos los usuarios generan altos rendimientos económicos a las empresas por lo que se entiende que el inversor está dispuesto a pagar más por ellos. En el caso de Netflix, este valor es tan alto porque cada usuario debe pagar una cuota de suscripción para disfrutar del contenido que ofrece la compañía, es decir, contrariamente al resto de las empresas analizadas, casi el total de sus usuarios le reportan un ingreso y, además, son ingresos predecibles. Este rasgo es lo que claramente diferencia la estructura del negocio de Netflix respecto a LinkedIn o cualquier otra red social.

En Facebook, aunque los usuarios no pagan por el uso de la plataforma, la compañía consigue obtener ingresos a través de otras vías como puede ser la publicidad o con la venta de información para Big Data.

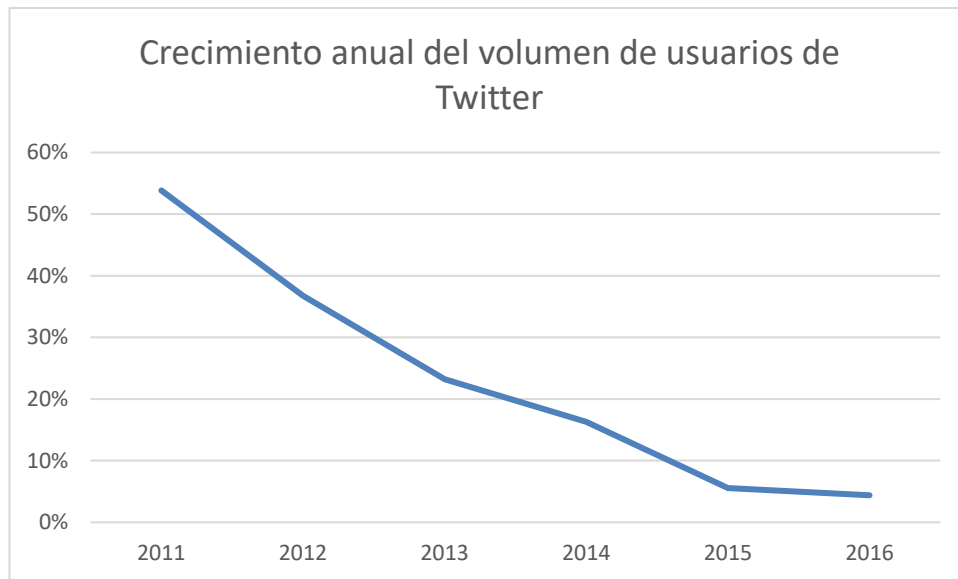
Por otro lado, destaca el caso de Snapchat que pese a presentar resultados negativos y ser la empresa que menores ingresos presenta por cada usuario, cuenta con una valoración de más de 133\$ por cada uno de sus clientes. Esto se puede deber a que los inversores esperan que la empresa experimente un fuerte crecimiento en los próximos años y presente nuevas líneas de negocio o de ingresos que le acaben reportando unos resultados positivos.

El caso de Twitter es similar. El valor que representa cada usuario según su capitalización bursátil es de 40,62\$, mucho inferior al de Snapchat a pesar de que cada uno de ellos le genera unos ingresos 7 veces mayores. En concreto, por cada usuario ingresa 7,90 dólares, pero finalmente el Ebitda y beneficio neto son negativos.

Este menor valor de los usuarios de Twitter puede deberse a que la compañía está presente en el mercado desde hace más años y a la reiteración de resultados negativos que desincentivan a los inversores.



Gráfico 17: Crecimiento anual del volumen de usuarios de Twitter en porcentaje para el período 2011-2016.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Statista.

Además, tal y como se observa en el gráfico anterior, el crecimiento anual de usuarios en la red social ha caído considerablemente en los últimos 3 años manteniéndose en niveles bastante estables. Esto conlleva a un crecimiento más lento de la compañía y con ello, es más difícil conseguir un incremento considerable de los ingresos que lleve a la empresa a conseguir resultados positivos. Por tanto, esta situación repercute de nuevo negativamente sobre las expectativas de los inversores, genera una caída del precio de las acciones y explicaría que los usuarios de Twitter tengan menor valor que los de otras empresas como Facebook o Snapchat que presentan situaciones distintas.

Por último, podríamos decir que el caso de Groupon es distinto ya que, aunque cada usuario le reporta unos ingresos de 65,07\$, siendo la segunda de las compañías analizadas con mayores ventas por usuario, finalmente su Ebitda y Beneficio neto son también negativos por lo que el valor de cada miembro de su red de clientes según su capitalización bursátil es de tan sólo 37,47\$, ocupando la posición más baja en comparación con las otras empresas analizadas.

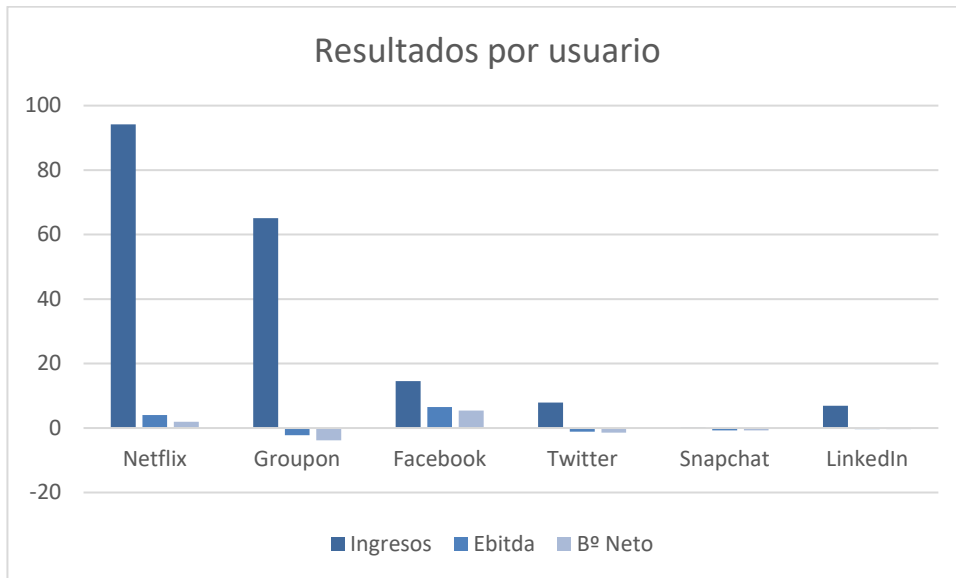
Vamos a ahora a analizar cuál era la situación de LinkedIn previamente a que se anunciara la oferta de compra por parte de Microsoft a mediados de junio de 2016. Concretamente el 10 de junio de 2016, las acciones de la red social tenían un valor de 131,08\$ cada una por lo que el valor de mercado de la empresa ascendía a 17.766.185.503\$. Teniendo en cuenta que en aquel momento la compañía contaba con alrededor de 430 millones de usuarios, el valor de cada miembro de LinkedIn según la capitalización bursátil era de 41,32\$ (Tabla 4). Como se ha explicado anteriormente, y del mismo modo que Twitter, esta empresa ya llevaba varios años cotizando en el mercado bursátil y los últimos resultados negativos no gustaron a los inversores por lo que castigaron a la compañía en bolsa llegando a generar caídas en el precio de la acción cercanas al 48%.

Tabla 7: Resultados del estudio de la empresa LinkedIn a fecha 10 de junio de 2016 expresados en miles de millones.

Empresa	Usuarios	EV/Usuarios	Ingresos/Usuarios	Ebitda/Usuarios	BºNeto/Usuarios
LinkedIn	0,43	41,31	6,95	-0,34	-0,38

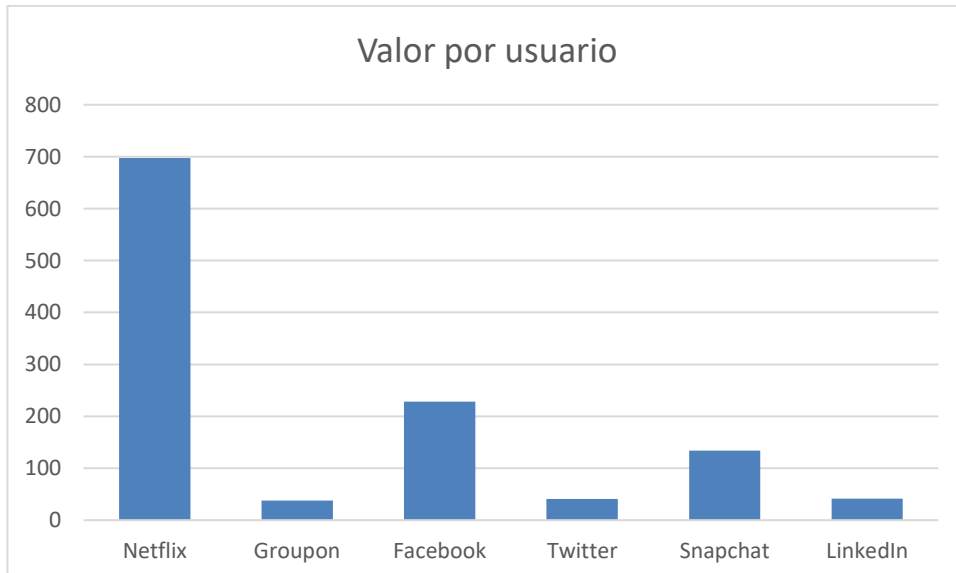
Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la empresa.

Gráfico 18: Ingresos, EBITDA y Beneficio Neto por usuario de las compañías analizadas en dólares.



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas.

Gráfico 19: Valor por usuario según capitalización bursátil.



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de las empresas.

Si, con la ayuda del gráfico 18, analizamos LinkedIn en el momento de su adquisición respecto a la situación actual del resto de empresas, observamos que LinkedIn y Twitter tienen unos resultados por usuario bastante similares, como ya se ha explicado

anteriormente. Del mismo modo, como se observa en el gráfico anterior, el valor de sus usuarios atendiendo al valor de mercado de las compañías es similar. Y según lo explicado previamente, el caso contrario es Snapchat mientras que la valoración de Facebook responde a la capacidad de esta red social de generar beneficios positivos.

Además, tras este estudio podemos concluir que Netflix y Groupon, aunque sí servirían como comparables en ciertos casos por ser empresas muy condicionadas por su nivel de usuarios, no son buenos referentes para el caso que nos ocupa pues no se comportan del mismo modo que la empresa objeto de estudio. Principalmente, porque los ingresos de estas empresas son más predecibles por ser ingresos de suscripción frente a los ingresos por publicidad o venta minorista que generan el resto de redes sociales analizadas. Este tipo de ingresos son mejor valorados por los inversores y es lo que otorga a los usuarios de Netflix una valoración tan elevada. Sí que nos servirían como referencia el resto de empresas al tratarse de redes sociales al igual que LinkedIn.

*b. Análisis de adquisiciones similares.*

En primer lugar y por orden cronológico, un caso destacable es la adquisición de Youtube por Google en 2006.

Se trataba de una empresa joven, con tan sólo 19 meses de vida y 65 empleados, pero que ya contaba con 30 millones de usuarios activos al mes, con una gran acogida en el mercado, sobre todo en el estadounidense, y una rápida expansión. La dificultad para analizar esta transacción se encuentra en que, al ser una empresa tan reciente, Youtube no hacía públicas sus cuentas anuales por lo que la única información financiera de la que disponemos es que, en el momento de la compra, los resultados de la compañía eran negativos. Aun así, Google pagó por ella 1.650 millones de dólares, lo que equivale a 55\$ por cada usuario.

El objetivo de Google al realizar dicha operación era más bien estratégico que económico. Según la mayoría de informes publicados años después, lo que perseguía era adelantarse a cualquier competidor, adentrarse en un nuevo mercado en el que ya tenía presencia, pero no demasiado significativa y formar redes sociales con el intercambio de videos que le pudieran aportar otro tipo de sinergias.

Si analizamos Youtube más recientemente, según los datos ofrecidos por la compañía sabemos que en 2014 sus ingresos supusieron un 6% de las ventas de Google, lo que supone alrededor de 4.000 millones de dólares. Sin embargo, no contribuyó a las ganancias.

Otra adquisición bajo pérdidas de una red social es el caso de Skype, también por Microsoft que pagó 8.500 millones de dólares. En aquel momento, Skype contaba con 663 millones de usuarios por lo que se pagó un total de 12,82\$ por cada miembro de la comunidad de la plataforma. La empresa ingresaba 859 millones, tenía un Ebitda de 20 millones de dólares, pero un beneficio neto negativo.

El objetivo de dicha transacción tenía, por un lado, un fin estratégico o de posicionamiento de la empresa y, por otro, un fin más económico y basado en la adaptación de esta plataforma al sistema operativo de Microsoft para móviles, el Windows Phone, con el desarrollo en versión móvil de una de las herramientas más utilizadas en comunicación por internet.

Por otro lado, Microsoft pretendía con dicha compra adentrarse en el mundo de las tecnologías y mostrar la visión de futuro de la compañía hacia la digitalización y las redes sociales además de hacerse con una marca de reconocido prestigio en Internet. Aunque el valor por usuario no es muy elevado respecto a lo visto anteriormente, esta fue, hasta el momento, la compra más cara que había realizado la empresa de software.

Años después, destacan las compras de Instagram y WhatsApp por el gigante Facebook, en 2012 y 2014 respectivamente.

En el primer caso desembolsó un total de 1.000 millones de dólares, lo que equivale a 100\$ por usuario mientras que, para el caso de WhatsApp, el valor de la transacción fue de 21.800 millones que supone una valoración de 42\$ por cada usuario. En el caso de Instagram, las sinergias se observan claramente. Se trata de una de las redes sociales más utilizadas además de Facebook, con una amplia red de usuarios y con características que pueden implantarse fácilmente a los productos de la red social adquiriente. Lo significativo en esta operación es que, previamente a la transacción, Instagram estaba valorada en 500 millones de dólares, es decir, justo la mitad de lo ofrecido por la empresa de Zuckerberg.

Son las sinergias que podía ofrecer esta compra a Facebook las que llevaron a la compañía a duplicar el precio principalmente por el tráfico de red ya que mientras que en la plataforma de Facebook se colgaban unos 250 millones de fotos al día, en Instagram con muchos menos usuarios, se publicaban 150 millones de imágenes diariamente. Esta operación posicionó a Facebook al lado de fuertes compañías del sector como Google que son capaces de comprar empresas innovadoras con el objetivo de desarrollarlas y expandirlas.

Por el lado de WhatsApp, se trata de una compra estratégica que hace a Facebook propietario de la empresa de mensajería móvil más grande del mundo con más de 600 millones de usuarios. La unión de este volumen de usuarios con los que ya formaban parte de la red de Facebook hizo que las instituciones analizaran detenidamente la transacción con el fin de evitar una situación de monopolio. Finalmente, la operación fue aprobada porque se consideró que Messenger, el servicio de mensajería de Facebook, no era competidor directo de WhatsApp. En este caso, la compañía nunca ha hecho públicas sus cuentas por lo que se desconocen los ingresos y gastos que generaba la aplicación. Tan sólo se sabe que la compañía era gestionada por un total de 55 empleados. Según los analistas el precio pagado se ha fijado atendiendo a los usuarios, las sinergias que puede aportar a la empresa y según el método de pago porque más de la mitad del precio de compra ha sido abonado con acciones de Facebook. A cambio de esta condición, el precio de la transacción ha aumentado.

Tabla 8: Cuadro resumen con los datos principales de las transacciones analizadas.

FECHA	TARGET	COMPRADORA	VALOR POR USUARIO	VALOR DE LA OPERACIÓN	Bº NETO
10/10/2006	Youtube	Google	55\$	1.650M\$	-
10/05/2011	Skype	Microsoft	13\$	8.500M\$	+
09/04/2012	Instagram	Facebook	100\$	1.000M\$	¿?
07/10/2014	WhatsApp	Facebook	42\$	21.800M\$	¿?

Fuente: Datos públicos de las transacciones

En conclusión, tras analizar estas adquisiciones y como se observa en el cuadro anterior, podemos determinar los siguientes puntos:

- El criterio principal que siguen los inversores es el número de usuarios frente a otros aspectos como los beneficios que genera la compañía. Este es el caso de Youtube o Instagram.
- El valor de la operación es mayor cuanto más recorrido y expansión por delante tiene la empresa. Es por ello que el valor por usuario pagado por Instagram fue mayor que el de Skype que ya tenía una fuerte presencia en el mercado y era una marca reconocida y más madura.
- En función de las sinergias que le pueda generar la transacción a cada comprador, estarán dispuestos a pagar un mayor o menor precio.
- Influyen otros factores como el método de pago que pueden alterar el valor de una transacción al alza o a la baja como es el caso de WhatsApp. En el momento en que se anunció la operación, Facebook ofreció 3.000 millones por debajo del precio de cierre de la transacción que finalmente ascendió por las condiciones de pago pactadas (la mitad del precio se abonaría con acciones de Facebook en lugar de efectivo).

*c. Conclusiones tras el estudio por usuarios.*

Teniendo esto en cuenta, pasemos a analizar el caso de LinkedIn.

Atendiendo a las características de la compañía y comparándola con otras similares, podríamos concluir que el valor por usuario de LinkedIn según su capitalización bursátil se encuentra dentro de los rangos establecidos por el mercado. Al tratarse de una red social bastante consolidada, con posibilidad de crecimiento en los próximos años, pero con resultados negativos tras bastantes ejercicios en el mercado, su valoración no es tan elevada como la de otras redes sociales, por ejemplo, Facebook que sí obtiene rentabilidad de sus usuarios o como Snap que, aunque tiene pérdidas, se considera en una fase menos madura y de expansión que genera mayores expectativas sobre los inversores por lo que se incrementa su valoración.

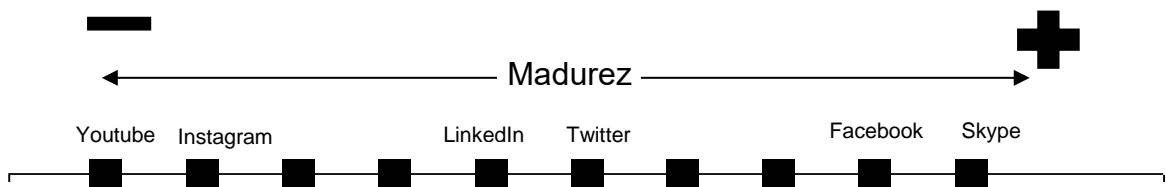
Por tanto, podríamos decir que Microsoft hubiera hecho una buena compra si hubiera pagado alrededor de 42\$ por cada usuario de LinkedIn. Sin embargo, teniendo en cuenta que la compañía contaba en el momento de la transacción con 430 millones de usuarios, Microsoft pagó un total de 60,93\$ por cada uno de los usuarios de la red social por lo

que nos surge una pregunta. ¿A qué se debe esta diferencia de valor de casi 20\$ por cada miembro de LinkedIn?

Nos centramos para ello en los resultados obtenidos del análisis de otras transacciones similares.

Teniendo en cuenta que el mayor valor se ha pagado por empresas muy jóvenes con una vida inferior a los 2 años como es el caso de Youtube e Instagram y que el menor precio se ha pagado a la empresa más consolidada en el mercado pese a tener resultados positivos y el mayor volumen de usuarios respecto al resto de transacciones analizadas, obtenemos que podemos establecer un ciclo para este tipo de empresas en el que además, influyen otras variables como los usuarios y los resultados financieros.

Gráfico 20: Madurez de las empresas participantes en las operaciones analizadas.



Fuente: Elaboración propia.

Según lo visto en el análisis de las transacciones anteriores, uno de los factores determinantes para fijar el precio es el grado de madurez de las empresas a adquirir porque esto determina cual es el margen de expansión de cada una de ellas. En el caso de LinkedIn, se encuentra en un ciclo intermedio porque ya lleva en el mercado muchos años, su volumen de usuarios es importante pero, aun así, tiene aún bastante margen de crecimiento tanto en clientes, pues como se ha explicado antes su número de usuarios sigue creciendo año a año, como en nuevas áreas de negocio. Además, puede ampliar su presencia o expandirse a otras áreas geográficas donde su cuota de mercado todavía no es muy significativa.

Este factor está directamente relacionado con el número de usuarios. Es de suponer que si una red social se está desarrollando y expandiendo, cuánto más tiempo lleve en el mercado, más número de usuarios tendrá. Sin embargo, puede darse el caso de que el crecimiento se estanque como le ha ocurrido a Twitter o que, aun siendo una empresa muy joven, su tráfico de usuarios y de red sea muy elevado como ocurrió con Instagram. En este caso, además de ser una empresa innovadora y con mucha trayectoria por delante, en poco tiempo ya contaba con 10 millones de usuarios y un tráfico de red muy elevado y esto se vio reflejado en el precio por usuario que se pagó en la transacción. Para este caso, además, desconocemos el tercer factor influyente: los resultados económicos.

Si estos resultados eran positivos, se justificaría todavía más el elevado precio pagado por usuario.

El caso de LinkedIn es distinto. Como ya hemos dicho, es una empresa más consolidada aunque aún tiene recorrido por delante y sus resultados son negativos. Estos dos factores pueden influir negativamente en la fijación del precio de la transacción. Sin embargo, el hecho de que su red sea tan extensa le aporta valor. Podríamos decir que se encuentra en un rango medio si clasificamos las transacciones anteriores en función de estos tres factores.

El precio medio por usuario pagado en las operaciones anteriores es de 52.5 dólares y un volumen medio de usuarios de 325 millones. Teniendo en cuenta que LinkedIn tiene 430 millones de usuarios activos al mes y que su situación se encuentra en la media de las analizadas anteriormente, es justificable el valor de la transacción. Debido a que LinkedIn tiene un millón más usuario que la media observada, el precio por usuario que ha cobrado es 10 dólares superior a la media.

## 4. CONCLUSIONES

Finalmente, tras analizar todos los factores que pueden influir en la fijación del precio de una transacción para empresas con las características concretas de LinkedIn, podemos concluir que el precio por usuario fijado por Microsoft para adquirir la red social se ajusta a los precios de mercado para operaciones similares si tenemos en cuenta como se ha movido el sector en transacciones similares y según el valor empresa de compañías parecidas.

Podríamos decir que en la parte alta del ranking, es decir, los usuarios mejor valorados, son aquellos que pertenecen a empresas que tienen alguna o una combinación de las siguientes características:

- Empresas de reciente creación con un crecimiento muy rápido tanto de usuarios como de tráfico de red (Instagram).
- Usuarios con rendimientos establecidos y conocidos que generan estabilidad a la compañía pues no dependen de publicidad u otros factores que son de difícil control por la empresa (Netflix).
- Empresas consolidadas en el mercado pero cuyos usuarios les generan rendimientos positivos considerables (Facebook).

En concreto hemos analizado diversas empresas y cuatro transacciones del sector en los últimos años. Cada una de las compañías y operaciones estudiadas tienen características diferentes por lo que algunas de ellas cumplen alguno o varios de los requisitos expuestos anteriormente mientras que otras no, y esto, nos ha permitido observar que si comparamos LinkedIn con las redes sociales cotizadas en bolsa, la empresa que más se le asemeja es Twitter y esto se refleja también en su valor por usuario según su capitalización bursátil.

Por otro lado, si comparamos la transacción de LinkedIn con el resto de operaciones analizadas, podemos concluir que se encuentra en un punto intermedio, es decir, ni tiene unas características tan buenas como Instagram con un valor por usuario de 100\$, ni tan poco recorrido en el mercado como Skype por la que sólo se pagaron 13 dólares por usuario.

La media de estas transacciones se encuentra en 52\$ por usuario y un volumen medio de 325 millones de usuarios. Considerando que en la transacción el valor por usuario de LinkedIn resultó de 61\$ y que contaba con un total de 430 millones de usuarios, podemos concluir que el precio pagado por Microsoft se ajusta a las condiciones de mercado y a las características concretas de LinkedIn.

Contrariamente, de la valoración por múltiplos de EBITDA no podemos obtener resultados concluyentes pues los valores empresa obtenidos en todos los escenarios son muy distintos al valor de la transacción por lo que consideramos que nuestras proyecciones de EBITDA han sido mucho más conservadoras que las tenidas en cuenta por Microsoft, o bien, que el múltiplo aplicado ha sido mayor al considerado para nuestro estudio.

Por último, como se ha explicado anteriormente, la primera oferta lanzada por Microsoft era de 160\$ por acción que equivale a un valor empresa de 21.700 millones de dólares y 51\$ por cada usuario. Teniendo en cuenta que en este tipo de transacciones la primera oferta lanzada suele ser de mínimos, es decir, el precio mínimo que se está dispuesto a pagar dentro del rango establecido, es posible que el valor finalmente pagado se encuentre en la parte media/alta del rango preestablecido por Microsoft para hacerse con LinkedIn.

Con esta reflexión queremos llegar a que el precio de la transacción podría haber sido distinto como resultado de las negociaciones entre las partes intervinientes.

## 5. FUTURAS INVESTIGACIONES.

De cara a futuras investigaciones, sería interesante analizar como ha evolucionado la facturación de LinkedIn y si las sinergias que esperaba obtener Microsoft de esta compañía se han adaptado a sus expectativas.

Considero que realizar este estudio de nuevo es fundamental porque si los objetivos que Microsoft perseguía con esta compra, no se han conseguido con el paso de los años, el veredicto del precio de la transacción cambia, es decir, puede ser que el precio pagado actualmente por la adquisición de LinkedIn sí sea el correcto o al menos, considerable, mientras que, si en un futuro no se alcanzan los objetivos planteados, la transacción habría resultado cara para Microsoft.



## 6. ANEXOS

Anexo 1: Usuarios por zona geográfica en millones. Fuente: Statista

<b>País</b>	<b>Usuarios</b>
EEUU	128
India	35
Brazil	25
UK	20
China	20
Canada	12
Francia	11
Italia	8
Mexico	8
España	8
Australia	7
Países bajos	6
Indonesia	6
Rusia	5
Argentina	5
Turquía	5
Colombia	4
Sudáfrica	4
Filipinas	3
Chile	3
Bélgica	2
Suecia	2
Malasia	2
Venezuela	2
Emiratos Árabes Unidos	2
Portugal	2
Arabia Saudí	2
Nueva Zelanda	1
Noruega	1
Irlanda	1
Singapur	1
Hong Kong	1
Tailandia	1
Japón	1
Corea	1
Dinamarca	1

Anexo 2. Balance de LinkedIn en millones de dólares. Fuente: Thomson Reuters.

Assets (\$ Millions)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cash and Short Term Investments	90,0	93,0	577,5	749,5	2.329,3	3.443,3	3.119,4
Cash & Equivalents	90,0	93,0	339,0	270,4	803,1	460,9	546,2
Short Term Investments	--	0,0	238,5	479,1	1.526,2	2.982,4	2.573,1
Accounts Receivable - Trade, Net	24,3	58,3	111,4	203,6	302,2	449,0	603,1
Accounts Receivable - Trade, Gross	25,4	60,9	116,8	207,4	308,3	461,0	621,0
Provision for Doubtful Accounts	(1,1)	(2,7)	(5,5)	(3,8)	(6,1)	(11,9)	(18,0)
Total Receivables, Net	24,3	58,3	111,4	203,6	302,2	449,0	603,1
Prepaid Expenses	2,2	4,9	10,8	14,3	32,1	53,0	63,0
Other Current Assets, Total	4,7	16,1	26,3	51,3	91,9	176,8	149,7
Deferred Income Tax - Current Asset	1,7	--	--	--	--	--	--
Other Current Assets	3,0	16,1	26,3	51,3	91,9	176,8	149,7
Total Current Assets	121,2	172,2	725,9	1.018,8	2.755,5	4.122,1	3.935,1
Property/Plant/Equipment, Total - Gross	46,5	95,1	192,3	328,3	605,4	1.147,4	1.709,3
Buildings - Gross	2,2	6,5	12,1	44,4	116,9	235,8	369,8
Machinery/Equipment - Gross	43,0	84,3	172,1	266,9	459,7	668,1	1.028,2
Other Property/Plant/Equipment - Gross	1,4	4,4	8,0	17,1	28,8	64,2	87,2
Property/Plant/Equipment, Total - Net	25,7	56,7	114,9	186,7	361,7	740,9	1.047,0
Accumulated Depreciation, Total	(20,8)	(38,4)	(77,4)	(141,7)	(243,7)	(406,5)	(662,3)
Goodwill, Net	--	0,0	12,2	115,2	150,9	356,7	1.507,1
Intangibles, Net	0,3	5,2	8,1	32,8	43,0	131,3	373,1
Intangibles - Gross	0,6	6,5	13,0	47,3	68,8	183,0	559,6
Accumulated Intangible Amortization	(0,3)	(1,3)	(4,9)	(14,5)	(25,7)	(51,7)	(186,5)
Other Long Term Assets, Total	1,4	4,0	12,6	28,9	41,7	76,3	148,9
Other Long Term Assets	1,4	4,0	12,6	28,9	41,7	76,3	148,9
Total Assets	148,6	238,2	873,7	1.382,3	3.352,8	5.427,3	7.011,2
Liabilities (\$ Millions)							
Accounts Payable	4,9	12,9	28,2	53,6	66,7	100,3	162,2
Accrued Expenses	18,4	27,6	58,6	104,1	183,0	260,2	316,8
Other Current Liabilities, Total	26,0	65,0	139,8	257,7	392,2	522,3	709,1
Customer Advances	25,5	65,0	139,8	257,7	392,2	522,3	709,1
Income Taxes Payable	0,6	--	--	--	--	--	--
Total Current Liabilities	49,3	105,5	226,7	415,4	642,0	882,8	1.188,1
Total Long Term Debt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.081,6	1.126,5
Deferred Income Tax	0,5	6,6	18,6	27,7	14,9	0,0	--
Deferred Income Tax - LT Liability	0,5	6,6	18,6	27,7	14,9	0,0	--
Minority Interest	--	--	--	--	5,0	5,4	26,8
Other Liabilities, Total	1,7	1,9	3,5	30,8	61,5	132,1	201,1
Other Long Term Liabilities	1,7	1,9	3,5	30,8	61,5	132,1	201,1
Total Liabilities	51,5	114,0	248,7	473,9	723,4	2.101,9	2.542,6
Redeemable Preferred Stock, Total	88,0	88,0	--	--	--	--	--
Redeemable Convertible Preferred Stock	88,0	88,0	--	--	--	--	--
Preferred Stock - Non Redeemable, Net	15,4	15,8	--	--	--	--	--
Convertible Preferred Stock - Non Rdmb	15,4	15,8	--	--	--	--	--
Additional Paid-In Capital	13,7	25,1	617,6	879,3	2.573,4	3.285,7	4.588,6
Retained Earnings (Accumulated Deficit)	(20,1)	(4,7)	7,2	28,9	55,6	39,9	(129,1)
Other Equity, Total	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	(0,2)	9,1
Other Comprehensive Income	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	(0,2)	9,1
Total Equity	97,1	124,2	625,0	908,4	2.629,4	3.325,4	4.468,6
Total Liabilities & Shareholders' Equity	148,6	238,2	873,7	1.382,3	3.352,8	5.427,3	7.011,2

Anexo 3: Cuenta de pérdidas y ganancias de LinkedIn en M\$. Fuente: Thomson Reuters

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Revenue	120,1	243,1	522,2	972,3	1.528,5	2.218,8	2.990,9
Net Sales	120,1	243,1	522,2	972,3	1.528,5	2.218,8	2.990,9
Total Revenue	120,1	243,1	522,2	972,3	1.528,5	2.218,8	2.990,9
Cost of Revenue, Total	25,9	44,8	81,4	125,5	202,9	293,8	418,9
Cost of Revenue	25,9	44,8	81,4	125,5	202,9	293,8	418,9
Gross Profit	94,3	198,3	440,7	846,8	1.325,6	1.925,0	2.572,1
Selling/General/Admin. Expenses, Total	46,3	94,0	239,6	452,9	747,7	1.115,7	1.526,9
Selling/General/Administrative Expense	46,3	94,0	239,6	419,0	668,2	980,0	1.298,2
Labor & Related Expense	--	--	--	33,9	79,5	135,7	228,7
Research & Development	39,4	65,1	132,2	257,2	395,6	536,2	775,7
Depreciation/Amortization	11,9	19,6	43,1	79,8	134,5	236,9	420,5
Depreciation	11,9	19,6	43,1	79,8	134,5	236,9	420,5
Total Operating Expense	123,5	223,5	496,3	915,4	1.480,7	2.182,6	3.141,9
Operating Income	(3,4)	19,6	25,8	56,9	47,8	36,1	(150,9)
Interest Expense, Net Non-Operating	--	--	--	--	--	(6,8)	(50,9)
Interest Expense - Non-Operating	--	--	--	--	--	(6,8)	(50,9)
Interest/Invest Income - Non-Operating	0,4	(0,3)	(2,8)	0,4	1,4	1,8	(4,4)
Interest Income - Non-Operating	0,4	0,1	0,2	1,0	2,9	5,0	10,6
Investment Income - Non-Operating	0,1	(0,4)	(3,0)	(0,6)	(1,5)	(3,2)	(14,9)
Interest Inc.(Exp.),Net-Non-Op., Total	0,4	(0,3)	(2,8)	0,4	1,4	(5,0)	(55,3)
Other, Net	(0,2)	(0,3)	(0,1)	(0,2)	0,0	0,1	(8,5)
Other Non-Operating Income (Expense)	(0,2)	(0,3)	(0,1)	(0,2)	0,0	0,1	(8,5)
Net Income Before Taxes	(3,1)	19,0	22,9	57,1	49,2	31,2	(214,7)
Provision for Income Taxes	0,8	3,6	11,0	35,5	22,5	46,5	(50,0)
Net Income After Taxes	(4,0)	15,4	11,9	21,6	26,8	(15,3)	(164,8)
Minority Interest	--	--	--	--	--	(0,4)	(1,4)
Net Income Before Extra. Items	(4,0)	15,4	11,9	21,6	26,8	(15,7)	(166,1)
Net Income	(4,0)	15,4	11,9	21,6	26,8	(15,7)	(166,1)
Preferred Dividends	0,0	(12,0)	0,0	--	--	--	--
Total Adjustments to Net Income	0,0	(12,0)	0,0	--	--	--	--
Income Available to Com Excl ExtraOrd	(4,0)	3,4	11,9	21,6	26,8	(15,7)	(166,1)
Income Available to Com Incl ExtraOrd	(4,0)	3,4	11,9	21,6	26,8	(15,7)	(166,1)
Basic Weighted Average Shares	94,5	94,5	77,2	105,2	113,6	122,8	129,0
Basic EPS Excluding Extraordinary Items	(0,04)	0,04	0,15	0,21	0,24	(0,13)	(1,29)
Basic EPS Including Extraordinary Items	(0,04)	0,04	0,15	0,21	0,24	(0,13)	(1,29)
Dilution Adjustment	0,0	0,0	10,9	7,8	5,0	0,0	--
Diluted Net Income	(4,0)	3,4	22,8	29,4	31,8	(15,7)	(166,1)
Diluted Weighted Average Shares	94,5	94,5	199,0	153,5	141,3	122,8	129,0
Diluted EPS Excluding ExtraOrd Items	(0,04)	0,04	0,11	0,19	0,23	(0,13)	(1,29)
Diluted EPS Including ExtraOrd Items	(0,04)	0,04	0,11	0,19	0,23	(0,13)	(1,29)

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- Ansoff, I. Corporate Strategy. An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion. New York: McGraw-Hill Companies, 1965.
- Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E. New Evidence and Perspectives on Mergers. 2001. Journal of Economic Perspectives. Volume 15, Nº 2, 103-120.
- Bauer, H.H. & Hammerschmidt, M. Customer-based corporate valuation. Integrating the concepts of customer equity and shareholder value. Management Decision 43 (2005), 331-348.
- Cartwright, S. & Cooper, C.L. Mergers and Acquisitions: The Human Factor. Oxford: Butterworth-Heinemann Ltd, 1992.
- Cornelsen, J. What is the customer worth? Customer value analyses in relationship marketing on the basis of car buyers. Yearbook of Marketing and Consumer Research, 2002. Vol. 1, Nº 1, 27-46.
- Coyle, B. Corporate Finance. Mergers & Acquisitions. Chicago and London: Fitzroy Dearborn Publishers, 2000.
- Damodaran, A. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1994. (07/04/2017).
- EY, 2015. April-June 2015. First look. Global technology M&A. [pdf] UK. Available at: <<http://www.ey.com/es/es/newsroom/news-releases/news-ey-las-fusiones-y-adquisiciones-en-el-sector-tecnologico-alcanzan-cifras-record>> [Accessed 5 Junio 2017].
- Fernández, P., 1989. Fusiones, adquisiciones y control de empresas. Revista del Consejo Superior de Investigaciones Científicas, 39-59.
- Fernández, P., 2006. Métodos de valoración de empresas. [online] Available at: <<http://webprofesores.iese.edu/PabloFernandez/>> [Acceso el 18/04/2017].
- Fernández, P., 2015. Valoración de empresas y sensatez. 4ª Edición. Madrid. IESE, Universidad de Navarra.
- Gneiser, V.M., Heidemann, J., Klier, M. & Weib, C., 2009. Valuation of online social networks—an economic model and its application using the case of xing.com. In: Proceedings of the 17th European conference on information systems (ECIS '09), Verona, Italy, June 2009, pp 1333–1345
- Gupta, S., Lehmann, D.R. & Stuart, J.A. Valuating Customers. Marketing Science Institute,

2001. Nº 01-119.

- Jensen, M. The modern industrial revolution, exit, and control systems. 1993. *Journal of Finance* 48, 831-880.

- Jindal, S. & Sindhu, R. Determining the Social Network Worth: Analysis, Quantitative Approach, and Application. *Peerj PrePrints*, 2015.

- Karenfort, S. *Synergy in Mergers & Acquisitions: The Role of Business Relatedness*. Köln: Eul Verlag, 2011.

- Kazienko, P. & Musial, K., 2006. Social Capital in Online Social Networks. KES 2006, 10th International Conference on Knowledge-Based Intelligent Information & Engineering Systems, Special Session on Nature-inspired Data Mining, Lecture Notes in Artificial Intelligence LNAI 4252, 417-424.

- Kumar, P. Mergers and Acquisitions (M&A): The strategic concepts for the nuptials of corporate sector. *Innovative Journal of Business and Management*. July – Aug 2012, 60-68.

- Mascareñas, J. *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Madrid: Publidisa, 2011.

- McCann, J.E. & Gilkey, R. *Joining Forces. Creating & Managing Successful Mergers & Acquisitions*. New Jersey: Prentice Hall, Inc., 1988.

- Mitchell, M. & Mulherin, J. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. 1996. *Journal of Financial Economics* 41, 192-230.

- Pinto, Prakash & Balakrishna, C.H. Mergers and Acquisitions: Human and Cultural Issues. *SCMS Journal of Indian Management*. October – December 2006, 29-35.

- Porter, M.E. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: The Free Press, 1985.

- Reinartz, W.J. & Kumar, V. On the profitability of long-life customers in a noncontractual setting: an empirical investigation and implications for marketing. *Journal of Marketing*, 2000. Vol. 64, Nº 4, 17-35.

- Ross, S.A., Westerfield R.W., and Jaffe, J.F. *Finanzas Corporativas*. México: McGraw-Hill Companies, 2010.

- Sirower, M.L. *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York: The Free Press, 1997.

- Tomayo, M.P. & Piñeros, J.D. Formas de integración de las empresas. Revista Ecos de Economía. Abril 2007. Nº24.
  
- Trautwein, F. Merger Motives and Merger Prescriptions. Strategic Management Journal, Vol. 11 No. 4. John Wiley & Sons, 1990.
  
- United States Securities and Exchange Commission, 2016. Informe de la adquisición de LinkedIn. [pdf] Nueva York: United States Securities and Exchange Commission. Available at: < [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1271024/000110465916130837/a16-14187\\_1prem14a.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1271024/000110465916130837/a16-14187_1prem14a.htm) > [Accessed 2 Mayo 2016].