



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Análisis de las fusiones y adquisiciones. Impacto del medio de pago en el comprador

Autor: Ignacio Ramos de Lucas

Director: Jesús Javier Reglero Sánchez

Resumen

En este estudio se procederá al análisis del impacto del medio de pago de una fusión o adquisición en el comprador.

Tras el análisis de la rentabilidad obtenida por el comprador en una muestra comprendida de 15 de las mayores transacciones de fusión o adquisición del periodo 2016-2017, se concluye que financiar una transacción con efectivo genera una rentabilidad mayor para el comprador que la que se obtiene en aquellas transacciones financiadas con acciones.

Finalmente, se procedió, mediante el método del caso, al estudio de la transacción Bayer-Monsanto como transacción financiada en efectivo, y Enbridge-Spectra Energy Partners como transacción financiada con acciones, con el fin de determinar cuáles son las razones que hacen que la forma de financiación influya en la rentabilidad del comprador. Una de las principales razones es el riesgo que se corre al asumir deuda para conseguir efectivo, el cual hace que los compradores hayan realizado un análisis mucho más completo del vendedor, consiguiendo maximizar las sinergias obtenidas.

Abstract

This paper analyses the impact that the method of payment in a M&A deal has on the acquirer.

After the analysis of the return obtained by the acquirer in a sample composed of 15 of the largest M&A deals which took place during 2016-2017, it should be concluded that financing a deal with cash generates a greater return for the buyer than the one obtained in deals financed with shares.

Finally, there was a study of two deals using the case method: Bayer-Monsanto as a cash deal and Enbridge-Spectra Energy Partners as a stock deal. The purpose of using the case method with these transactions is to determine which are the reasons behind the influence of the method of payment on the buyer's return. One of the main reasons is the risk assumed by the buyer when he raises debt to gather the cash required to finance the deal, since this risk makes the buyer carry out a more thorough analysis of the seller, maximizing the value of the synergies achieved.

Palabras clave: fusión, adquisición, efectivo, acciones, rentabilidad, sinergias, financiación, comprador, Bayer, Monsanto, Enbridge, Spectra Energy Partners.

Keywords: mergers, acquisitions, cash, stock, return, synergies, financing, buyer, Bayer, Monsanto, Enbridge, Spectra Energy Partners.

Índice de contenidos

1.	<u>Introducción</u>	p.6
1.1	Propósito de la investigación.....	p.6
1.2	Contextualización del tema.....	p.6
1.3	Justificación del tema.....	p.8
1.4	Objetivos.....	p.9
1.5	Metodología.....	p.9
1.6	Estado de la cuestión.....	p.11
2.	<u>Resumen ejecutivo</u>	p.12
3.	<u>Descripción de la muestra de transacciones analizadas</u>	p.14
4.	<u>Análisis de la muestra de transacciones</u>	p.16
5.	<u>Análisis de dos transacciones</u>	p.23
5.1	Análisis de una transacción financiada en efectivo: Bayer-Monsanto.....	p.23
5.1.1	Descripción del comprador: Bayer.....	p.23
5.1.2	Descripción del vendedor: Monsanto.....	p.29
5.1.3	Análisis de la transacción.....	p.34
	A) Sentido de la transacción.....	p.34
	B) Financiación de la transacción.....	p.37
	C) Resultado de la transacción.....	p.38
5.2	Análisis de una transacción financiada con acciones: Enbridge-Spectra.....	p.41
5.2.1	Descripción del comprador: Enbridge.....	p.41
5.2.2	Descripción del vendedor: Spectra Energy Partners.....	p.47
5.2.3	Análisis de la transacción.....	p.52
	A) Sentido de la transacción.....	p.52
	B) Financiación de la transacción.....	p.55
	C) Resultado de la transacción.....	p.56
6.	<u>Conclusión</u>	p.59
7.	<u>Bibliografía</u>	p.63

Índice de gráficos

Gráfico I. Evolución de cotización de Bayer para el periodo 02-05-16 a 14-02-19	p.13
Gráfico II. Evolución de la cotización de Enbridge para el periodo 31-08-16 a 14-02-19.....	p.13
Gráfico III. Rentabilidad media para el comprador en función del medio de pago el día del anuncio de la transacción.....	p.17
Gráfico IV. Rentabilidad media para el comprador en función del medio de pago +1 semana del anuncio de la transacción.....	p.19
Gráfico V. Rentabilidad media para el comprador en función del medio de pago a largo plazo desde el anuncio de la transacción.....	p.20
Gráfico VI. Ventas de Bayer por segmento sobre el total.....	p.25
Gráfico VII. EBITDA de Bayer por segmento sobre el total.....	p.25
Gráfico VIII. Ventas de Monsanto por segmento sobre el total.....	p.30
Gráfico IX. EBIT de Monsanto por segmento sobre el total.....	p.30
Gráfico X. Evolución de la cotización de Bayer para el periodo 02-05-16 a 14-02-19.....	p.40
Gráfico XI. Ventas de Enbridge por segmento sobre el total.....	p.43
Gráfico XII. EBITDA de Enbridge por segmento sobre el total.....	p.43
Gráfico XIII. Ventas de Spectra Energy por segmento sobre el total.....	p.49
Gráfico XIV. EBITDA de Spectra Energy por segmento sobre el total.....	p.49
Gráfico XV. Evolución de la cotización de Enbridge para el periodo 31-08-16 a 14-02-19.....	p.58

Índice de tablas

Tabla I. Fusiones y adquisiciones en 2017.....	p.14
Tabla II. Fusiones y adquisiciones en 2016.....	p.14
Tabla III. Rentabilidad de la transacción para el comprador.....	p.16
Tabla IV. Principales magnitudes financieras de Bayer en 2017 y 2018.....	p.24
Tabla V. Campos de actividad de Bayer.....	p.24
Tabla VI. Resumen del plan estratégico de Bayer.....	p.27
Tabla VII. Principales magnitudes financieras de Monsanto en 2016 y 2017.....	p.29
Tabla VIII. Campos de actividad de Monsanto.....	p.30
Tabla IX. Resumen del plan estratégico de Monsanto.....	p.33
Tabla X. Resumen de la evolución de la cotización de Bayer.....	p.38
Tabla XI. Principales magnitudes financieras de Enbridge en 2017 y 2018.....	p.41
Tabla XII. Campos de actividad de Enbridge.....	p.42
Tabla XIII. Resumen del plan estratégico de Enbridge.....	p.45
Tabla XIV. Principales magnitudes financieras de Spectra Energy 2016 y 2018.....	p.48
Tabla XV. Campos de actividad de Spectra Energy	p.48
Tabla XVI. Resumen del plan estratégico de Spectra Energy	p.51
Tabla XVII. Resumen de la evolución de la cotización de Enbridge.....	p.56
Tabla XVIII. Comparativa entre la transacción Bayer-Monsanto y Enbridge-Spectra Energy	p.60

1. Introducción

1.1 Propósito de la investigación

El propósito de esta investigación consiste en determinar el impacto que tiene en la rentabilidad del comprador de una transacción de M&A su forma de financiación: con efectivo o con acciones; y por medio de un estudio empírico propio, determinar si se cumplen las conclusiones de autores como Huang y Walkling (1987), Franks, Harris y Mayer (1988), Eckbo y Langohr (1989) o Agrawal, Jaffe y Mandelker (1992), los cuales sostienen que los retornos obtenidos en una compra financiada con efectivo son mayores que aquellos de las que son financiadas con acciones; o Eckbo, Giammarino y Heinkel (1990), para los cuales una financiación mixta de efectivo y acciones sería lo óptimo en caso de encontrarnos en una situación de asimetría de información por parte del comprador y vendedor. Tras la determinación del impacto de dicha elección, se tratará de encontrar cuáles son las razones que hay detrás de los movimientos en la cotización de las acciones de comprador y vendedor en el corto y largo plazo.

El fin último, será elaborar un documento basado en hecho empíricos y teóricos que ayude a los dirigentes de las empresas a entender las consecuencias de las decisiones relacionadas con el M&A, y en caso de optar por llevarlas a cabo, hacerlo de la forma más beneficiosa, en términos de financiación y rentabilidad, para los objetivos de su empresa.

1.2 Contextualización del tema

De acuerdo con autores como Kargin (2001), en un entorno con simetría de la información, sin impuestos y sin costes de transacción, la elección entre uno u otro método de pago sería irrelevante, pero como el propio autor indica, no nos encontramos en un entorno de esas características.

Por ello, la elección del medio de pago en M&A cobra una especial importancia a la hora de estructurar la transacción, y la decisión que se toma al respecto

tendrá importantes consecuencias en el futuro, como por ejemplo, transmitir al mercado la impresión de que el equipo directivo de una compañía piensa que sus acciones están sobrevaloradas (Kaplan, 2016), el incremento significativo del apalancamiento de una empresa, o la dilución de la participación de los accionistas de la entidad adquirente.

En concreto, el comprador puede decidir entre tres medios de pago distintos: efectivo, acciones o una mezcla de ambas, todas ellas con sus ventajas e inconvenientes. El efectivo se puede obtener por medio de caja existente en la compañía, una ampliación de capital o a través del endeudamiento, ya sea en forma de bonos o de préstamos por parte de entidades financieras. Por su parte, el pago en acciones se realizará usando las acciones que el comprador pueda tener en autocartera o bien llevando a cabo una emisión de acciones.

Además, la elección del medio de pago está influida de manera significativa por el equipo gestor de las compañías. Reglero (2019) hace una exposición de la literatura y de las conclusiones existentes al respecto, citando a autores como Stulz (1988), o Gosh y Ruland (1988), los cuales establecen que aquellos gestores con una participación de control en la compañía tienden a evitar el pago mediante acciones para que su participación no se vea diluida o si no tienen una participación significativa, para mantener su situación de influencia sobre el accionariado que se encontraba previamente en la compañía.

Como se estableció en el propósito de la investigación, el fin de este estudio es determinar cómo afecta la elección del medio de pago a la rentabilidad del comprador y cuáles son las razones que lo sostienen. Para llevarlo a cabo, se tomará como base de datos unas 15 transacciones que se hayan producido principalmente en el mercado estadounidense en el periodo 2016-2017, cuyo tamaño sea grande (superior a los 10 mil millones de dólares) y en las que estén involucradas empresas cotizadas.

La razón de estos criterios es que son el tipo de transacciones sobre las que más información hay disponible y por lo tanto, permitirá conseguir unos resultados fiables, ya que la mayoría de las fuentes con las que se elaborará y analizará la base de datos consistirán en páginas web corporativas, periódicos y agencias de

comunicación especializadas en compañías y en el sector financiero, como por ejemplo, Thomson Reuters o Fortune.

1.3 Justificación del tema

Las fusiones y adquisiciones son sin duda un tema de gran importancia para nuestra sociedad desde sus comienzos. Para hacernos una idea del peso que tienen es preciso señalar que el año pasado tuvieron un valor total de 3.70 trillones de dólares (J.P. Morgan, 2018), lo que implica que tuvieron un valor superior al Producto Interior Bruto de países tan importantes como Reino Unido, Francia, Italia o España.

No obstante, no sólo es un tema relevante por la cantidad de dinero que moviliza, sino por el impacto que tiene en la sociedad. Desde un punto de vista teórico, las transacciones de M&A deberían conducir a una consolidación bien horizontal, bien vertical de los distintos mercados y sectores, consiguiendo de esta manera que las empresas sean más eficientes mediante el logro de sinergias, que harán que éstas puedan ajustar más sus márgenes y en consecuencia, reducir sus precios, lo cual va en beneficio de los consumidores; o en caso de que no reduzcan sus precios, al tener un margen mayor deberían repartir dividendos a los accionistas, aumentar el salario de sus trabajadores o invertir en nuevos proyectos. En cualquier caso, se generaría riqueza para la sociedad.

Sin embargo, es necesario analizar cómo la estructura de la financiación de una adquisición o fusión impacta en los accionistas del comprador, pues no es poco frecuente ver como las acciones de una compañía que acaba de anunciar la adquisición de otra se desploman en la bolsa de valores. Por ello, es preciso no sólo determinar cómo se financió la transacción, sino cuáles son las razones que llevaron al equipo directivo a buscar dicha transacción.

Con los hallazgos de este estudio, se podrá prevenir a los directivos de las compañías acerca del impacto que pueden tener sus actos, en ocasiones movidos por el mero ego, en la generación de valor para sus accionistas y en la generación de riqueza para la sociedad, los cuales han de ser los principales objetivos de una empresa.

También nos permitirá poner luz sobre la creencia común de que las fusiones y adquisiciones generan valor en la teoría, pero no en la práctica.

En palabras de Robert Bruner (2005), las transacciones de M&A son rentables, aunque los vendedores obtienen una rentabilidad mucho mayor a la de los compradores, los cuales suelen obtener una rentabilidad alrededor de su tasa interna de retorno; y en cuanto a la creación de valor neto por parte de la empresa combinada, la mayoría de los estudios afirman que se genera un valor neto positivo:

“[...] M&A does pay. These studies show that the shareholders of the selling firms earn large returns from M&A, that the shareholders of the buyers and sellers combined earn significant positive returns, and that the shareholders of buyers generally earn about the required rate of return on investment”. (Bruner, 2005).

1.4 Objetivos

Los objetivos perseguidos a lo largo de este estudio son los siguientes:

- Estudiar algunas de las mayores transacciones de M&A que se han hecho en el periodo 2016-2017
- Determinar cuál es la forma más popular de financiación de las transacciones: acciones vs efectivo
- Analizar el impacto que ha tenido la transacción en el comprador en el momento de la compra y con posterioridad
- Investigar cuáles son las razones por las que el mercado actúa de una u otra manera en virtud de la forma de financiación empleada

1.5 Metodología

Para llevar a cabo esta investigación, se elaborarán dos listados con unas 15 transacciones pertenecientes al periodo 2016-2017, principalmente de ámbito estadounidense.

Los criterios para la elaboración de los listados serán: la nacionalidad del comprador, pues son ellos los que financian la transacción con acciones o

efectivo; el tamaño del vendedor, pues la elección entre una u otra forma de financiación está muy influida por el tamaño de la empresa que quieres adquirir, pues no es lo mismo financiar una compra de 20 millones de euros que una de 20 mil millones de euros. No obstante, el listado estará compuesto por transacciones de gran tamaño. Por otro lado, también se intentará conseguir un equilibrio en cuanto al número de transacciones financiadas con efectivo y con acciones. Por último, es esencial que el comprador sea una empresa cotizada para poder analizar la evolución de sus acciones.

Una vez obtenidas las transacciones a analizar, se procederá a la evaluación del comportamiento de las acciones del comprador tanto en el momento del anuncio de la transacción como al cabo de 12-36 meses desde el anuncio, con el fin de determinar si el mercado cambió de opinión respecto a la transacción y algo que fue visto como un sinsentido al comienzo fue a la larga visto como algo positivo o viceversa.

El modo de analizar la rentabilidad consistirá en comparar el precio de cotización de las acciones del comprador en el cierre del día del anuncio de la transacción, una semana más tarde y a 14 de febrero de 2019, con el precio de cierre de la sesión anterior al día del anuncio.

Tras dicho estudio, se continuará con la elaboración de una tabla para mostrar los resultados obtenidos en cuanto a la rentabilidad de los compradores en función del tiempo (corto y largo plazo) y de la forma de financiación (efectivo o acciones).

Seguidamente, se tratará de buscar una explicación racional de dichos resultados mediante el apoyo, entre otros recursos, en literatura de algunos autores reconocidos en la materia, como Steve Kaplan (2016), el cual opina, entre otras cosas, que pagar con acciones manda el mensaje de que el equipo directivo del comprador piensa que su propio precio de cotización está sobrevalorado, o desde luego, no infravalorado.

Por último, se llevará a cabo un análisis en profundidad de dos transacciones concretas mediante el método del caso. De esta manera, se podrá dar una explicación más detallada de qué hay detrás de cada reacción del mercado, ya

que el uso de este método permite un mejor análisis, tanto cuantitativo como cualitativo, de los hechos. Esto permite una mejor comprensión de los hechos complejos (Zainal, 2007), y por tanto, unas mejores conclusiones. Además, este método ha sido internacionalmente reconocido, al ser el método utilizado por prestigiosas escuelas de negocios como la de Harvard o el IESE.

1.6 Estado de la cuestión

El impacto de la forma de financiación de una transacción de M&A en el comprador es una cuestión sobre la que hay extensas publicaciones escritas. Dichas publicaciones suelen abordar el tema desde un punto de vista estadístico o desde un punto de vista cualitativo, pero no es típico realizar un análisis desde las dos perspectivas.

La mayor parte de los estudios, como los realizados por autores como Huang y Walkling (1987), Franks, Harris y Mayer (1988), Eckbo y Langohr (1989) o Agrawal, Jaffe y Mandelker (1992), sostienen que los retornos obtenidos en una compra financiada con efectivo son mayores que aquellos de las que son financiadas con acciones. Sin embargo, hay otras publicaciones, como la de Eckbo, Giammarino y Heinkel (1990), en las que se argumenta que una financiación mixta de efectivo y acciones sería lo óptimo en caso de encontrarnos en una situación de asimetría de información por parte del comprador y vendedor.

También cabe citar la opinión de autores como Loughran y Vijh (1997) o Kaplan (2016), para los cuales la financiación de una transacción de M&A con acciones tiene una connotación negativa, pues indica al mercado que el equipo directivo de la compañía compradora piensa que sus acciones están sobrevaloradas. En consecuencia, cabría esperar que el comprador obtuviera unos retornos menores a los que obtendría de haber financiado la transacción con efectivo.

A lo largo del estudio se analizarán transacciones recientes desde un punto de vista tanto estadístico como cualitativo, y se podrá comprobar si se cumplen las conclusiones a las que llegaron los autores previamente mencionados.

2. Resumen ejecutivo

Tras haberse analizado 15 transacciones de M&A que se encontraban entre las 10 más grandes de 2016 y 2017, los datos concluyen que el método con el que se financian las transacciones afecta a la rentabilidad de los accionistas de la empresa compradora en forma de movimientos en el precio de cotización de sus acciones, y es que en aquellas transacciones en las que se utilizó efectivo exclusivamente, la rentabilidad media en el largo plazo es del 17,35% respecto del precio de cotización al cierre de la sesión del día anterior al anuncio de la transacción, frente a un 0,04% en las que se utilizó financiación combinada y frente a un -1,70% en aquellas en las que se utilizaron acciones de manera exclusiva.

De esta manera, se confirman las conclusiones obtenidas por autores como Huang y Walkling (1987), Franks, Harris y Mayer (1988), Eckbo y Langohr (1989) o Agrawal, Jaffe, y Mandelker (1992), que sostienen que las transacciones financiadas con efectivo generan unos retornos mayores que aquellas financiadas con acciones; o de autores como Kaplan (2016) o Loughran y Vijh (1997), los cuales, en línea con lo anterior, sostienen que pagar con acciones indica al mercado que la Dirección de la compañía compradora piensa que sus acciones están sobrevaloradas.

En particular, tras ese primer estudio general, se utilizó el método del caso para analizar en profundidad la transacción Bayer-Monsanto, como transacción pagada en efectivo, y la de Enbridge-Spectra Energy Partners, como transacción pagada en acciones. Pese a que pertenecen a industrias distintas, el tamaño de la transacción y el sentido estratégico focalizador (dirigido a reforzar la posición de la compañía en un negocio en el que ya se encuentra presente) de la misma en ambos casos, hacen de las dos transacciones buenos ejemplos para analizar los efectos que tienen las distintas formas de financiación en la cotización de las compañías.

Como se puede observar en los gráficos I y II, Bayer ha obtenido una rentabilidad en el largo plazo del 0,89% desde que se declaró la intención de compra de la compañía hasta que dictó la sentencia que declaró el glifosfato cancerígeno en

agosto de 2018, mientras que Enbridge ha tenido una rentabilidad del -3,20% desde el anuncio de la fusión hasta febrero de 2019.

Una de las principales razones que hacen que la financiación con efectivo sea más rentable es el riesgo que se corre al asumir deuda para conseguir efectivo, el cual hace que los compradores hayan llevado un análisis mucho más completo del vendedor, consiguiendo maximizar las sinergias obtenidas.

Gráfico I. Evolución de cotización de Bayer para el periodo 02-05-16 a 14-02-19



Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance

Gráfico II. Evolución de la cotización de Enbridge para el periodo 31-08-16 a 14-02-19



Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance

3. Descripción de la muestra de transacciones analizada

Para la elaboración del estudio se ha tomado una muestra de unas 15 transacciones, las cuales se pueden ver a continuación en las tablas I y II. Estas transacciones son tanto de fusión como de adquisición.

Tabla I. Fusiones y adquisiciones en 2017

Vendedor	Comprador	Valor (\$Mk)	Sector	Pago
Aetna Inc.	CVS Health Corp	72,05	Servicios Salud	efectivo & acciones
Twenty-First Century Fox Inc.	The Walt Disney Co.	68,67	Media	efectivo & acciones
Rockwell Collins Inc.	United Technologies Corp.	30,13	Tecnología Electrónica	efectivo & acciones
GGP Inc.	Brookfield Property Partners LP	28,05	Finanzas	efectivo & acciones
C.R. Bard Inc. (New Jersey)	Becton, Dickinson & Co.	23,79	Tecnología Salud	efectivo & acciones
Mead Johnson Nutrition Co.	Reckitt Benckiser Group Plc	17,71	Alimenticio	efectivo
ONEOK Partners LP	ONEOK Inc.	17,12	Servicios Industriales	acciones
Whole Foods	Amazon	13,70	Alimenticio	efectivo

Fuente: FactSet, web corporativa de Wholefoods. Valor hace referencia al valor de mercado del vendedor YTD

Tabla II. Fusiones y adquisiciones en 2016

Vendedor	Comprador	Valor (\$Mk)	Sector	Pago
Time Warner. Inc	AT&T Inc.	105,06	Media	efectivo & acciones
Monsanto Co.	Bayer AG	64,10	Agricultura	efectivo
Reynolds American Inc.	British American Tobacco Plc	57,77	Tabaco	acciones
Energy Transfer Partners LP	Sunoco Logistics Partners LP	51,50	Energía	acciones
Spectra Energy Corp	Enbridge Inc.	43,08	Energía	acciones
Level 3 Communications Inc.	CenturyLink Inc.	34,47	Comunicaciones	efectivo & acciones
St. Jude Medical Inc.	Abbott Laboratories	29,99	Tecnología Salud	efectivo & acciones

Fuente: FactSet. Valor hace referencia al valor de mercado del vendedor YTD

En cuanto al lugar geográfico en el que han tenido lugar, se tratan de transacciones realizadas en su mayoría en Estados Unidos, pero también hay alguna de carácter transfronterizo Europa-Estados Unidos. La razón de la elección de Estados Unidos como principal lugar geográfico es simple, puesto que es el lugar donde la actividad de M&A es más elevada y, por tanto, es el de mayor importancia para el sector, tanto en la actualidad, como históricamente. Gran parte de esta relevancia se debe a que las empresas ubicadas en este país suelen ser las más importantes y punteras en los diferentes sectores de actividad, y por ello son las más dadas a adquirir empresas o fusionarse con el fin de aumentar su crecimiento y consolidar el mercado.

Puesto que se pretende hacer un análisis del impacto de la financiación de las transacciones en el corto y largo plazo, se ha tomado la decisión de no coger transacciones realizadas en el año 2018, ya que la cercanía temporal con el momento del estudio impediría llevar a cabo un análisis en el largo plazo, el cual es muy importante para determinar el efecto final de la adquisición o fusión en los inversores de la empresa compradora.

En consecuencia, únicamente se tomarán como referencia las transacciones que tuvieron lugar en 2016 y 2017, al ser las transacciones más cercanas en el tiempo que permiten realizar el estudio a largo plazo previamente mencionado.

Dentro de estos periodos y lugar geográfico, se ha decidido coger algunas de las 10 transacciones más grandes de cada año por valor de transacción¹ en dólares. La razón de la elección es que, al tratarse de las transacciones más grandes, son las más relevantes y, por tanto, las que más información disponible tienen al respecto.

No obstante, se ha comprobado que haya variedad en la forma de financiación de las transacciones para que se puedan analizar los distintos impactos del uso de efectivo, acciones o un mix de ambas en la cotización de las compañías. En concreto, la muestra cuenta con tres transacciones financiadas en efectivo, cuatro en acciones y ocho de forma mixta, lo que indica que la forma más popular de financiación en el periodo 2016-2017 fue la combinación de efectivo y acciones. Además, es preciso mencionar que, en diferentes estudios, como el elaborado por Rehm, Uhlaner y West en 2012, o en artículos como *Forget what you have read: Most mergers create value*, de Steve Kaplan (2016), se afirman que las transacciones de gran tamaño suelen tener menores retornos para los accionistas que las de menor tamaño.

En cuanto a los sectores, las empresas son representativas de varios sectores, como “consumer services”, “consumer non-durables”, “industrial services”, “process industries”, “electronic technology”, “communications”, o “health technology” entre otras. Sin embargo, también hay que tener en cuenta que la rentabilidad de la transacción se ve afectada por la industria en la que se opera, ya que de acuerdo con el citado estudio realizado por Rehm, Uhlaner y West (2012), *“in large deals industry structure plays as much of a role in success as the capabilities of a company and its leadership”*.

¹ De acuerdo con Factset.

4. Análisis de la muestra de transacciones seleccionadas

Pese a que la forma de financiación tiene gran peso en la rentabilidad de una transacción de M&A para el comprador, no hay que olvidar que lo más importante es que tengan sentido estratégico, que generen sinergias y que no se hayan pagado primas injustificadas por las compañías. Es por ello por lo que dentro de cada grupo de financiación (efectivo, acciones o efectivo y acciones) encontramos transacciones que han sido muy rentables en el largo plazo para los accionistas de la empresa adquirente, así como otras que desearían no haber realizado nunca, tal y como se puede observar en la tabla III.

Tabla III. Rentabilidad de la transacción para el comprador²

Compañía	Día del anuncio	+1 semana	Largo plazo	Pago
Amazon	2,44%	3,85%	68,30%	efectivo
Bayer AG	-8,20%	-9,61%	0,89%	efectivo
Reckitt Benckiser Group Plc	-2,96%	-4,67%	-17,14%	efectivo
Abbott Laboratories	-7,78%	-13,07%	68,77%	efectivo & acciones
AT&T Inc.	-1,80%	-6,76%	-24,35%	efectivo & acciones
Becton, Dickinson & Co.	-4,44%	0,91%	31,96%	efectivo & acciones
Brookfield Property Partners LP	-4,98%	-7,35%	-15,79%	efectivo & acciones
CenturyLink Inc.	-12,54%	-24,15%	-57,95%	efectivo & acciones
CVS Health Corp	-2,94%	-8,65%	-10,38%	efectivo & acciones
The Walt Disney Co.	2,75%	1,93%	2,83%	efectivo & acciones
United Technologies Corp.	-5,69%	-7,02%	5,27%	efectivo & acciones
British American Tobacco Plc	-2,85%	-4,00%	-41,21%	acciones
Enbridge Inc.	4,30%	5,13%	-13,20%	acciones
ONEOK Inc.	-2,01%	-1,34%	20,99%	acciones
Sunoco Logistics Partners LP	-7,40%	-10,92%	26,63%	acciones

Fuente: elaboración propia

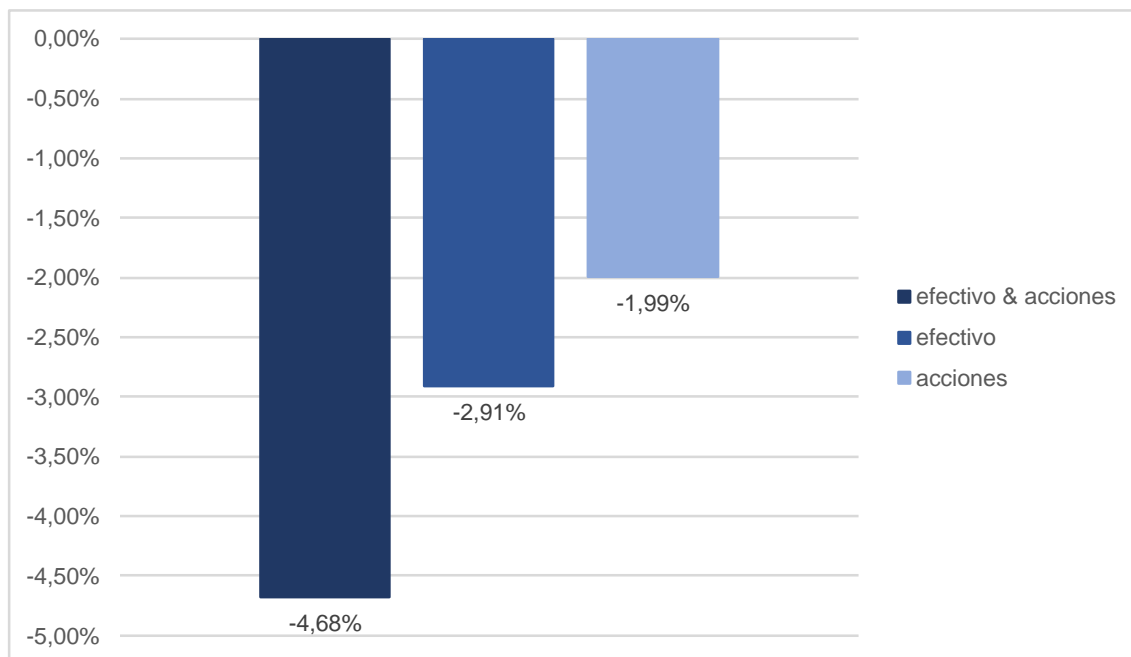
Debido a esta disparidad de resultados se ha decidido proceder a estudiar cómo son estas transacciones en media, para de esta manera tener en cuenta el efecto que supone que siempre haya transacciones muy rentables, otras rentables, neutras, poco rentables y muy poco rentables. Por otro lado, se ha renunciado a elaborar una media ponderada por tamaño de las compañías, ya que el estudio se pretende centrar en las transacciones en sí, con independencia de su tamaño.

² La rentabilidad de Bayer ha sido calculada desde el precio de cierre de la sesión anterior al anuncio de la transacción hasta el de la sesión del 09-08-18, un día antes de la sentencia que declaraba el herbicida Roundup como cancerígeno.

No obstante, las transacciones seleccionadas son con carácter general de gran tamaño todas ellas.

A continuación, en los gráficos III, IV y V se podrá observar la rentabilidad media de las transacciones para el comprador tanto en el día del anuncio, como en la semana posterior y en el largo plazo:

Gráfico III. Rentabilidad media para el comprador en función del medio de pago el día del anuncio de la transacción



Fuente: elaboración propia

En primer lugar, resulta curioso el dato de que en el momento del anuncio de la transacción (gráfico III), la cotización de las compañías compradoras cae, sea cual sea la forma de financiación, y en el caso de que la financiación sea mixta, los precios se desploman hasta en más de un 4,68%. Para el caso de las financiadas con efectivo un 2,91% y las financiadas con acciones un 1,99%.

Sin embargo, no parece sorprendente que las acciones de una compañía caigan ante un anuncio de tal magnitud, pues llevar a cabo una transacción de M&A es un proceso de gran complejidad, no sólo en el momento de la compra, sino también con posterioridad a la firma del acuerdo, pues es en la integración de ambas compañías donde fracasan el mayor número de transacciones (Koi-Akrofi, 2016).

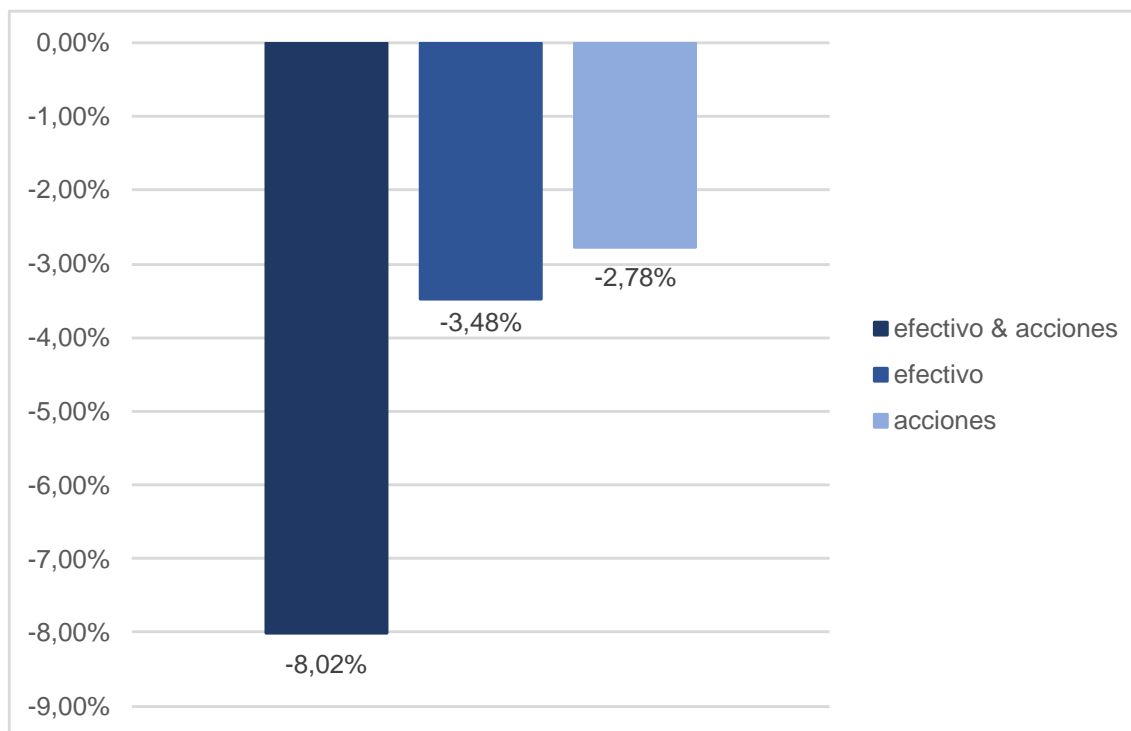
Este fracaso ocurre en gran parte por el poco peso que se le da al componente cultural en el mencionado proceso de integración, pues no hay que olvidar que el respeto a la cultura de los empleados es clave para el triunfo de un proyecto (Gelfand, Gordon, Li, Choi y Prokopowicz, 2018). De esta manera, el reto consistiría en crear una cultura empresarial con la cual los empleados de ambas empresas se sintieran identificados.

Por otro lado, las empresas tienen que levantar enormes cantidades de dinero para poder efectuar la compra. En el caso de las compras con efectivo, las compañías suelen levantar esa cantidad por medio de deuda, como hemos podido observar en las transacciones de la muestra. Ante este hecho, es lógico que los inversores tengan dudas acerca de la transacción en el momento en que se anuncia, pues no han tenido tiempo de analizar en profundidad el sentido estratégico de la transacción, pero lo que sí saben a ciencia cierta es que el balance de su compañía pasará a estar conformado por deuda cuyo valor supera los mil millones de euros. De este modo, ante la incertidumbre que tienen sobre el sentido y buen fin de la transacción, ejecutan órdenes de venta en el mercado que hacen bajar la cotización. En este sentido se pronunciaron Roumeliotis y Stone (2016) en relación con la transacción Bayer-Monsanto.

Sin embargo, en una transacción financiada con acciones dicho temor es menor, puesto que el balance del comprador seguirá igual de saneado, con el único inconveniente de una futura dilución de las participaciones de sus accionistas en la compañía y los gastos administrativos y de transacción que una emisión de acciones supone.

Como resultado, parece lógico que, en transacciones de tal magnitud en cuanto al precio que se paga, las cotizaciones caigan más en el momento del anuncio de una transacción pagada en su totalidad en efectivo que en el de una financiada completamente con acciones.

Gráfico IV. Rentabilidad media para el comprador en función del medio de pago +1 semana del anuncio de la transacción

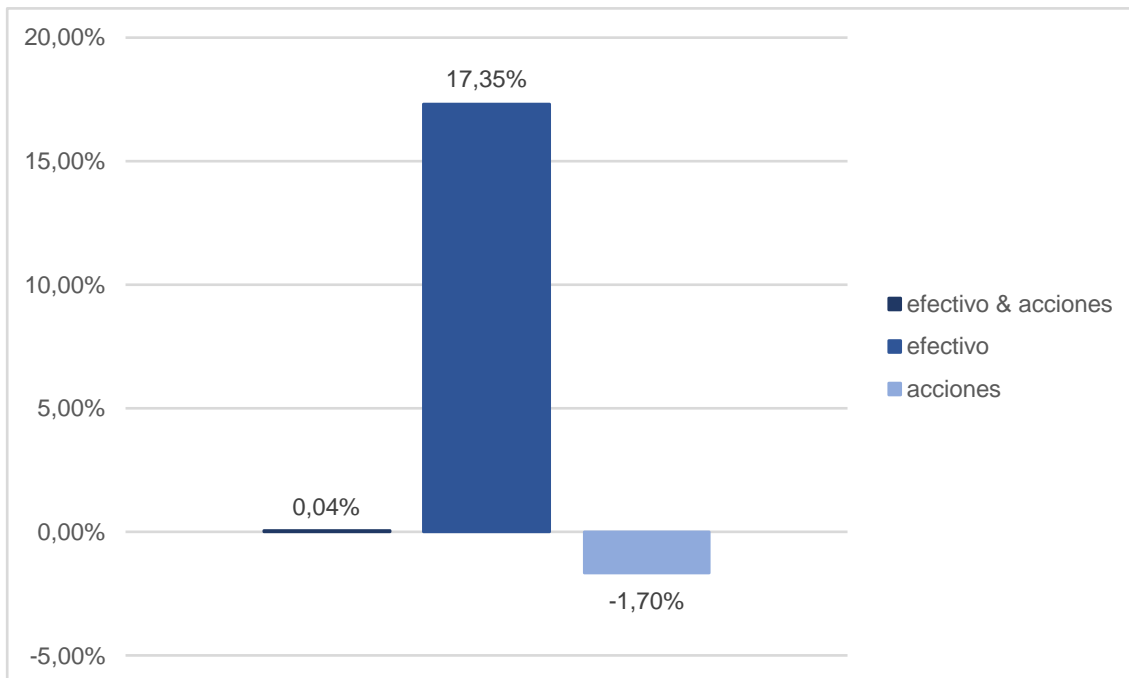


Fuente: elaboración propia

En segundo lugar, es preciso comentar que el hecho de que las transacciones financiadas al 100% con efectivo sean las que tengan una mayor rentabilidad en el largo plazo (gráfico V) es de una lógica aplastante. Como primera idea al respecto, se ha de mencionar que en este tipo de transacciones se está poniendo en juego dinero de verdad, lo cual tiene varias implicaciones. Para empezar, al poner efectivo en juego, el riesgo para el comprador aumenta considerablemente frente a las otras opciones de financiación.

En consecuencia, el comprador habrá llevado a cabo un análisis muy profundo del vendedor para determinar con sólidos fundamentos si esa compra permitirá a su empresa crecer. Gracias a dicho análisis, la empresa será más consciente de todas las sinergias que puede conseguir con la transacción y por tanto podrá pagar primas mayores. Para justificar esta idea se puede atender a las primas pagadas en las transacciones de la muestra: se pagó de media una prima de 11 puntos porcentuales mayor en aquellas pagadas en efectivo que en las que fueron financiadas con acciones.

Gráfico V. Rentabilidad media para el comprador en función del medio de pago a largo plazo desde el anuncio de la transacción



Fuente: elaboración propia

No obstante, esto no significa que el comprador esté sobrepagando por la compañía, sino que ha descubierto valor oculto y está pagando por él, pues no hay que olvidar que pagar primas injustificadas cuando la transacción se financia con efectivo tiene un riesgo considerable, ya que, si el dinero se está consiguiendo por medio de deuda, podríamos acabar con un apalancamiento al que la combinada no puede hacer frente.

Precisamente, para evitar este peligroso apalancamiento en exceso, la compañía compradora estará mucho más pendiente de que el plan de negocio de la combinada sea exitoso, pues si la compañía no genera flujos de caja suficientes, se encontrará con serios problemas de devolver la gigantesca deuda que asumió con la compra, viéndose avocada, por lo tanto, a la declaración del concurso de acreedores y a una potencial liquidación de la compañía.

Por otro lado, una adquisición financiada al 100% con acciones no tiene esos problemas. La emisión de acciones difícilmente genera un apalancamiento excesivo a las compañías y difícilmente hace que les bajen el rating. La única consecuencia es la dilución de la participación de los accionistas ya existentes

en la empresa compradora y los gastos administrativos y de transacción que la emisión implica, como se dijo previamente.

De esta manera, los Consejos de Administración sienten una menor restricción en cuanto a pagar injustificadamente por una compañía, pudiendo llegar a aceptar compras de empresas que, si bien pueden tener algún sentido estratégico, desde luego no cuentan con todo el que deberían para acometer una transacción corporativa de tal magnitud e impacto o incluso, en algunos casos, se ven llevados a aceptar la compra por el puro ego de su equipo directivo (Zozaya, 2007).

Sin embargo, lo que sí consigue el Consejo de Administración de las compañías es transmitir una imagen negativa sobre su propia cotización, pues lo que perciben los mercados es que la propia Dirección de la compañía piensa que sus acciones están sobrevaloradas. En este sentido se han pronunciado autores como Loughran y Vijh (1997) o Kaplan (2016). En palabras de Steve Kaplan (2016),

“if the acquirer is prepared to give the owners of the target company a lot of stock to complete the deal, it is effectively telling the world that it believes its stock to be overvalued—or, at the very least, that it does not think its stock is undervalued, since if it were undervalued, it would not be so willing to give it away”.

Esta laxitud y carencia de precisión inicial se acaba arrastrando al proceso de integración de ambas compañías con el resultado de que la compañía combinada tiene problemas de funcionamiento o dicho funcionamiento no reporta tantos beneficios como los que en un principio cabía esperar, descubriéndose de esta manera, que las primas pagadas en su momento no estaban justificadas.

En resumen, el impacto que tiene en el balance la asunción de una cantidad de deuda superior a los mil millones de euros (en atención a las transacciones de la muestra) para poder pagar con efectivo, hace que la empresa compradora se piense mucho el sentido de la transacción, así como el precio que puede pagar por ella, y ponga todos sus esfuerzos en conseguir que se lleve a cabo una correcta integración que permita extraer todas las sinergias que la transacción

ofrece, dando lugar a una rentabilidad en el largo plazo superior a la que ofrecen las transacciones financiadas exclusivamente con acciones. Consecuentemente, al ser la financiación mixta una combinación de las dos formas expuestas anteriormente, tiene sentido que sea ésta la que ofrece una rentabilidad en el largo plazo que se sitúa en medio de las anteriores.

5. Análisis de dos transacciones

A lo largo de los siguientes apartados se analizarán dos transacciones mediante el método del caso. En concreto, la transacción Bayer-Monsanto, que fue pagada en su integridad con efectivo y Enbridge-Spectra Energy Partners, que fue pagada en su totalidad con acciones. El objetivo será verificar que los resultados obtenidos en la muestra se cumplen cuando se trata de casos concretos. Además, se examinará con más detenimiento el perfil de cada compañía, así como el sentido estratégico de las transacciones.

De esta manera, se podrá arrojar luz sobre las causas que provocan las diferencias en cuanto a la rentabilidad obtenida por los compradores. Esta rentabilidad se obtendrá comparando el precio de cotización del comprador al cierre de la sesión anterior a la que se hizo pública el anuncio de la transacción con el precio de cierre de la sesión de cotización en tres momentos: el día del anuncio, una semana más tarde y a 14 de febrero de 2019 (largo plazo).

5.1 Análisis de una transacción financiada en efectivo: Bayer-Monsanto

5.1.1 Descripción del comprador: Bayer³

Bayer es una empresa dedicada principalmente al sector farmacéutico con sede en Leverkusen, Alemania, y es considerada como una de las 15 farmacéuticas con más poder en el mundo de acuerdo con la lista Fortune Global 500 (Ideaspharma, 2017). Se trata de una compañía con la que todo el mundo ha tenido contacto alguna vez, pues son los creadores de la Aspirina, su producto más famoso.

En la tabla IV se mostrarán las principales magnitudes financieras de Bayer para el año 2017 y 2018. Como se puede observar, la deuda financiera neta de la compañía creció exponencialmente en 2018 debido al uso en ese año del crédito concedido a Bayer para financiar la adquisición de Monsanto.

³ El contenido de la sección se ha obtenido de la web corporativa de la compañía y de sus Cuentas Anuales.

Tabla IV. Principales magnitudes financieras de Bayer en 2017 y 2018

	2017	2018
Capitalización bursátil	€ 63,69 Mk	
Ventas	€ 35,02 Mk	€ 39,59 Mk
EBITDA	€ 8,56 Mk	€ 10,26 Mk
Beneficio neto	€ 7,34 Mk	€ 1,70 Mk
BPA	8,41 €/acción	1,8 €/acción
Deuda financiera neta	€ 3,60 Mk	€ 35,68 Mk
Apalancamiento	0,41x EBITDA	3,47x EBITDA
Gastos I+D	€ 4,50 Mk	€ 5,25 Mk

Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2017 y 2018 de la compañía

En cuanto a los campos de actividad de la compañía, en la tabla V se puede encontrar una descripción de sus principales negocios:

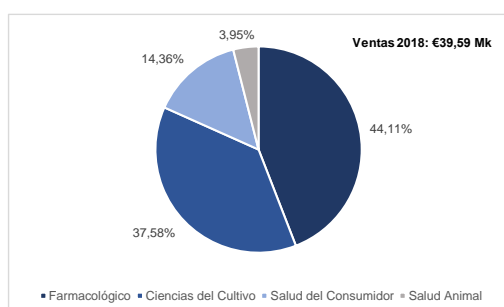
Tabla V. Campos de actividad de Bayer

Campo de Actividad	Descripción
Farmacológico	Se centra en la elaboración de medicinas de prescripción médica, enfermedades cardiovasculares, oncológicas, oftalmología, cuidados de la mujer, hematología, radiología y otras enfermedades como la esclerosis múltiple, infecciones, disfunción eréctil o deficiencia de testosterona
Salud del consumidor	Incluye medicinas “over-the-counter”, productos dermatológicos con y sin prescripción médica, así como cremas solares
Ciencias del cultivo	Dentro del área de los cultivos se encuentran productos dedicados a la protección de los cultivos como insecticidas, fungicidas, herbicidas y tratamiento de semillas; productos focalizados en semillas, así como productos de “digital farming” y ciencias del medioambiente
Salud animal	Se encarga de la elaboración de productos y servicios para la prevención y tratamiento de enfermedades en animales

Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2017

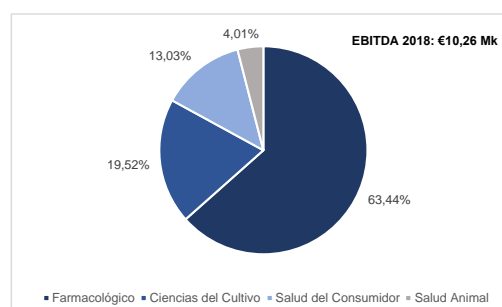
Como se puede observar en los gráficos VI y VII, el negocio Farmacológico es el que tiene un mayor peso en la compañía, tanto en términos de ventas (44,11%) como de EBITDA (63,44%), y es que este negocio es al que se dedica Bayer desde su fundación. No obstante, el sector de Ciencias del Cultivo, que es el que nos interesa a efectos de la fusión, se sitúa como el segundo más importante de la compañía con unas ventas del 37,58% y un EBITDA del 19,52% sobre el total.

Gráfico VI. Ventas de Bayer por segmento sobre el total



Fuente: elaboración propia con datos de la web corporativa

Gráfico VII. EBITDA de Bayer por segmento sobre el total



Fuente: elaboración propia con datos de la web corporativa

Que las magnitudes financieras mostradas en la tabla IV vayan mejorando año tras año depende en gran medida de la calidad de los equipos directivos de las compañías. En lo que respecta a la Dirección de Bayer, ésta cuenta con un equipo directivo muy experimentado, con Werner Baumann al frente. A continuación, se muestran los datos más relevantes sobre sus componentes:

- **Werner Baumann (CEO)**: estudió Economía en RWTH Aachen University y en la Universidad de Colonia. Entró en la compañía en 1988 como miembro del departamento de finanzas corporativas en la oficina de Leverkusen. Antes de ser nombrado CEO de la compañía en 2016, ocupó otros puestos de responsabilidad como el de CFO del grupo o “Chief Strategy and Portfolio Officer”, así como CEO para Europa, Oriente Medio y África.
- **Wolfgang Nickl (CFO)**: graduado en Administración y Dirección de empresas por la Universidad de Educación Cooperativa de Stuttgart, también obtuvo un MBA por la Universidad de Southern California. Antes de incorporarse a Bayer, donde a parte de CFO ocupa el cargo de CEO para Asia/Pacífico y Norte América, tuvo otros cargos de responsabilidad en empresas como ASML N.V, Converge o Western Digital.

- Liam Condon (Cultivos y Salud Animal): estudió Marketing Internacional en la Dublin City University y en la Universidad Técnica de Berlín. Antes de entrar en Bayer, en la que es responsable de la división de Ciencias del Cultivo y Salud Animal, trabajaba en Schering como Director General para China, empresa que fue posteriormente adquirida por Bayer. También es miembro del Panel de Gobierno de Industrias de Consumo en el Foro Económico Internacional.
- Stefan Oelrich (Fármacos): comenzó su andadura en Bayer como Asistente Comercial. Tras más de 20 años en la compañía se fue como Director General para Alemania a Sanofi. Desde 2018 volvió a Bayer donde ocupa el puesto de responsable de la división de Fármacos.
- Heiko Schipper (Salud del Consumidor): recibió un Máster en Economía de los Negocios por la Universidad Erasmus de Rotterdam. Antes de unirse a Bayer como responsable de la división de Salud del Consumidor en 2018, desarrolló su carrera en el sector de consumo en empresas como Nestlé o Heineken.
- Kemal Malik (Innovación): estudió Medicina en Londres. Tras comenzar su carrera como investigador médico, en 1995 se unió a Bayer como responsable de Oncología y Metabolismo para Europa. Posteriormente, fue el encargado del departamento de Desarrollo Médico a nivel mundial. En la actualidad, es el responsable de Innovación y de Latinoamérica.
- Dr. Hartmut Klusik (Recursos Humanos): estudió Química y obtuvo su Doctorado por la Universidad de Phillips. Tras comenzar su carrera en la subsidiaria de Bayer, Wolff Walsrode, se unió a Bayer en 1990 como responsable de la producción de productos de protección de cultivos en Brasil. Actualmente, es el responsable de Recursos Humanos de la compañía.

Otro punto clave en el crecimiento de una compañía es la elaboración de un correcto plan estratégico. En la tabla VI, se muestra un resumen del plan estratégico de Bayer, el cual se expondrá, a su vez, de forma más desarrollada justo después.

Tabla VI. Resumen del plan estratégico de Bayer

Área	Objetivos
General	<ul style="list-style-type: none"> Alimentación de una población creciente Contención del cambio Climático Mejora de la calidad de vida de los ancianos
Farmacológica	<ul style="list-style-type: none"> Foco en patologías que surgen como consecuencia de la edad Aumentar el portfolio de productos por medio de I+D, adquisiciones, colaboraciones y “licensing”
Salud del consumidor	<ul style="list-style-type: none"> Transformación de medicamentos con prescripción en sin prescripción Aumentar la presencia en E.E.U.U, Alemania, Brasil, Rusia y China
Cultivos	<ul style="list-style-type: none"> Mejora de la tecnología de semillas y protección de cultivos para ofrecer productos a medida Desarrollo de software agrícola
Salud animal	<ul style="list-style-type: none"> Mantener el liderazgo en antiparásitos Reforzar los productos contra enfermedades infecciosas Realizar M&A en el ámbito de animales de granja
Financiero	<ul style="list-style-type: none"> Aumento de Ventas Aumento de la eficiencia energética Inversión de 4,8 mil millones de euros en I+D
Legal	<ul style="list-style-type: none"> Revisión de los contratos con proveedores

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de las Cuentas Anuales de 2017

El grupo pretende dar solución a dos problemas principales: cómo alimentar a 10 mil millones de personas en 2050 a la vez que se contiene el impacto en el cambio climático, y cómo asegurar una buena calidad de vida para un número de ancianos nunca visto.

Desde el punto de vista farmacológico, la compañía pretende focalizar sus esfuerzos de investigación y desarrollo en las áreas de cardiología, oncología, cuidado de la mujer, hematología y oftalmología. La razón por la que estas áreas son las de mayor importancia para el grupo se debe a que son en las que se produce un mayor número de enfermedades como consecuencia de una

esperanza de vida más alta, que va acompañada de un incremento de las enfermedades crónicas. A la vez que se refuerza las actividades de I+D, la compañía pretende expandir su portfolio a través de una serie de adquisiciones, colaboraciones externas y operaciones de “licensing”.

Respecto a la división de Salud del Consumidor, la compañía está llevando a cabo programas para transformar medicamentos de prescripción médica en medicamentos sin prescripción, de tal manera que el consumidor pueda tener un acceso mejor y más económico a productos para su propio cuidado. A su vez, Bayer quiere incrementar su presencia en países como Estados Unidos, Alemania, Brasil, Rusia o China.

En cuanto a los cultivos, la necesidad de alimento va incrementando con el aumento de la población. Sin embargo, cada vez hay menos terrenos aptos para desarrollar la actividad agrícola, y los existentes corren el riesgo de ver reducida su productividad como consecuencia del cambio climático. Ante esta situación, la compañía pretende desarrollar su tecnología en relación con las semillas, así como la protección química y biológica de los cultivos, de tal manera que puedan ofrecer soluciones a medida para las necesidades de cada granjero.

Por otro lado, la compañía pretende mejorar su software que permite crear modelos que integren los posibles riesgos para cada granjero, y de esta manera poder asesorarles en cuál es el producto que mejor se adapta a su situación.

La compra de Monsanto se encuadra dentro de esta parte del plan estratégico de la compañía dedicado al diseño de soluciones cada vez más personalizadas e innovadoras para cubrir las necesidades de los agricultores. A su vez, la compra permitirá a la compañía un desarrollo más profundo de sus aplicaciones digitales.

En relación con el negocio de Salud Animal, la actual situación de bonanza económica, a la vez que la adopción de estilos de vida occidentales alrededor del mundo, han hecho que aumente el número de mascotas domésticas, así como el consumo de carne.

En consecuencia, Bayer pretende mantener su situación de liderazgo en el sector de productos antiparásitos para animales domésticos y reforzar el

desarrollo de productos para el tratamiento de enfermedades infecciosas mediante adquisiciones de empresas en el campo de animales de granja.

Desde el plano económico, la empresa pretende seguir creciendo a la vez que mantiene su responsabilidad con el medioambiente y la sociedad. Para ello, pretende aumentar sus ventas, su gasto de I+D hasta los 4,80 mil millones de euros, revisar los contratos con sus proveedores y llevar a cabo programas de eficiencia con los que se pretende consumir menos energía y reducir la contaminación del agua y por medio de gases de efecto invernadero.

5.1.2 Descripción del vendedor: Monsanto⁴

Monsanto es una compañía estadounidense basada en St. Louis, Missouri. Es uno de los líderes globales en la biotecnología de semillas, herbicidas y productos de agricultura digital que proporcionan a los agricultores soluciones a medida de sus necesidades, permitiendo de esta manera un aumento en su productividad, así como una reducción de costes a la hora de cosechar y una mejor calidad de la comida tanto para humanos como animales. La compañía cuenta con más de 20.000 empleados e instalaciones en 69 países, lo cual convierte a Monsanto en una empresa completamente global. Además, forma parte de la lista Fortune 500.

Al igual que se hizo con Bayer, en la tabla VII se muestran las principales magnitudes financieras de Monsanto en el año 2016 y 2017 con el fin de que el lector tenga referencias sobre el tamaño de la compañía:

Tabla VII. Principales magnitudes financieras de Monsanto en 2016 y 2017

	2016	2017
Ventas	\$ 13,50 Mk	\$ 14,64 Mk
EBITDA	\$ 3,14 Mk	\$ 4,01 Mk
Beneficio neto	\$ 1,34 MK	\$ 2,26 MK
BPA	2,99 \$/acción	5,09 \$/acción
Deuda financiera neta	\$ 7,36 Mk	\$ 6,27 Mk
Apalancamiento	2,34x EBITDA	1,56x EBITDA
Gastos I+D	\$ 1,51 Mk	\$ 1,61 Mk

Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2017 de la compañía

⁴ El contenido de la sección se ha obtenido de la web corporativa de la compañía y de sus Cuentas Anuales.

En lo que respecta a la organización interna de la compañía, Monsanto divide su actividad en dos negocios principales, tal y como se puede observar en la tabla VIII: semillas y genomas y productividad agrícola.

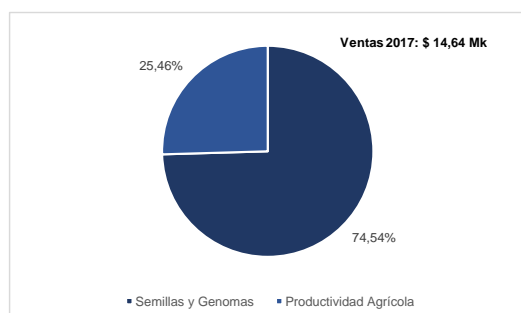
Tabla VIII. Campos de actividad de Monsanto

Campo de Actividad	Descripción
Semillas y genomas	<p>En este área desarrollan una serie de rasgos en las semillas por medio de la biotecnología que permiten a los agricultores plantar semillas con una mayor resistencia a insectos y otro tipo de amenazas como gusanos que atacan las raíces.</p> <p>A su vez, desarrollan productos pertenecientes a la denominada agricultura digital, que contribuye a facilitar la tarea de toma de decisiones a los agricultores. Por otro lado, también desarrollan estas actividades para otras empresas, por lo que esta división se dedica al negocio B2B y B2C</p>
Productividad agrícola	<p>A través de esta división, Monsanto desarrolla sus herbicidas tanto para proteger determinados cultivos de producción a gran escala como para jardines residenciales. Para esta aplicación la compañía cuenta con su famoso herbicida Roundup</p>

Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2017

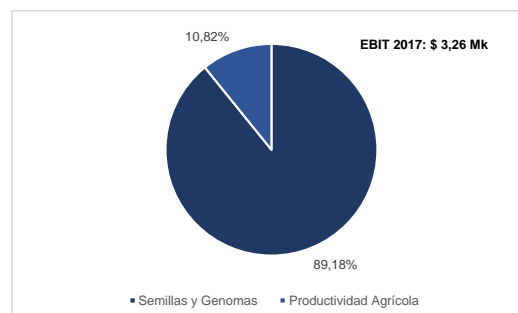
Como se puede observar en los gráficos VIII y IX, el negocio de Productividad Agrícola es el que tiene un mayor peso en la compañía, tanto por ventas (74,54%) como por aportación al EBIT (89,18%). Gran parte del éxito de este negocio se debe a las ventas del herbicida Roundup. Por su parte, la división de Semillas y Genomas supone un 25,46% y un 10,82% de las ventas y EBIT respectivamente.

Gráfico VIII. Ventas de Monsanto por segmento sobre el total



Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2017

Gráfico IX. EBIT de Monsanto por segmento sobre el total



Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2017

Puesto que tras la compra de la compañía por Bayer se llevará a cabo una renovación completa del equipo directivo de Monsanto (Smith, 2018), a continuación, se hará una breve descripción del equipo directivo que existía justo antes de la venta de la compañía a efectos de conocer quiénes eran las personalidades que estaban al frente cuando se produjo la transacción:

- Hugh Grant (Presidente y CEO): cuenta con un Grado en Zoología Agrícola por la Universidad de Glasgow, así como con un Posgrado en Agricultura por la Universidad de Edimburgo y un MBA por el International Management Centre. Desde su incorporación a la compañía en 1981, Grant ha jugado un papel clave en la transformación de Monsanto, pasando de ser una empresa de aplicaciones agrícolas basada en la química a estar basada en la biotecnología.
- Brett Begemann (COO): graduado en Economía de la Agricultura por la Universidad de Missouri. Durante sus 35 años en Monsanto, su principal objetivo consistió en aumentar la eficiencia de la producción y de la cadena de suministro, así como identificar y ejecutar oportunidades de crecimiento, tanto en mercados en los que la compañía estaba presente, como en nuevos mercados. A lo largo de su carrera en la compañía, ha desempeñado puestos de responsabilidad como el de Vicepresidente Ejecutivo, Responsable Comercial o el de Responsable de Operaciones (COO). Bayer ha anunciado que incorporará al señor Begemann como COO de su división de cultivos.
- Pierre C. Courduroux (CFO)⁵: cuenta con un Máster en Dirección de Empresas por la Emlyon Business School y un Executive MBA por la Universidad de Washington en St. Louis. Cuenta con una carrera de más de 27 años en Monsanto, a lo largo de los cuales ha ocupado distintos puestos de responsabilidad como el de CFO para Europa y África o de la división de Vegetales, hasta llegar a ser CFO global de la compañía y Vicepresidente Senior.

⁵ Datos extra obtenidos de su perfil de LinkedIn (<https://www.linkedin.com/in/pierre-courduroux-6a265314a>)

- Dr. Robert T. Fraley (CTO)⁶: obtuvo un Grado en Biología por la Universidad de Illinois, un Doctorado en Filosofía, Microbiología y Bioquímica por la Universidad de Illinois en Urbana Champaign y un Grado Ejecutivo en ADE por Northwestern University. Es considerado como uno de los padres y mayores defensores de la comida genéticamente modificada. En 2013 fue galardonado con el “World Food Prize”. En cuanto a su carrera en Monsanto, ocupó distintos puestos de responsabilidad durante los 24 años en los que estuvo en la compañía, habiendo sido el Responsable de Tecnología (CTO) desde el año 2000 hasta junio de 2018.
- Kerry J. Preete (CSO)⁷: cuenta con un Grado en Comercio y Marketing por la Universidad de Saskatchewan y con un Executive MBA por la Universidad de Washington en St. Louis. Como Responsable de Estrategia (CSO) de la compañía durante más de 8 años, el señor Preete ha sido responsable de reconocer y ejecutar oportunidades estratégicas de crecimiento que facilitasen a la compañía su misión de encontrar formas más eficientes de alimentar a una población mundial cada vez más numerosa.
- Steven C. Mizell (R.R.H.H.): obtuvo un Grado en Gestión Industrial por el Georgia Institute of Technology y también posee un Máster por la Universidad Carnegie Mellon. Tras más de 20 años de experiencia en Recursos Humanos, se incorporó a Monsanto en 2004 como Responsable de Recursos Humanos de la compañía.

En cuanto al plan estratégico de la compañía, en la tabla IX se puede observar el resumen de la estrategia planeada por Monsanto para los próximos años, el cual se expondrá con más detalle seguidamente.

⁶Datos extra obtenidos de World Food Prize , Farm Progress y su perfil de LinkedIn (https://www.worldfoodprize.org/en/laureates/2010__2017_laureates/2013__van_montagu_chilton_fraley/)

(<https://www.farmprogress.com/business/robert-fraley-retires-will-remain-gmo-evangelist>)

(<https://www.linkedin.com/in/robbfraley>)

⁷ Datos extra obtenidos de su perfil de LinkedIn (<https://www.linkedin.com/in/kerry-preete-41b06014>)

Tabla IX. Resumen del plan estratégico de Monsanto

Área	Objetivo
General	<ul style="list-style-type: none"> • Aumentar la eficiencia y productividad de semillas y cultivos • Desarrollo de herramientas que faciliten la toma de decisiones agrícolas
Semillas y genomas	<ul style="list-style-type: none"> • I+D en integración de rasgos de unas plantas en otras • Acuerdos de “licensing” para aumentar el número de técnicas de su portfolio
Productividad agrícola	<ul style="list-style-type: none"> • Inversión en empresas con tecnología que permitirá aumentar la productividad agrícola, conocimientos biológicos, y mejoras en productos de agricultura digital • Desarrollo de su “Biodirect Technology” para la protección de cultivos • Desarrollo de tecnología microbiótica para aumentar la productividad agrícola
Medioambiente	<ul style="list-style-type: none"> • Huella de CO2 neutra para 2021

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos del Informe de Sostenibilidad de la compañía de 2017

En Monsanto son conscientes del gran crecimiento poblacional que el mundo va a experimentar hasta 2050. Este crecimiento traerá consigo una serie de retos: incrementar la producción mundial de alimentos en un 50,00%, doblar el suministro de comida en las áreas más necesitadas y alimentar a 2,50 mil millones de personas más teniendo el mismo área cultivable que el que disponemos hoy en día.

Para poder cumplir con dichos objetivos, en Monsanto pretenden llevar a cabo una serie de estrategias que permitan aumentar la eficiencia y productividad de las semillas y campos de cultivo, así como el desarrollo de herramientas que faciliten a los agricultores la toma de decisiones en relación con el cultivo.

A la vez que la compañía realiza sus propias investigaciones de técnicas de edición genética, que permiten integrar rasgos deseables presentes en distintas plantas en semillas de una manera más eficiente y precisa que nunca, Monsanto ha llegado a una serie de acuerdos de “licensing” con instituciones y empresas como Broad Institute, Dow AgroSciences, TargetGene Biotechnologies,

ToolGene y Nomad Bioscience para poder integrar técnicas adicionales a su portfolio.

Por otro lado, la compañía cuenta con un brazo inversor, Monsanto Growth Ventures, a través del cual invierte en una docena de compañías cuya tecnología les permitirá conseguir una mayor productividad agrícola, así como mejoras en sus productos de agricultura digital y en sus técnicas y conocimientos biológicos.

A su vez, de cara a la protección de cultivos, están trabajando en una tecnología denominada Biodirect Technology, consistente en la provocación de un proceso existente en la naturaleza denominado interferencia de ARN que fortalece los cultivos frente a posibles plagas. También pretenden incrementar la productividad de los cultivos a través del desarrollo de tecnología microbiótica, para la cual se han asociado con la compañía Novozymes. Esta nueva tecnología permitirá a los cultivos un mejor aprovechamiento de los nutrientes, el favorecimiento del crecimiento de las raíces, protección frente a plagas y enfermedades y la tolerancia de los cultivos a climas desfavorables.

Por último, en su compromiso con el medioambiente, Monsanto se ha propuesto el objetivo de conseguir una huella de dióxido de carbono neutra en sus operaciones para 2021.

5.1.3 Análisis de la transacción

En esta sección se procederá al estudio de la transacción Bayer-Monsanto en tres principales ámbitos: sentido de la transacción, financiación de la transacción y resultado de la transacción.

A) Sentido de la transacción

Monsanto se caracteriza principalmente por ser el mayor productor de semillas genéticamente modificadas, así como por su negocio de desarrollo de software que permite a los agricultores tomar decisiones más informadas en relación con el momento y la forma de cultivar (Bayer, 2016), y sus productos de productividad agrícola, donde el herbicida Roundup ocupa un lugar predominante. Todas estas

actividades van encaminadas a un objetivo, conseguir que los cultivos sean cada vez más eficientes y más productivos.

Por su parte, Bayer (en relación con la agricultura) se caracteriza por sus productos de protección de cultivos, los cuales son aplicables a multitud de cultivos y tienen presencia en todas las geografías clave; su departamento de biología, y su software para la ayuda en la toma de decisiones agrícolas (Bayer, 2016).

La actividad agrícola hoy en día requiere de una eficiencia y eficacia incrementadas, es decir, se requiere que la semilla que plantes germine con éxito y que puedas maximizar el número de frutos obtenidos por unidad de superficie cultivada, no sólo por la escasez cada vez mayor del terreno cultivable, sino por la necesidad de suministrar alimento a un número cada vez mayor de personas y por la necesidad de los agricultores de aumentar su productividad para poder subsistir.

No obstante, la eficiencia y la eficacia no sólo se consigue mediante semillas modificadas genéticamente para conseguir que sean más resistentes al clima y que produzcan más frutos y más rápido de lo que normalmente lo harían, o mediante productos mejorados de protección de cultivos frente a plagas y malas hierbas, sino que los softwares agrícolas tienen mucho que decir en esto en términos de qué semillas y qué productos químicos utilizar para conseguir esa eficacia y eficiencia (Murray, 2016) en función del suelo y del clima ante el que nos encontremos, ya que para hacernos una idea, los agricultores a la hora de cultivar cada año deben hacer frente a un total de 40 decisiones interrelacionadas (Murray, 2016), de tal manera que sin la ayuda de un software de calidad, la maximización de la eficiencia y la eficacia se alejan en el horizonte.

En consecuencia, la transacción Bayer-Monsanto con la combinación de sus negocios de semillas modificadas genéticamente, productos de protección de cultivos y agricultura digital, conseguirá crear el líder global en agricultura. Además, según Bayer (2016), la transacción es complementaria desde un punto de vista geográfico, permitiendo que la compañía expanda significativamente su presencia en el continente americano, en Europa y en Asia/Pacífico.

También permitirá a los clientes de ambas compañías disfrutar de un mayor portfolio de productos y de una mayor inversión en I+D, la cual tiene un presupuesto de 16 mil millones de dólares para la compañía combinada por un periodo de 6 años, de acuerdo con la revista Fortune (Detrick, 2018). Si bien es un número muy grande, si se compara con el actual gasto de las compañías en I+D, supone únicamente un aumento de 500 millones de dólares, de acuerdo con Business Insider (2018, citado por Detrick, 2018).

Al ser compañías tan complementarias en términos de productos y geografías, Bayer será capaz de obtener una cuota de mercado del sector muy importante, lo cual podría llegar a darle poder en términos de determinación de precios de ciertos productos. Para paliar, (pero no evitar por completo) esta situación, el Departamento de Justicia de los Estados Unidos aprobó la transacción de manera condicional, es decir, Bayer debería deshacerse de una serie de activos para poder completar la transacción. En concreto, vendió su negocio de soja y algodón a su competidor germano BASF, a la vez que su producto compuesto de glufosinato para acabar con las malas hierbas, el cual competía directamente con el de Monsanto, Roundup, que es uno de los productos más importantes de la compañía (Detrick, 2018). A la luz de lo anterior, la transacción desde un punto de complementariedad de productos y geografías está justificada.

A continuación, se analizará la justificación estratégica desde la dinámica del mercado de semillas. De acuerdo con Investopedia (2016), el descenso del precio de las materias primas en 2016 tuvo un impacto negativo en la actuación de Monsanto en mercados extranjeros. Como resultado, la compañía anunció un plan de despido para 2.600 trabajadores hasta el año 2017. A su vez, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos predijo un tercer año de descenso en los ingresos del mercado agrícola (en torno a un 2,80% comparado con el año anterior) (Investopedia, 2016). Esta noticia, junto con unos márgenes decrecientes, provocó que se produjeran transacciones de consolidación en el mercado agrícola. Así, no sólo tuvo lugar el anuncio de la compra de Monsanto por Bayer, sino que unos de sus máximos rivales, Du Pont y Dow Chemicals, anunciaron también sus planes de fusión, así como China National Chemical Corp. la compra de Syngenta (Investopedia, 2016).

Por otro lado, la transacción también tenía sentido desde un punto de vista fiscal, aunque esta razón nunca ha de ser el justificante principal para llevar a cabo una transacción de M&A. De acuerdo con Investopedia (2016), Monsanto habría intentado comprar Syngenta con carácter previo con la finalidad de trasladar el domicilio fiscal de la combinada a Reino Unido y beneficiarse así de la menor carga fiscal existente allí para las compañías. Esto también opera en la compra de Monsanto por Bayer, ya que el impuesto de sociedades alemán es casi la mitad del estadounidense. De hecho, en este sentido, el CEO de Bayer estableció que una “joint venture” entre las dos compañías en vez de una fusión no tendría sentido, puesto que no generaría beneficios fiscales (Investopedia, 2016).

En cuanto a las sinergias previstas por Bayer, estiman que las sinergias, tanto de aumento de ventas como de reducción de costes, contribuyan 1,50 mil millones de dólares al EBITDA (Bayer, 2016). También, prevén sinergias adicionales que puedan surgir como consecuencia de los nuevas soluciones agrícolas que puedan crear en el futuro gracias a la fusión (Bayer, 2016). A su vez, esperan que la transacción incremente el beneficio por acción de sus accionistas tan solo un año después de la compra y que, en el tercer año completo desde la compra, el crecimiento sea de doble dígito.

Como se ha expuesto, la transacción tiene un gran sentido estratégico, y dará lugar al líder mundial en agricultura, ofreciendo las soluciones más avanzadas para una actividad cada vez más exigente en términos de eficacia y eficiencia.

B) Financiación de la transacción

Bayer ha comprado Monsanto por un valor total de 66 mil millones de dólares o lo que es lo mismo, a 128 dólares por cada acción de Monsanto (Bayer, 2016). La compra se hará totalmente en efectivo, convirtiéndola en la mayor transacción de la historia de este tipo.

Para financiarla, harán una emisión de bonos convertibles y una emisión de acciones con derecho de suscripción preferente por un valor aproximado de 19 mil millones de dólares. Por otro lado, obtendrán un “bridge financing” por valor

de 57 mil millones de dólares por parte de las siguientes entidades financieras: Bank of America Merrill Lynch, Credit Suisse, Goldman Sachs, HSBC y JP Morgan (Bayer, 2016).

Dada la situación existente en los mercados desde 2016 hasta hoy con tipos de interés cercanos al 0,00%, el uso de deuda para financiar la transacción es totalmente acertada pues tiene un coste muy bajo para la compañía, la cual ha demostrado a lo largo de los años su solvencia para reducir los niveles de deuda de la compañía tras una gran adquisición (Bayer, 2016). En este caso no será de otra forma, puesto que ambas compañías cuentan con unos flujos de caja muy sólidos y estables.

C) Resultado de la transacción

En este apartado se analizará si la transacción ha tenido un impacto positivo o negativo para los inversores de Bayer. Para llevar a cabo el estudio se determinará cuál era la cotización de Bayer antes del anuncio de la fusión y se comparará con la actual cotización de la compañía, dos años después del anuncio, para determinar si el mercado ha visto la fusión como positiva o si, por el contrario, la ha visto como algo negativo.

En la tabla X se muestra de forma esquemática cómo fue evolucionando la cotización en tres momentos temporales distintos:

Tabla X. Resumen de la evolución de la cotización de Bayer

Pago	Día del anuncio	+1 semana	Largo plazo
Cash	-8,20%	-9,61%	0,89%

Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance

- **Día del anuncio:** pese a que la transacción se anunció oficialmente el 14 de septiembre de 2016, Bayer reveló sus intenciones de llevarla a cabo el 19 de mayo de 2016. De acuerdo con Reuters (Roumeliotis and Stone, 2016), ese día las acciones de Bayer bajaron más de un 8,00% hasta los 88,39 euros por acción, lo que suponía la cotización mínima de la compañía en los últimos dos años y medio. Reuters (Roumeliotis and Stone, 2016) interpretaba la bajada como una consecuencia de la

preocupación de los accionistas por el coste de la transacción, pues no hay que olvidar que es la mayor transacción de la historia pagada en su totalidad con efectivo y, además, la oferta de Bayer representaba una prima del 37,00%.

- Días posteriores: la semana posterior al anuncio, la acción de Bayer cotizó en media a 85,40 euros, lo que supone una caída del 10,00% respecto el precio de cierre de la sesión del día 18 de mayo de 2016.
- Efecto en el corto plazo: como se puede ver, cuando el mercado conoció la intención de Bayer de comprar Monsanto, la acción de la compañía alemana cayó un 10,00% en una semana. No obstante, también es preciso tener en cuenta que la cotización de la compañía estaba en declive desde marzo de 2015, por lo que la acción de Bayer contaba ya con una dinámica negativa que se vio agravada por la preocupación que el coste de la transacción hizo surgir en los inversores, pues sólo con el “bridge financing” la compañía estaba asumiendo 57 mil millones de dólares en deuda.
- Efecto en el largo plazo: al cierre de la sesión del 14 de febrero de 2019, más de dos años y medio después de que las intenciones de Bayer fueran conocidas por el mercado, la cotización de su acción se encontraba en 65,55 euros lo que suponía una caída del 30,92% respecto al precio de cierre a 18 de mayo de 2016.

Parte de la caída de la cotización de la compañía en el último semestre se debe a los problemas legales que la compañía ha tenido. De acuerdo con Fortune (Detrick, 2018), la sentencia por la cual declararon al herbicida de Monsanto, Roundup, como cancerígeno en 2018 hizo que la cotización se desplomara un 18,00%, y es que el negocio de productividad agrícola, en el cual se encuentra Roundup como su producto más importante, supuso un 25,45% del total de las ventas de Monsanto en 2017. En concreto, según Fortune (Detrick, 2018) el problema se debe al ingrediente del herbicida conocido como glifosato, el cual, a diferencia de

los Estados Unidos, ha sido declarado como no cancerígeno por la Unión Europea.

Para poner las cosas peor, la compañía tiene otro frente abierto en Estados Unidos como consecuencia de la acción popular que se ha interpuesto frente a su herbicida Dicamba y, además, la revista alemana Wirtschaftswoche estableció que la sustancia podría ser también prohibida en Brasil, el cual es un mercado muy importante para el herbicida dentro de Sudamérica (Detrick, 2018).

Sin embargo, si tomamos como referencia la cotización de la compañía el día antes de que Roundup fuese declarado cancerígeno en Estados Unidos, la evolución en la cotización sería positiva con un crecimiento del 0,89%, tal y como se puede observar en el gráfico X.

Gráfico X. Evolución de la cotización de Bayer para el periodo 02-05-16 a 14-02-19



Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance

Puesto que el efecto de la sentencia es extraordinario y contamina el estudio, se tomará como fecha de referencia para medir la rentabilidad en el largo plazo el día antes al que se dictó la sentencia: el 9 de agosto de 2018.

5.2 Análisis de una transacción financiada con acciones: Enbridge – Spectra Energy Partners

5.2.1 Descripción del comprador: Enbridge⁸

Enbridge es una compañía canadiense de energía basada en Calgary, que se encuentra entre los líderes mundiales del sector de infraestructura energética. La empresa se dedica tanto a la generación, como al transporte y distribución de energía. Sus activos están diversificados en gas natural y petróleo. Cuenta con 13.600 empleados y cotiza en las bolsas de Nueva York y de Toronto.

En la tabla XI se muestran las principales magnitudes financieras de Enbridge en el año 2017 y 2018:

Tabla XI. Principales magnitudes financieras de Enbridge en 2017 y 2018

	2017	2018
Capitalización bursátil	CAD 95,85 Mk	
Ventas	CAD 44,38 Mk	CAD 46,38 Mk
EBITDA	CAD 10,32 Mk	CAD 9,52 Mk
Beneficio neto	CAD 2,98 Mk	CAD 2,52 Mk
BPA	1,96 CAD/acción	1,46 CAD/acción
Deuda financiera neta	CAD 64,70 Mk	CAD 64,09 Mk
Apalancamiento	6,27x EBITDA	6,73x EBITDA
CapEx	CAD 8,29 Mk	CAD 6,80 Mk

Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2017 y 2018

Como se puede observar en la tabla XI, la empresa cuenta con una deuda financiera neta de 64,09⁹ mil millones de dólares canadienses (2018) lo que representa 6,73x su EBITDA, por lo que se puede determinar que la empresa está muy apalancada.

No obstante, no es infrecuente encontrar estos ratios de deuda en empresas del sector energético, pues son muy intensivas en capital y el gran valor de sus activos fijos hacen que puedan soportar un mayor apalancamiento que empresas menos intensivas en capital.

⁸ El contenido de la sección se ha obtenido de la web corporativa de la compañía y de sus Cuentas Anuales.

⁹ Calculada como: “short-term borrowings” + “current portion of long-term debt” + “long-term debt – cash & equivalents”.

En lo que respecta a los campos de actividad de Enbridge, la tabla XII muestra cuáles son los negocios principales de la compañía junto con una breve descripción de los mismos:

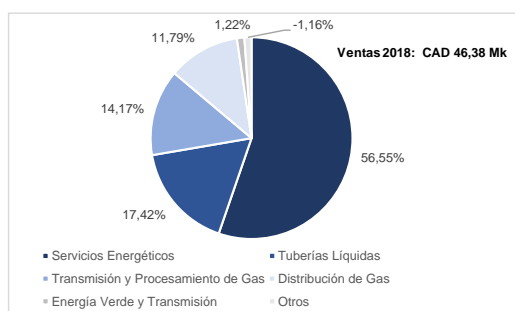
Tabla XII. Campos de actividad de Enbridge

Campo de Actividad	Descripción
Tuberías líquidas	Se dedica al transporte de crudo, gas natural líquido y otros productos refinados en Canadá y Estados Unidos. Enbridge es el mayor transportista de crudo a los Estados Unidos
Transmisión y procesamiento de gas	Esta actividad está compuesta por los gaseoductos de gas natural y la infraestructura para su procesamiento en Canadá y Estados Unidos
Distribución de gas	La red de distribución se compone de tres patas, Enbridge Gas Distribution, Union Gas y Noverco. Por medio de Enbridge Gas Distribution, la compañía distribuye gas natural a alrededor de 2,20 millones de clientes, tanto particulares como clientes industriales. Por medio de Union Gas, la compañía distribuye gas natural a 1,50 millones de particulares, clientes comerciales e industriales. Finalmente, también cuentan con una participación del 38,90% en Noverco, distribuidora de Gas Natural en la zona de Quebec
Energía verde y transmisión	Agrupar los activos de Enbridge dedicados a la generación de energías renovables, en concreto energía eólica, solar, geotérmica y de recuperación de residuos. Por otro lado, cuenta con infraestructura para la transmisión de dicha energía. Estos activos se encuentran tanto en Canadá como en Estados Unidos, aunque la empresa está desarrollando más activos de este tipo también en Europa. La capacidad instalada de la compañía es de 2.500 MW
Servicios energéticos	Estos servicios agrupan las actividades de marketing de materias primas y servicios logísticos, así como la supervisión de los servicios de suministro de las refinerías y gestión del volumen de sus sistemas de tuberías. Esta actividad está presente tanto en Estados Unidos como en Canadá

Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2017

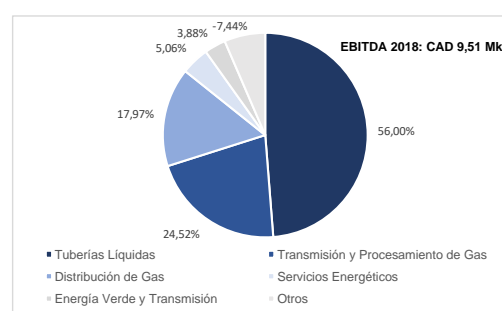
Si se atiende a los gráficos XI y XII, se puede observar que, si bien la compañía obtiene la mayor parte de sus ventas de su negocio de Servicios Energéticos (56,55%), estos sólo aportan un 5,06% al EBITDA. Sin embargo, su negocio de Tuberías Líquidas, que es el segundo por número de ventas (17,42%) es el que más contribuye al EBITDA con un 56,00% del total.

Gráfico XI. Ventas de Enbridge por segmento sobre el total



Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2018

Gráfico XII. EBITDA de Enbridge por segmento sobre el total



Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2018

Como se mencionó anteriormente, el equipo directivo es una pieza clave en el correcto desarrollo y cumplimiento de objetivos de la compañía. Por ello, el lector podrá ver, seguidamente, una breve descripción de sus principales componentes:

- **Al Monaco¹⁰ (CEO):** cuenta con un MBA por la Haskayne School of Business de la Universidad de Calgary. Lleva en la industria energética más de 30 años y tiene experiencia en el negocio de exploración de petróleo y gas, así como en el de desarrollo y en el de gaseoductos/oleoductos. Comenzó su andadura en la compañía en 1995, a lo largo de la cual ha ejercido distintos puestos de responsabilidad como el de Vicepresidente Ejecutivo de Energías Verdes o Presidente del segmento de Distribución de gas. Fue nombrado CEO en 2012.
- **John K. Whelen (CFO):** obtuvo un Grado en Economía por la Universidad de Victoria y un MBA con especialización en Finanzas por la Universidad McMaster en Hamilton. Se unió a la compañía en 1992 como Director General de Tesorería en el segmento de Gas de Consumidores (ahora Distribución de Gas). A lo largo de toda su trayectoria en Enbridge ha

¹⁰ Datos extra obtenidos de la Universidad de Alberta (<https://cloudfront.ualberta.ca/-/media/business/about/documents/ericgeddes/al-monaco-bio.pdf>)

desarrollado gran experiencia en el área de mercados de capital y ha sido clave para conseguir miles de millones de dólares en capital para invertir. Fue nombrado CFO de la compañía en 2014.

- Vern Yu (CDO): cuenta con un Grado en Ciencias Aplicadas por la Queen's University de Kingston y un MBA por la Universidad de Toronto. Antes de entrar en la compañía en 1993, trabajó como ingeniero para TransCanada Corporation y Bow Valley Industries. A lo largo de su carrera en Enbridge siempre ha ejercido cargos corporativos o financieros hasta que fue nombrado Director de Desarrollo en 2016, posición desde la que busca oportunidades de crecimiento para la empresa.
- Bob Rooney (CLO): graduado en Derecho por la Universidad de Western Ontario. Cuenta con más de 30 años en el sector energético, en los que ha trabajado para empresas como Repsol o Talismán, y ha desarrollado una experiencia significativa en áreas como las fusiones y adquisiciones, tanto domésticas como internacionales. Justo antes de unirse a Enbridge, ocupaba el puesto de Director General en una startup de gas y petróleo. En 2017 fue nombrado el Director Legal de Enbridge.
- William T. Yardley (Presidente de Transmisión y Procesamiento de Gas): obtuvo su Grado en Economía por el Colby College y ha participado en el programa de Gestión Avanzada de la Escuela de Negocios de Harvard. A su vez, cuenta con un MBA por la Northeastern University. Además de Presidente de la división de Transmisión y Procesamiento de Gas, cargo que asumió en 2017, es el CEO de Spectra Energy Partners y Presidente de su Consejo de Administración.
- Cynthia Hansen¹¹ (Presidenta de Operaciones Energéticas): graduada en Comercio por la Universidad de Alberta y miembro del Alberta Institute for Chartered Accountants. Antes de unirse a Enbridge, trabajó como Principal en Pricewaterhouse Coopers. Como Presidenta de las

¹¹ Datos extra obtenidos de su perfil de LinkedIn (<https://ca.linkedin.com/in/cynthia-hansen-45441622>).

Operaciones Energéticas, Cynthia es la responsable de las operaciones de Enbridge Gas, así como de los activos de generación de energía.

- Guy Jarvis (Presidente de Tuberías Líquidas): graduado en Comercio por la Universidad de Saskatchewan. Cuenta con más de 33 años de experiencia en el sector del gas y del petróleo. Antes de ser nombrado Presidente del negocio de Tuberías Líquidas en 2014, ocupó el cargo de Director Comercial del mismo negocio.
- Byron Neiles (Presidente de Servicios Corporativos): graduado en Ciencias Políticas por la Universidad de Regina, así como en el programa de Gestión Avanzada de la Escuela de Negocios de Harvard. Además, cuenta con un MBA por la Haskayne School of Business de la Universidad de Calgary. Antes de unirse a Enbridge, trabajó como Asesor para dos Ministros de Energía en Ottawa. Desde 2016 es el Presidente de Servicios Corporativos, posición que incluye diversas tareas, como IT o Recursos Humanos.

En la tabla XIII, se puede observar el resumen del plan estratégico acordado por este equipo directivo, y tras este resumen, se procederá a su exposición de una forma más detallada.

Tabla XIII. Resumen del plan estratégico de Enbridge

Área	Objetivos
Reestructuración	<ul style="list-style-type: none"> • Centrarse en el negocio de tuberías y utilities para mantener su proposición de valor de bajo riesgo
Seguridad	<ul style="list-style-type: none"> • Principal objetivo de la compañía: seguir siendo el líder en seguridad y fiabilidad
CapEx	<ul style="list-style-type: none"> • Inversión en tres años de 22 mil millones de dólares en operaciones de reemplazo, construcción y expansión, centrándose en activos “offshore”
Finanzas	<ul style="list-style-type: none"> • Saneamiento del balance para conseguir ratings que permitan obtener financiación con condiciones atractivas • Reducción de costes por medio de un aumento de la optimización de sus sistemas y procesos
Medioambiente	<ul style="list-style-type: none"> • Reducción de la huella de CO2 en todos sus negocios

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la página web corporativa

La compañía, desde 2016, ha reducido el peso de su negocio de Tuberías Líquidas, pasando de suponer el 74,00% del total de su EBITDA en 2016 al 56,00% en 2018. Por otro lado, el negocio de Transmisión y Procesamiento de Gas es el que ha experimentado un mayor crecimiento, pasando de suponer el 8,00% de su EBITDA en 2016 a suponer el 24,52% en 2018. En gran medida, este cambio se debe a la fusión que se llevó a cabo con Spectra Energy Partners.

El plan estratégico para la compañía en los próximos tres años es el siguiente:

1. Centrarse en la seguridad y fiabilidad de sus operaciones: este es el objetivo número uno de la compañía, y pretenden continuar con su liderazgo en materia de fiabilidad y seguridad.
2. Ejecutar su programa de capital: durante los próximos 3 años planean invertir en crecimiento orgánico 22 mil millones de dólares. Dentro de sus planes de crecimiento se encuentran actividades de reemplazo de activos, de expansión y de construcción, como la construcción de un parque eólico “offshore”. La correcta ejecución de este programa de capital es clave para la empresa de cara a conseguir un correcto posicionamiento del negocio para el largo plazo.
3. Maximizar el valor de su negocio principal: la compañía está reestructurando su portfolio de activos para pasar a tener un modelo de negocio puro de compañía regulada de tuberías y “utilities”. Este modelo de negocio incluye terminales y tuberías líquidas, activos de transmisión y almacenamiento de gas, y activos centrados en el gas natural. Este reposicionamiento del portfolio permitirá a la compañía mantener su proposición de creación de valor con un bajo riesgo. Los activos previamente mencionados tienen una serie de características comunes: están estratégicamente posicionados, cuentan una fuerte sustentación comercial y ofrecen amplias oportunidades de crecimiento orgánico.
4. Posicionamiento para asegurar el crecimiento en el largo plazo: la compañía continuará evaluando oportunidades referentes a su negocio principal que se ajusten a su proposición de creación de valor y posicionen a la compañía con el mix de energía correcto para el futuro. A medida que

la compañía crece, Enbridge está totalmente comprometida a reducir su huella de carbono dentro de todos sus negocios. En consecuencia, el gas natural jugará un importante papel dentro de la empresa, y siguen viendo importantes oportunidades en los parques eólicos “offshore”.

5. Fortalecimiento de su posición financiera: su plan de atracción de capital a la compañía está diseñado de tal manera que les permita mantener sólidos ratings como una compañía perteneciente al grado de inversión. Además, estos ratings son claves para asegurar la entrada de capital en la empresa de manera eficiente, algo que es clave para el crecimiento en el futuro. En línea con esto, Enbridge ya está llevando a cabo una serie de medidas para conseguir tener uno de los balances de situación más saneados de la industria.
6. Completa integración y transformación: la compañía continuará centrada en optimizar sus sistemas y procesos y reducir sus costes por medio de la eficiencia para, de esta manera, asegurar que se mantienen como una compañía muy competitiva y efectiva en el futuro.

5.2.2 Descripción del vendedor: Spectra Energy Partners¹²

Spectra Energy Partners, compañía basada en Houston, Texas, es uno de los mayores “Master Limited Partnerships” (figura societaria típica de las compañías energéticas) de los Estados Unidos. La compañía se dedica principalmente al transporte por tuberías y almacenamiento de gas natural y crudo en Estados Unidos y Canadá. En concreto, cuentan con más de 15 mil millas de tuberías, 170 mil millones de pies cúbicos dedicados al almacenamiento de gas natural, y aproximadamente 5,60 millones de barriles para el almacenamiento de crudo.

Para que el lector pueda hacerse una idea del tamaño y salud de la compañía, en la tabla XIV se muestran sus principales magnitudes financieras en el año 2016 y 2017:

¹² El contenido de la sección se ha obtenido de la web corporativa de la compañía y de sus Cuentas Anuales, así como de las de Enbridge.

Tabla XIV. Principales magnitudes financieras de Spectra Energy en 2016 y 2017

	2016	2017
Ventas	\$ 2,53 Mk	\$ 1,95 Mk
EBITDA	\$ 1,88 Mk	\$ 1,46 Mk
Beneficio neto	\$ 1,16 Mk	\$ 0,61 Mk
BPA	2,84 \$/acción	0,77 \$/acción
Deuda financiera neta	\$ 6,64 Mk	\$ 8,46 Mk
Apalancamiento	3,53x EBITDA	5,79x EBITDA
CapEx	\$ 2,33 Mk	\$ 1,89 Mk

Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2017

Como se observa en la tabla XIV, la empresa cuenta con una deuda financiera neta de 8.424¹³ millones de dólares (2017), lo que representa 5,77x su EBITDA, por lo que se puede determinar que la empresa está muy apalancada. Sin embargo, al igual que ocurría con Enbridge, no es infrecuente encontrar estos ratios de deuda en empresas del sector energético pues son muy intensivas en capital, y el gran valor de sus activos fijos hacen que pueden soportar un mayor apalancamiento que empresas menos intensivas en capital.

Respecto a los negocios en los que la compañía se encuentra inmersa, la tabla XV ofrece una descripción de sus campos de actividad:

Tabla XV. Campos de actividad de Spectra Energy

Campo de Actividad	Descripción
Transmisiones en E.E.U.U.	Este negocio se dedica principalmente a la transmisión, almacenamiento y procesamiento de gas natural en noreste y suroeste de Estados Unidos. La mayoría del gas con el que operan no va destinado a particulares sino a clientes industriales o comerciales
Líquidos	Este segmento de la compañía se encarga del transporte y almacenamiento de crudo en la parte central de Estados Unidos y en Canadá. La mayor parte de sus clientes son refinerías, productores de petróleo y colocadores del crudo en el mercado

Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2017

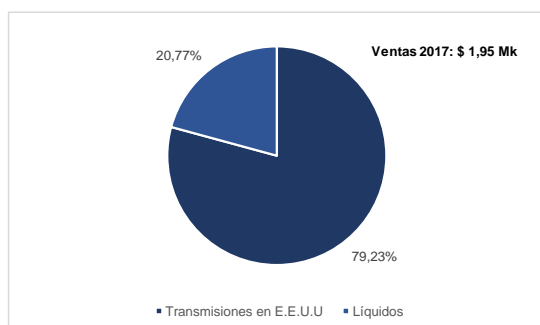
¹³ Calculada como: "interest payable" + "current portion of long-term debt" + "long-term debt" – "cash & equivalents".

A la vista de los ámbitos de actividad de la compañía, se desprende que todo su negocio está basado en el cobro de comisiones. Dentro de estas comisiones, más del 90% de las generadas por sus activos provienen de reservar capacidad de las líneas de transmisión y de los puntos de almacenamiento de la compañía a sus clientes. Estos contratos de reserva de capacidad tienen, en media, una duración restante de 9 años. En consecuencia, este perfil de negocio genera flujos de caja predecibles y regulares y minimiza la exposición de la compañía a las variaciones en el precio del gas natural y del crudo.

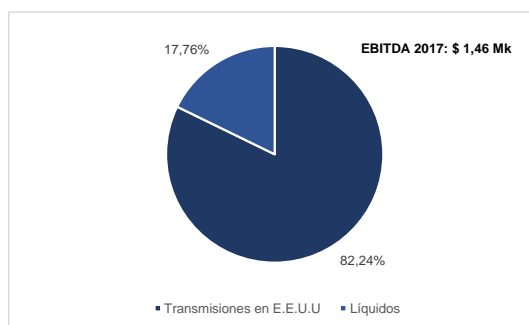
En cuanto a la importancia de sus divisiones en la compañía, de acuerdo con los gráficos XIII y XIV se observa que el negocio de Transmisiones E.E.U.U. es el que más contribuye a las ventas (79,23%) y al EBITDA (82,24%) de la compañía, mientras que el de Líquidos supone un 20,77% de las ventas y un 17,76% del EBITDA.

Gráfico XIII. Ventas de Spectra Energy por segmento sobre el total

Gráfico XIV EBITDA de Spectra Energy por segmento sobre el total



Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2017



Fuente: elaboración propia con datos de las Cuentas Anuales 2017

En lo que respecta a la Dirección de la compañía, puesto que la fusión se llevó a cabo en febrero de 2017, ya se conocen quiénes son los directivos de Spectra Energy Partners tras la fusión, y a fin de que el lector tenga una referencia de sus nombres y preparación, a continuación, se procederá a hacer una breve descripción de ellos:

- **Gregory L. Ebel (ex-CEO)**: cuenta con un BA por la Universidad de York. Antes de convertirse en CEO de Spectra Energy Partners ejerció otros cargos de responsabilidad en otras compañías. A saber, fue Director General de Fusiones y Adquisiciones para Duke Energy y Presidente de Union Gas Limited entre otros cargos. Tras la fusión de Spectra Energy

Partners con Enbridge, dejó su puesto como CEO de la primera para pasar a ser el Presidente del Consejo de Administración de Enbridge.

- William T. Yardley (CEO): graduado en Economía por el Colby College, también ha participado en el programa de Gestión Avanzada de la Escuela de Negocios de Harvard. A su vez, cuenta con un MBA por la Northeastern University. Además de Presidente de la división de Transmisión y Procesamiento de Gas de Enbridge, cargo que asumió en 2017, es el CEO de Spectra Energy Partners y Presidente de su Consejo de Administración, posiciones que ocupa a raíz de la fusión de ambas compañías.
- Laura J. Buss (VP de “Sponsored Vehicles”)¹⁴: graduada en Relaciones Internacionales por la Universidad de Wisconsin-Madison, realizó un Máster en la misma materia en la Universidad de Columbia. Lleva trabajando más de 20 años en la industria energética. Comenzó su carrera en Duke Energy, donde ejerció labores de análisis estratégico. Posteriormente se unió a Spectra Energy Partners, donde llegó a ejercer el cargo de CFO. Tras la fusión con Enbridge, es la responsable de la división de “Sponsored Vehicles” de ambas compañías.
- Vern Yu (CDO): cuenta con un Grado en Ciencias Aplicadas por la Queen’s University de Kingston y un MBA por la Universidad de Toronto. Antes de entrar en la compañía en 1993, trabajó como ingeniero para TransCanada Corporation y Bow Valley Industries. A lo largo de su carrera en Enbridge, siempre ha ejercido cargos corporativos o financieros hasta que fue nombrado Director de Desarrollo en 2016, posición desde la que busca oportunidades de crecimiento para la empresa. A raíz de la fusión, ejerce también de CDO de Spectra Energy Partners.
- Allen C. Capps (Controller)¹⁵: cuenta con un grado por la Universidad de Texas A&M y con un MBA por la Universidad de Texas. Antes de entrar

¹⁴ Datos extra obtenidos de su perfil de LinkedIn, (<https://www.linkedin.com/in/laura-buss-sayavedra-1a32134>).

¹⁵ Datos extra obtenidos de Market Watch (<https://www.marketwatch.com/investing/stock/enb/insiders?pid=16903841>).

al sector de la energía ejerció como auditor en empresas como Arthur Andersen o Ernst & Young. En la actualidad ejerce como Controller en Spectra Energy Partners y como Controller y Director General de Contabilidad en Enbridge.

- Patrick Hester¹⁶ (Secretario General): graduado en Ingeniería Civil por el Instituto Politécnico de Worcester, cuenta con un máster en la misma materia por la Northeastern University. A su vez, es “Juris Doctor” por la Escuela de Derecho de Suffolk. Antes de ser nombrado Secretario General de Spectra Energy Partners en 2014, trabajó como Asociado del Secretario General de la compañía durante 7 años. Tras la fusión con Enbridge, también ejerce como el encargado de la legislación del gas en Estados Unidos en dicha compañía.

Por otro lado, con el fin de conocer cuáles son los objetivos de la compañía para los próximos años, en la tabla XVI se muestra un resumen de su plan estratégico, y seguidamente se procederá a su exposición de una manera más detallada.

Tabla XVI. Resumen del plan estratégico de Spectra Energy

Área	Objetivos
General	<ul style="list-style-type: none"> • Creación de valor sostenible y de calidad superior
Crecimiento	<ul style="list-style-type: none"> • Orgánico: construcción de nuevas infraestructuras • Inorgánico: adquisiciones estratégicas • Participaciones en activos complementarios a los que ya tienen
Legal	<ul style="list-style-type: none"> • Asegurar la efectiva ejecución de los contratos ya firmados

Fuente: elaboración propia con datos de la web corporativa

El plan estratégico de Spectra Energy Partners consiste en la creación de valor sostenible y de calidad superior, tanto para sus inversores, como para sus clientes, trabajadores y comunidades implicadas por medio de la instalación de infraestructura para el transporte de gas natural, líquidos y crudo hasta mercados premium.

¹⁶ Datos extra obtenidos de su perfil de LinkedIn (<https://www.linkedin.com/in/patrick-hester-0568437>).

En cuanto a su objetivo de crecimiento, la compañía pretende hacerlo por medio de distintas vías. Entre ellas encontramos el crecimiento orgánico, la expansión de su infraestructura por medio de su construcción desde cero, así como una serie de adquisiciones estratégicas. Todas estas medidas tendrán como objetivo común la seguridad, la confianza, la satisfacción de las necesidades del consumidor y la rentabilidad, sin olvidar que son un medio de crecimiento.

En concreto, Spectra Energy Partners pretende continuar fortaleciendo su portfolio de activos, así como maximizar su valor ofreciendo unos servicios y operaciones líderes en el sector. Por otro lado, quieren asegurar la efectiva ejecución de los contratos ya acordados y generar valor para los accionistas aprovechando las oportunidades de crecimiento que encuentren en cada uno de los segmentos de los negocios en que operan. Por último, quieren expandir su cadena de valor mediante la participación en activos de infraestructura complementarios a los que ya tienen.

5.2.3 Análisis de la transacción

Al igual que se hizo en la transacción Bayer-Monsanto, en esta sección se procederá al estudio de la transacción Enbridge-Spectra Energy Partners en tres principales ámbitos: sentido de la transacción, financiación de la transacción y resultado de la transacción.

A) Sentido de la Transacción

Con anterioridad a la fusión, Enbridge tenía como principal activo sus infraestructuras de Tuberías Líquidas, las cuales suponían el 74% del EBITDA de la compañía en 2016 (Enbridge, 2016). Por su parte, Spectra Energy Partners cuenta como activo principal de su portfolio los gaseoductos. Por lo tanto, puede decirse que en esta fusión hay una perfecta complementariedad de negocios, ya que los puntos fuertes de cada negocio cubren los puntos débiles, o menos fuertes de cada uno.

No obstante, a esta complementariedad tipológica de los activos, le sigue una complementariedad geográfica, pues si los activos de Enbridge se expanden

principalmente por el oeste de Canadá y la parte del medio-oeste estadounidense, los activos de Spectra Energy Partners se extienden, en su mayoría, por el norte de los Estados Unidos, la zona de la costa del golfo y el medio-oeste, y en cuanto a las infraestructuras en terreno canadiense, se encuentran situadas en la provincia de British Columbia, la cual se localiza en el oeste de Canadá (Magill,2017).

De esta manera, Enbridge ha conseguido añadir 19.000 km de gaseoducto a su ya existente portfolio de 24.800 km, convirtiéndose de esta manera en la mayor empresa de infraestructura energética de Norte América con un Enterprise Value combinado de 127 mil millones de dólares (Scottmadden, 2017).

Además, la fusión traerá importantes beneficios en forma de sinergias. En primer lugar, Enbridge podrá sumar 1.40 millones de clientes retail de gas a su cuenta (Scottmadden, 2017), lo cual hará aumentar las ventas de la compañía de forma palpable. Pero la fusión no sólo traerá sinergias de ventas. También se espera obtener unas sinergias de reducción de costes por valor de 540 millones de dólares canadienses para 2019 y de 260 millones de dólares canadienses en el ámbito impositivo para el mismo año (Enbridge, 2017), así como mayores economías de escala, las cuales pueden ser muy importantes a la hora de negociar con los proveedores y clientes y obtener unas mejores condiciones en los contratos.

A su vez, la transacción contribuye a fortalecer el balance de situación de la compañía y le otorga flexibilidad financiera, a la que ayudan los flujos de caja provenientes de Spectra Energy Partners, los cuales se caracterizan por ser estables y predecibles, puesto que la compañía tiene un negocio basado en el cobro de comisiones, que se cobran, principalmente, por la reserva de parte de la capacidad de sus gaseoductos, de tal manera que les permite cubrirse ante las posibles fluctuaciones del precio de las materias primas, puesto que la vida media restante de estos contratos es de 9 años (Spectra Energy Partners, 2019).

En concreto, tan solo menos del 5% del EBITDA de la combinada procederá de negocios no basados en comisiones (Enbridge, 2016). A este dato, es muy importante añadir que el perfil de los clientes de la resultante será de bajo riesgo,

puesto que el 93% de sus ventas se realizarán a clientes con ratings de grado de inversión o equivalentes (Enbridge, 2016), lo cual aporta gran seguridad a la compañía en el cobro y, por lo tanto, permitirá a la empresa afrontar con mayor seguridad periodos de crisis.

También, es preciso tener en cuenta que el 96,00% de los flujos de caja de la combinada procederán de contratos a largo plazo del tipo “take or pay” (Enbridge, 2016), de tal manera que en caso de que algún cliente no cumpla con las cantidades a las que se había comprometido demandar, deberá pagar a la compañía una penalización.

En consecuencia, los contratos a largo plazo, la baja exposición a la fluctuación de los precios de las materias primas y los clientes con buenos ratings, hacen que el negocio de la combinada sea de bajo riesgo y de esta manera, pueda resistir en el mercado cualquiera que sea la parte del ciclo económico en que se encuentre (Enbridge, 2016).

En términos relativos, la transacción convertirá a Enbridge en la mayor empresa energética de infraestructura por “enterprise value” (vs el 4º lugar que ocupaba previamente), la 4ª empresa canadiense por capitalización bursátil (vs 8ª) y la 9ª empresa de energía por “enterprise value” más grande del mundo (vs 12ª) (Enbridge, 2016).

Por otro lado, la combinación de ambas compañías les permitirá tener un programa de crecimiento líder entre las empresas del sector, dedicando un total de 74 mil millones de dólares canadienses si se tienen en cuenta proyectos que ya se encuentran en ejecución y potenciales proyectos (Enbridge, 2016). Este programa de inversión será clave para conseguir el ambicioso objetivo de incrementar la remuneración a los accionistas, con el cual se pretende llegar a una tasa de crecimiento compuesto de los dividendos de entre el 10,00% y el 12,00% para el periodo 2017 – 2024, a la vez que se mantiene un pago de dividendos sobre el flujo de caja operativo disponible de entre el 50,00% y el 60,00% (Enbridge, 2016).

En cuanto al momento en que se produjo la transacción, en el año 2016 se anunciaron varias transacciones de fusión y adquisición en el sector energético.

Por ejemplo, la intención de EOG Resources de comprar Yates Petroleum Corp. por 2,50 mil millones de dólares o la compra de Columbia Pipeline Group por TransCanada Corp. por 10,20 mil millones de dólares (Naidu and Singh, 2016). Este movimiento en el sector se produce como consecuencia de la fuerte bajada que se produjo en los precios del petróleo y el gas natural a mediados de 2014, el cual dejó patente la necesidad de las compañías de infraestructura energética (oleoductos y gaseoductos) de fusionarse para poder sobrevivir a la creciente presión que suponía tener capacidad libre en sus infraestructuras y tarifas variables en función del volumen de compra, los cuales frenaban el crecimiento de los dividendos (Naidu and Singh, 2016).

En definitiva, la transacción gozaba de un alto sentido estratégico, no sólo por razones de complementariedad de ambos negocios y una mejora en la estabilidad de los flujos de caja para Enbridge, sino por el momento del ciclo económico por el que estaban pasando las compañías de infraestructura energética.

B) Financiación de la transacción

La transacción llevada a cabo por Enbridge frente a Spectra Energy Partners tomó la forma de fusión. En concreto, la primera ofreció a la segunda 0,98 acciones por cada 1 de las suyas. Este ratio de canje se hizo tomando como referencia el valor de las acciones de Enbridge a su precio de cierre de 53,35 dólares canadienses el día 2 de septiembre de 2016. Dicha oferta suponía una prima de aproximadamente el 11,50% sobre el valor de cotización de las acciones de Spectra Energy Partners al cierre de la sesión del mismo día. Esta oferta suponía valorar la compañía en 28 mil millones de dólares. Para conseguir dicho capital, Enbridge emitió aproximadamente 694 millones de nuevas acciones (Enbridge, 2016).

Por otro lado, también se acordó que la compañía asumiese 22 mil millones de dólares de deuda existente en el balance de Spectra. En consecuencia, la compañía pretendía vender activos no esenciales por valor de 2 mil millones de

dólares en los 12 meses siguientes a la compra con el fin de sanear su Balance de Situación (Enbridge, 2016).

Como resultado final de la transacción, los accionistas de Enbridge se quedaron con el 57,00% de la empresa combinada y los de Spectra Energy Partners con el 43,00% restante (Enbridge, 2016).

C) Resultado de la transacción

Al igual que se hizo en el análisis de la transacción Bayer-Monsanto, en este apartado se procederá a la determinación del impacto que tuvo en la cotización de Enbridge el anuncio de su fusión con Spectra Energy Partners.

Para ello, el estudio se centrará en los movimientos que la cotización tuvo, tanto en las horas posteriores al anuncio, como en la semana posterior al mismo, así como la evolución que su precio ha tenido hasta el 14 de febrero de 2019 con el fin de poder concluir el impacto que la fusión supuso para los accionistas de Enbridge tanto en el corto como en largo plazo. El resumen de estos movimientos se puede observar en la tabla XVII:

Tabla XVII. Resumen de la evolución de la cotización de Enbridge

Pago	Día del anuncio	+1 semana	Largo plazo
Stock	4,30%	5,13%	-13,20%

Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance

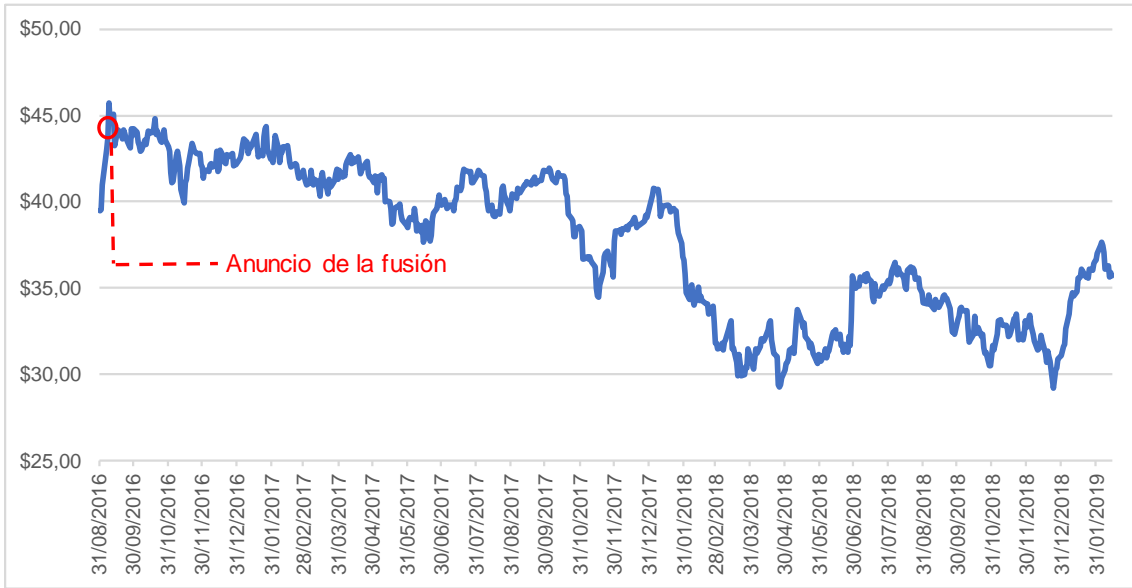
- **Día del anuncio:** la transacción se anunció a los medios el 6 de septiembre de 2016. Dicho día la acción de Enbridge abrió en la bolsa de Nueva York a un precio de 41,13 dólares y con el anuncio subió un 4,30% hasta situarse en los 42,77 dólares, según Reuters (Naidu and Singh, 2016).
- **Días posteriores:** una semana más tarde, el 13 de septiembre de 2016, la acción cotizaba a 43,24 dólares en la hora del cierre de la bolsa, lo que supone un crecimiento del 5,13% respecto al precio de cotización con el que la acción abrió el día del anuncio. En cuanto a la cotización media durante la semana posterior, ésta se mantuvo en 44,46 dólares.

- Efecto en el corto plazo: como se ha podido apreciar en los párrafos anteriores, el anuncio de la fusión tuvo un efecto positivo en el corto plazo con subidas del 4,30% el día del anuncio y del 5,13% una semana más tarde. Este incremento del precio de cotización implica que el mercado vio con buenos ojos la fusión, algo que no era de extrañar, puesto que como se expuso anteriormente, la transacción tenía gran sentido estratégico para Enbridge, dando lugar a la mayor compañía de infraestructura energética de Norte América.
- Efecto en el largo plazo: al cierre de la sesión del 14 de febrero de 2019, casi dos años y medio después de la fusión, la acción de Enbridge cotizaba a 35,70 dólares, lo que supone una bajada del 13,20% respecto al precio con el que abrió el día del anuncio de la fusión. Dicha bajada no se debe a una falta de sentido estratégico de la transacción, sino al entorno en el que se encuentran las empresas energéticas. Algunos competidores, como TransCanada, también ha experimentado una bajada del 8,11% para el mismo periodo. En el caso del también operador de infraestructura energética Kinder Morgan, dicha bajada ha sido del 15,71%. Como se puede ver, la bajada de la cotización no es algo que afecte únicamente a Enbridge, sino que es algo que les ha ocurrido a las principales empresas del sector.

No obstante, es preciso tener en cuenta que el beneficio neto de la compañía desde que se completó la fusión en 2017 ha disminuido. Además, es preciso determinar que la transacción ha sido dilutiva en el largo plazo para los accionistas, pues el beneficio diluido por acción ha pasado a ser de 1,46 dólares canadienses en 2018, mientras que en 2017 y en 2016 se encontraba en 1,65 y 1,93 dólares canadienses respectivamente (Enbridge, 2018).

El gráfico XV, que se encuentra a continuación, expone de una manera muy clara cómo ha ido evolucionando la cotización de Enbridge desde que anunció la fusión con Spectra Energy Partners hasta febrero de 2019.

Gráfico XV. Evolución de la cotización de Enbridge para el periodo 31-08-16 a 14-02-19



Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance

6. Conclusión

Tras haberse analizado 15 transacciones de M&A que se encontraban entre las 10 más grandes de 2016 y 2017, los datos concluyen que el método con el que se financian las transacciones afecta a la rentabilidad de los accionistas de la empresa compradora en forma de movimientos en el precio de cotización de sus acciones, y es que en aquellas transacciones en las que se utilizó efectivo exclusivamente, la rentabilidad media en el largo plazo es del 17,35% respecto del precio de cotización al cierre de la sesión del día anterior al anuncio de la transacción, frente a un 0,04% en los que se utilizó financiación combinada y frente a un -1,70% en aquellos en los que se utilizaron acciones de manera exclusiva.

De esta manera, se confirman las conclusiones obtenidas por autores como Huang y Walkling (1987), Franks, Harris y Mayer (1988), Eckbo y Langohr (1989) o Agrawal, Jaffe, y Mandelker (1992), que sostienen que las transacciones financiadas con efectivo generan unos retornos mayores que aquellas financiadas con acciones; o de autores como Kaplan (2016) o Loughran y Vijh (1997), los cuales, en línea con lo anterior, sostienen que pagar con acciones indica al mercado que la Dirección de la compañía compradora piensa que sus acciones están sobrevaloradas, generando un descuento en su precio.

En particular, tras ese primer estudio general, se utilizó el método del caso para analizar en profundidad la transacción Bayer-Monsanto, como transacción financiada en su totalidad en efectivo, y la de Enbridge-Spectra Energy Partners, como transacción financiada completamente en acciones. A priori, se tratan de transacciones similares puesto que ambas son grandes transacciones en cuanto a su valor, y son del tipo “focus”, es decir, realizadas para fortalecer uno de los negocios ya presentes en las compañías, en vez de ser realizadas para diversificar su actividad entrando en otro tipo de negocios.

De acuerdo con Rehm, Uhlaner y West (2012), estas son unas de las premisas que afectan a la rentabilidad de una transacción de M&A y, en consecuencia, que sean del mismo tipo aumenta su comparabilidad. No obstante, pertenecen a industrias distintas. Bayer se dedica principalmente al sector farmacológico y

de ciencias del cultivo, mientras que Enbridge centra su actividad en el sector de infraestructura energética.

En la tabla XVIII el lector podrá ver de forma resumida la comparativa entre ambas transacciones:

Tabla XVIII. Comparativa entre la transacción Bayer- Monsanto y Enbridge-Spectra Energy

Tópico	Bayer	Enbridge
Financiación	Cash	Stock
Valor de la transacción	\$ 64,10 Mk	\$43,08 Mk
Prima pagada	37,00%	11,50%
Sinergias	\$ 1,50 Mk	CAD 0,80 Mk
Rentabilidad día del anuncio	-8,20%	4,30%
Rentabilidad +1 semana	-9,61%	5,13%
Rentabilidad a largo plazo	0,89%	-13,20%
Geografía comprador-vendedor	Alemania – E.E.U.U.	E.E.U.U.- E.E.U.U.
Industria principal	Farma/Cultivos	Infraestructura Energética
Tipo de transacción	Focus	Focus
EBITDA 2017	€ 8,56 Mk	CAD 10,32 Mk
Deuda financiera neta 2017	0,41x EBITDA	6,27x EBITDA

Fuente: elaboración propia

En cuanto a sus respectivas rentabilidades, Bayer tiene una rentabilidad del 0,89% en el largo plazo¹⁷, mientras que Enbridge tiene una rentabilidad de -13,20%. Es necesario recordar, que esta diferencia de rentabilidades se explica en parte por la forma de financiación. Como se ha explicado a lo largo del análisis, el pagar con efectivo implica que ha habido un trabajo muy profundo de investigación de la viabilidad de la compra e integración de la empresa adquirida, pues si financias la compra con deuda estarás imponiendo a tu balance una pesada carga, y de no funcionar la adquisición, la compradora podría verse inmersa en importantes problemas financieros. En concreto, Bayer utilizó un préstamo de 57 mil millones de dólares para financiar parte de la transacción, lo que supone una cantidad de dinero mayor a la capitalización bursátil de Iberdrola, tercera empresa más grande del IBEX 35.

¹⁷ Medida el día anterior (09-08-18) al que se dictó sentencia declarando el herbicida de Monsanto "Roundup" como cancerígeno

Gracias al estudio tan profundo, Bayer fue capaz de descubrir valor oculto en Monsanto, lo que explica que pagase la prima más alta (37,00%) de todas las transacciones financiadas íntegramente en efectivo o con acciones analizadas, y como demuestra la rentabilidad, no sobrepagó por la compañía.

Sin embargo, Enbridge decidió financiar la transacción con acciones. Esta elección tiene un coste financiero igual a cero para la compañía, puesto que como sólo se tienen que emitir acciones, los únicos afectados son los accionistas, que ven diluida su participación en la empresa compradora, a parte de los costes administrativos y de transacción asociados a la emisión. Esto desemboca en un menor temor a sobrepagar por la compañía, temor que se ve aún más difuminado por el hecho de que las acciones de la compradora se encuentran en máximos, como es el caso, pues las acciones de Enbridge se encontraban en máximos desde hace más de un año antes del anuncio y hasta hoy en día.

Por lo tanto, el ratio de canje aguanta precios de compra superiores, a pesar de que no se vean justificados por sinergias. Esta falta de justificación hace que, aunque la prima que se pagó sea menor que en la transacción de Bayer (11,50% vs 37,00%), Enbridge sobrepagase por la vendedora y Bayer no, lo cual en el largo plazo ha generado un lastre para la primera y no para la segunda. Si atendemos a las sinergias esperadas, se puede observar como Bayer tiene unas expectativas mayores que Enbridge (\$1,50 Mk vs CAD 0,80 Mk) lo que a su vez explica que la prima pagada por la compañía alemana sea mayor.

Además, a pesar de que ambas transacciones tienen un alto grado de sentido estratégico, la razón última por la que se llevaron a cabo es distinta. En el caso de Enbridge, las compañías del sector energético en general y las de infraestructura energética en particular estaban pasando por un mal momento en 2016, de tal manera que la consolidación del mercado se hizo una necesidad ante los márgenes y comisiones decrecientes.

Sin embargo, Bayer llevó a cabo la compra de Monsanto como una oportunidad, pues el mercado agroquímico estadounidense también estaba pasando por momentos difíciles, y se llevaron a cabo transacciones de consolidación como la

fusión Dow-DuPont. No obstante, ni Bayer opera principalmente en el mercado estadounidense ni tiene el sector agrícola como su fuente principal de ingresos, por lo que no se vio avocada a una fusión a fin de mantener a flote la compañía, sino que, como se ha mencionado, lo vio como una gran oportunidad de aumentar su presencia en E.E.U.U, y de hacerse con uno de los líderes del sector, el cual cuenta con una de las tecnologías más punteras en lo referente a cultivos a nivel mundial, entre otras razones. De esta manera pudo hacerse con Monsanto en unos términos beneficiosos para la compañía alemana.

Por ello se estima, que la situación de oportunidad vs necesidad también ha influido en el éxito y fracaso de una y otra transacción.

7. Bibliografía

Bayer web corporativa.

(<https://www.bayer.com/>; <https://media.bayer.com/baynews/baynews.nsf/id/ADSF8F-Bayer-and-Monsanto-to-Create-a-Global-Leader-in-Agriculture>; Última vez accedido: 27/03/2019).

Buss, Laura. Perfil de LinkedIn.

(<https://www.linkedin.com/in/laura-buss-sayavedra-1a32134/>; Última vez accedido: 27/02/2019).

Bruner, Robert. 2005. *Deals from hell*, Capítulo 2, p.9. Estados Unidos: John Wiley & Sons.

Capps, Allen. Perfil de Market Watch.

(<https://www.marketwatch.com/investing/stock/enb/insiders?pid=16903841>; Última vez accedido: 27/02/2019).

Courduroux, Pierre. Perfil de LinkedIn.

(<https://www.linkedin.com/in/pierre-courduroux-6a265314a/>; Última vez accedido: 20/02/2019).

Detrick, Hallie. 2018. *The Justice Department is going to let Bayer buy Monsanto. Here's why it matters*. Fortune.

(<http://fortune.com/2018/04/10/bayer-monsanto-deal-doj-approval/>; Última vez accedido: 20/02/2019).

Eckbo, Espen y Herwig Langohr. 1989. *Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums*. Journal of Financial Economics 24, p.363-403. Estados Unidos: Elsevier.

Eckbo, Espen, Ronald M. Giammarino, y Robert L. Heinkel. 1990. *Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests*. Review of Financial Studies 3, p.651-675. Reino Unido: Oxford University Press.

Enbridge web corporativa.

(<https://www.enbridge.com/>; Última vez accedido: 27/03/2019).

Enbridge. 2016. *Enbridge Inc. and Spectra Energy Corp Combine to Create North America's Premier Energy Infrastructure Company*. Canadá: Relaciones con inversores de Enbridge.

(https://www.enbridge.com/~/_media/Enb/Documents/Investor%20Relations/2016/ENBS_Sept62016_Presentation.pdf; Última vez accedido: 27/03/2019).

Enbridge. 2017. *Investment Community Presentation*. JP Morgan Conference Presentation. Canadá: Relaciones con inversores de Enbridge

(<https://www.enbridge.com/~media/Enb/Documents/Investor%20Relations/2017/JPMorgan%20Conference%20Presentation%20ENB%20-%20FINAL.pdf>; Última vez accedido: 27/03/2019).

Enbridge. 2018. *Enbridge Inc. Management's Discussion and Analysis*. Canadá: Relaciones con inversores de Enbridge.

(https://www.enbridge.com/investment-center/reports-and-sec-filings/~media/Enb/Documents/Investor%20Relations/2018/2018_ENB_Q4_MDAandFS.pdf; Última vez accedido: 27/03/2019).

Fraley, Robert. Perfil de LinkedIn.

(<https://www.linkedin.com/in/robbfraley>; Última vez accedido: 27/02/2019).

Fraley, Robert. Perfil de World Food Prize.

(https://www.worldfoodprize.org/en/laureates/2010__2017_laureates/2013__van_montagu_chilton_fraley/; Última vez accedido: 27/02/2019).

Fraley, Robert. Perfil de Farm Progress.

<https://www.farmprogress.com/business/robert-fraley-retires-will-remain-gmo-evangelist>; Última vez accedido: 27/02/2019).

Franks, Julian R., Robert S. Harris y Cohn Mayer. 1988. *Means of Payment in Takeovers: Results for the U.K. and the U.S.* Estados Unidos: National Bureau of Economic Research: Corporate Takeovers: Causes and Consequences, University of Chicago Press.

Gelfand, Michael, Sarah Gordon, Chengguang Li, Virginia Choi y Piotr Prokopowicz. 2018. *One reason mergers fail: the two cultures aren't compatible*. Estados Unidos: Harvard Business Review.

(<https://hbr.org/2018/10/one-reason-mergers-fail-the-two-cultures-arent-compatible>; Última vez accedido: 27/03/2019).

Ghosh, Alope y William Ruland. 1998. *Managerial ownership, the method of payment for acquisitions, and executive job retention*. The Journal of Finance, 53(2), p.785-798. Estados Unidos: Wiley Online Library.

Hansen, Cynthia. Perfil de LinkedIn.

(<https://ca.linkedin.com/in/cynthia-hansen-45441622>; Última vez accedido: 27/02/2019).

Hester, Patrick. Perfil de LinkedIn.

<https://www.linkedin.com/in/patrick-hester-0568437>; Última vez accedido: 27/02/2019).

Huang, Y-S y Ralph A. Walkling. 1987. *“Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment Method, Acquisition Form, and Managerial Resistance.”* Journal of Financial Economics, 19, p.329-349. Estados Unidos: Elsevier.

Ideaspharma. 2017. *Las 15 farmacéuticas con más poder en el mundo.* España: Ideaspharma página web.

(<https://ideaspharma.com/2017/08/03/las-15-farmaceuticas-con-mas-poder-en-el-mundo/>; Última vez accedido: 20/02/2019).

Investopedia. *3 reasons why Bayer is interested in Monsanto.* Investopedia página web.

(<https://www.investopedia.com/articles/markets/052316/3-reasons-why-bayer-interested-monsanto.asp> ; Última vez accedido: 20/02/2019).

JP Morgan. 2018. *2018 Global M&A Outlook. Navigating consolidation and disruption.* Estados Unidos: JP Morgan página web.

(<https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320744801603.pdf>; Última vez accedido: 19/02/2019).

Kaplan, Steve. 2016. *Forget what you have read most mergers create value.* Estados Unidos: Chicago Booth.

(<http://review.chicagobooth.edu/finance/2016/article/forget-what-youve-read-most-mergers-create-value>; Última vez accedido: 20/02/2019).

Kargin, Sibel. 2001. *Mergers and tender offers: a review of the literature.* Yönetim Ve Ekonomi, vol. 7, no. 1, p.250. Turquía: Celal Bayar University.

Koi-Akrofi, Godfred. 2016. *Mergers and Acquisitions failure rates and perspectives on why they fail.* International Journal of Innovation and Applied Studies. 17. p.150-158.

Loughran, Tim y Anand M. Vijh. 1997. *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?.* Journal of Finance vol. 52, no. 5, p.1765-1790. Estados Unidos: Wiley Online Library.

Magill, Jim. 2017. *Enbridge completes acquisition of Spectra Energy.* Houston: S&P Global.

(<https://www.spglobal.com/platts/en/market-insights/latest-news/natural-gas/022717-enbridge-completes-acquisition-of-spectra-energy>; Última vez accedido: 20/02/2019).

Monaco, Al. Perfil de la Universidad de Alberta.

(<https://cloudfront.ualberta.ca/-/media/business/about/documents/ericgeddes/al-monaco-bio.pdf>; Última vez accedido: 27/02/2019).

Monsanto web corporativa.

(<https://monsanto.com/>; Última vez accedido: 20/02/2019).

Murray, Alan. 2016. *Why Bayer wants Monsanto*. Fortune.

(<http://fortune.com/2016/05/19/bayer-monsanto-merger-approach-brainstorm/>; Última vez accedido: 20/02/2019).

Naidu, Richa y Sweta Singh. 2016. *Enbridge buying Spectra in \$28 billion deal*. Reuters.

(<https://www.reuters.com/article/us-spectra-energy-m-a-enbridge-inc-idUSKCN11C13H>; Última vez accedido: 20/02/2019).

Preete, Kerry. Perfil de LinkedIn.

(<https://www.linkedin.com/in/kerry-preete-41b06014>; Última vez accedido: 27/02/2019).

Reglero, Jesús. *¿Efectivo o acciones? Una aproximación diferente para analizar la bondad de los medios de pago en adquisiciones de empresas y su aplicación para una muestra de adquisiciones en España en el periodo 2002-2018*. España: pendiente de publicación.

Rehm, Werner, Robert Uhlener y Andy West. 2012. *Taking a longer term look at M&A value creation*. Estados Unidos: Mckinsey página web.

(<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/taking-a-longer-term-look-at-m-and-a-value-creation>; Última vez accedido: 20/02/2019).

Roumeliotis, Greg y Mike Stone. 2016. *Bayer offers to buy Monsanto in global agrochemicals shakeout*. Reuters.

(<https://www.reuters.com/article/us-monsanto-m-a-bayer-idUSKCN0YA054>; Última vez accedido: 20/02/2019).

Scottmadden. 2017. *Enbridge and Spectra Energy Mega-Merger impacts*. Estados Unidos: Scottmadden página web.

(<https://www.scottmadden.com/insight/enbridge-spectra-energy-mega-merger-impacts/>; Última vez accedido: 20/02/2019).

Smith, Pam. 2018. *After the buyout, Bayer/Monsanto leadership team announced*. Progressive Farmer.

(<https://www.dtnpf.com/agriculture/web/ag/news/article/2018/05/07/bayermonsanto-leadership-team>; Última vez accedido: 28/03/2019).

Spectra Energy Partners web corporativa.

(<http://www.spectraenergypartners.com/>; Última vez accedido: 27/03/2019).

Stulz, René. 1988. *Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control*. Journal of financial Economics, vol. 20, p. 25-54. Estados Unidos: Elsevier.

Zainal, Zaidah. 2007. *Case study as a research method*. Jurnal Kemanusiaan, vol. 5. p.4. Malasia: USM.

Zozaya, Néboa. 2007. *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*. p.5. España: Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa. Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

(<http://www.ipyme.org/publicaciones/las%20fusiones%20y%20adquisiciones%20como%20formula%20de%20crecimiento%20empresarial.pdf>. Última vez accedido: 27/03/2019).