



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Análisis de la Bondad del Método de Pago en el Marco de las Operaciones Transformacionales

Autor: Alejandro Samaniego Jurado

Director: Jesús Javier Reglero Sánchez

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. OBJETIVOS.....	1
1.2.- METODOLOGÍA.....	1
2. MARCO TEÓRICO	2
2.1 LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA ACTUALIDAD.	2
3. ANÁLISIS GENERAL DE LOS MEDIOS DE PAGO	5
3.2 CARENCIAS DE LOS MECANISMOS ACTUALES.	8
4. OPERACIÓN TRANSFORMACIONAL.	8
4.1. DEFINICIÓN DE OPERACIÓN TRANSFORMACIONAL.	8
5. ANALISIS DE TRANSACCIONES.	10
5.1. ANÁLISIS DE TRANSACCIÓN MEDIANTE EFECTIVO: DS SMITH- EUROPAC.....	10
<i>5.1.1. Descripción del adquirente: DS Smith</i>	<i>11</i>
<i>5.1.2. Descripción del adquirido: Europac.</i>	<i>15</i>
<i>5.1.3.- Análisis de la Transacción</i>	<i>19</i>
5.2. ANÁLISIS DE TRANSACCIÓN MEDIANTE ACCIONES: MERLIN- METROVACESA	25
<i>5.2.1. Descripción del adquirente: Merlin Properties SOCIMI, S.A.....</i>	<i>25</i>
<i>5.2.2. Descripción del Adquirido: Metrovacesa</i>	<i>28</i>
<i>5.2.3. Análisis de la Transacción.....</i>	<i>31</i>
6. CONCLUSIÓN.	37
7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	41

Resumen

Las fusiones y adquisiciones (en adelante, F&A) se pueden considerar una de las actividades de mayor calado y envergadura de la actividad financiera, y son muchos los aspectos relacionados con las mismas que han sido objeto de estudio y debate durante los últimos años. Un aspecto esencial de estas operaciones, y que quizás no ha sido analizado en tanta profundidad como el resto, es el de los métodos de pago a utilizar, efectivo o acciones, y la bonanza de cada uno de ellos.

El presente trabajo de investigación pretende ahondar en este asunto, centrando el estudio en un tipo particular de operaciones, las llamadas "Operaciones Transformacionales". Estas operaciones, así calificadas por el Profesor Jesús Reglero Sánchez, pretenden centrar el análisis de la bonanza en transacciones que cumplan una serie de requisitos particulares y que permitan aislar los elementos necesarios para llegar a una conclusión objetiva y acertada sobre la conveniencia del método concreto de pago.

Abstract

Mergers and acquisitions (hereinafter M&A) can be considered one of the most important and far-reaching activities in the financial practice, and there are many aspects related to them that have been studied and discussed during the recent past. An essential aspect of these operations, and one that has perhaps not been analysed in as much depth as the rest, is that of the payment methods to be used, cash or shares, and the goodness of each of them.

The present research work intends to go further into this matter, focusing the study on a particular type of operations, the so-called "Transformational Operations". These operations, so described by Professor Jesús Reglero Sánchez, aim to focus the analysis on transactions that meet a series of particular requirements and that allow the isolation of the necessary elements to reach an objective and accurate conclusion on the suitability of the specific method of payment.

Palabras Clave: métodos de pago, fusiones, adquisiciones, acciones, efectivo, cotización, financiación, DS-Smith, Europac, Merlin, Metrovacesa.

Keywords: payment method, mergers, acquisitions, shares, cash, price, financing, DS-Smith, Europac, Merlin, Metrovacesa.

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA I. Información Financiera de DS Smith en 2017 y 2018.....	11
TABLA II. Información Financiera de Europac en 2017 y 2018.....	16
TABLA III. Financiación de la Operación DS Smith-Europac.....	22
TABLA IV. Evolución del Precio de la Acción de DS Smith.....	23
TABLA V. Información Financiera de Merlin en 2014 y 2015.	27
TABLA VI. Información Financiera de Metrovacesa en 2014 y 2015.	29
TABLA VII. Financiación de la Operación Merlin-Metrovacesa	34
TABLA VIII. Evolución del Precio de la Acción de Merlin.....	35
TABLA VIII. Comparativa de Transacciones DS-Smith vs Merlin.....	38

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO I. Modelo de negocio de DS Smith.	13
GRÁFICO II. Modelo de Negocio de Europac.	17
GRÁFICO III. Evolución del Precio de la Acción de DS Smith.....	25
GRÁFICO IV. Resumen de los Activos en Cartera de Merlin.....	26
GRÁFICO V. Resumen de los Activos en Cartera de Metrovacesa.....	29
GRÁFICO VI. Esquema Organizativo de la Operación Merlin-Metrovacesa	32
GRÁFICO VII. Evolución del Precio de la Acción de Merlin	36

1. INTRODUCCIÓN

1.1. OBJETIVOS

- a) Analizar el panorama actual en cuanto a los mecanismos de determinación de la bonanza del medio de pago elegido en operaciones de F&A, analizando sus ventajas e inconvenientes.
- b) Llevar a cabo una aproximación a la Operación Transformacional como método de análisis de la bonanza anteriormente mencionada, poniendo de manifiesto sus principales características y enjuiciando su conveniencia o no para el conjunto de transacciones actuales.
- c) Realizar un análisis, aplicando la metodología de la Operación Transformacional, en el que se comparen dos operaciones del mismo sector, una mediante efectivo y otra mediante acciones, a fin de determinar, en atención a distintos factores a posteriori, la mayor a menor bonanza de cada uno de estos métodos de pago.

1.2.- METODOLOGÍA

La metodología utilizada ha sido eminentemente deductiva, partiendo de un resumen generalizado de las operaciones de M&A actuales y los distintos métodos de valoración de bonanza de medios de pago que existen, para, pasando por un análisis de sus fortalezas y debilidades, arribar al planteamiento de la Operación Transformacional como alternativa a los mismos. Tras esto, se procede a llevar a cabo un análisis pormenorizado de dos tipos de operaciones, una ejecutada mediante efectivo como medio de pago, y otra mediante acciones. Se estudiarán distintos aspectos de las mismas, tanto actores implicados como motivaciones, pasando por el desarrollo y aprobación de cada operación. Una vez se ha estudiado cada una de ellas se procede a realizar una comparación entre los resultados de las mismas, a fin de extraer una conclusión acerca de la pertinencia y bonanza de cada uno de los métodos.

2. MARCO TEÓRICO

2.1 LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA ACTUALIDAD.

Las fusiones y adquisiciones, o Mergers and Acquisitios (en adelante, M&A), como comúnmente se denominan en los mercados financieros actuales, son fórmulas de crecimiento empresarial inorgánico consistentes en la combinación de dos compañías, que puede dar lugar bien a la completa absorción de una empresa por otra, bien a la combinación de ambas mediante la creación de una nueva empresa. Una definición más técnica señala que son un conjunto de transferencias deliberadas de control y propiedad de un negocio organizado en una o más sociedades. Coates, (2014). Hay que tener en cuenta que, en gran cantidad de ocasiones, las operaciones de M&A llevan aparejados procesos de reestructuración, que pueden definirse como una modificación deliberada, significativa e inusual en la organización y operaciones de un negocio, y que suelen ocurrir en situaciones o bien de dificultades financieras o cuando se producen cambios en la propiedad del capital, tal y como ocurre en las operaciones de M&A. Estos dos procedimientos, junto con la fundación o la liquidación empresarial son los grandes sucesos que puede vivir una compañía tanto por su magnitud como por su potencial complejidad, pues son muchos los actores e intereses involucrados Coates, (2014). Esto, además, es especialmente cierto en un contexto donde la globalización ha alumbrado mercados internacionales y profundamente interconectados.

Las operaciones de M&A pueden clasificarse, en función de su naturaleza jurídica, en compra de activos, compra de capital, o fusiones. La compra de activos posee la ventaja de que permite al adquirente elegir cuáles son los activos concretos en los que está interesado, dejando fuera de la operación aquellos que no le sean de utilidad o simplemente no considere atractivos. La desventaja es la mayor complejidad aparejada a la operación, pues habrá que transferir la propiedad de cada uno de los activos, con todo lo que ello conlleva en términos de *Due Dilligence* y costes procedimentales. La compra de acciones o participaciones permite hacerse con la propiedad de la sociedad en su conjunto. En este caso la desventaja es precisamente no tener capacidad de elección en cuanto a los activos de la compañía en los que existe interés. No obstante, ante esto

siempre pueden llevarse a cabo operaciones tales como escisiones o segregaciones que permiten sacar del patrimonio de la sociedad aquellos elementos que no se desean.

En lo relativo al contexto del mercado de M&A, vemos cómo el número y la magnitud de estas operaciones ha ido en aumento en los últimos años, y si bien Estados Unidos sigue a la cabeza en cuanto a número y tamaño de las mismas a escala de país con alrededor de 15.000 operaciones en el año 2019 Imaa Institute, (2019), vemos cómo otros actores van ganando inercia. En la última década vemos una generalización de estas operaciones en Europa, yendo de la mano de la globalización, la incorporación de los países del Este a la Unión Europea, la eliminación de barreras a la inversión extranjera y los avances en materia de gobierno corporativo Feito, Menéndez, (2011). Por otro lado, en los últimos años hemos sido testigos de un caldo de cultivo en el ámbito económico muy positivo. Como vulgarmente se dice, cuando se toca fondo únicamente se puede subir, y algo similar fue lo que ocurrió tras la crisis financiera de 2008. Los países comenzaron a rebotar y experimentar tasas muy positivas de crecimiento del producto interior bruto, acompañadas por niveles de inflación adecuados y un gran descenso de las tasas de desempleo. A todo esto hay que añadir, además, un entorno de tipos de interés muy bajos, en parte impulsados por los bancos centrales, que unidos a planes de inyección de liquidez han sentado las bases necesarias para una financiación fácil y barata que ha derivado en esta situación de crecimiento de las operaciones de M&A que hemos comentado.

Como es evidente, estas operaciones son cíclicas y se ven afectadas por la evolución del panorama económico mundial, contando con épocas expansivas y otras defensivas o de concentración que permitan perpetuar y fortalecer negocios ante la adversidad. Así vemos cómo se producen una serie de denominadas “olas” de operaciones. Este carácter cíclico no es una mera apreciación, sino que cuenta con base empírica a partir de 1993 con estudios como los de Golbe o White, Martinova, 2006. Ha habido diversas oleadas de operaciones a partir de principios de los años 90. Estas comenzaron en Estados Unidos con una serie de operaciones en el seno de un sector industrial que crecía a gran ritmo, finalizando cerca del año 2007 cuando se produce el inicio de la crisis. En esta última oleada el papel de la globalización fue fundamental, y las barreras geográficas perdieron relevancia en un mercado marcado por un fuerte elemento internacional.

Lo que es claro es tanto el papel primordial que estas operaciones tienen como forma de crecimiento inorgánico y como el impacto e importancia de las mismas sobre la economía real, de ahí que sea tan necesario comprenderlas adecuadamente y dotarnos de herramientas que permitan que lleguen a buen puerto.

Las F&A son de tipología, tamaño y complejidad variadas, pero si hay algo común a todas ellas, es el hecho de que, en el seno de las mismas, se lleva a cabo una inversión realizada con cierto grado de incertidumbre Ross, Westerfield, Jaffe, Jordan (2011). El racional básico de una fusión o adquisición es que esta genere valor para los accionistas. Es cierto que hay motivos estratégicos que complementan y refuerzan estas razones, pero sin este componente de rentabilidad y crecimiento, es complicado justificar este tipo de operaciones.

En relación con estas notas de incertidumbre y generación de valor, son varios los elementos a tener en cuenta a la hora de tomar la decisión de llevar a cabo este tipo de operaciones: el encaje cultural de la otra empresa, las posibles sinergias que la unión podrá generar, el régimen fiscal inherente a la misma, los potenciales conflictos entre accionistas... Pero si hay algo que ocupa un lugar central en el estudio financiero es la valoración de la compañía a efectos de determinar el precio de la misma y el medio de pago que se va a utilizar. Estos dos elementos son fundamentales para que la operación reporte beneficios, y si bien hay multitud de mecanismos para llevar a cabo la valoración de la compañía, no son tantos los existentes para determinar qué medio de pago, efectivo o acciones, es el que más beneficios generará.

Un requisito esencial que debe cumplir toda operación para poder comenzar a considerarse pertinente y augure éxito es que exista la potencialidad de generación de valor. En el mundo financiero, todo, o casi todo, guarda relación con la generación de valor y el llamado retorno de la inversión. Una compañía tomará la decisión de comprar otra si esta considera que la ganancia derivada de la transacción será superior al propio coste inherente a la misma.

Las razones o racionales para llevar a cabo una operación de M&A son varias, y se pueden clasificar en financieras y no financieras. Respecto a las primeras, destacan los objetivos

de consolidación empresarial, la expansión geográfica no orgánica, el crecimiento de cuota de mercado, la infravaloración de compañías, lo que puede hacer atractiva la adquisición desde el punto de vista de la rentabilidad, y por último, decisiones estratégicas como adquirir los clientes y proveedores de la empresa adquirida. Por el lado de las razones no financieras encontramos actuaciones defensivas en las que la empresa adquirida supone una amenaza competitiva para la adquirente, y mediante una buena oferta se cercena este problema. Encontramos, además, cómo en algunos casos la adquisición de la compañía en su conjunto es el medio para adquirir un activo concreto de la compañía que de otro modo sería muy complicado o escandaloso adquirir, como puede ser algún elemento de propiedad intelectual o industrial o los propios empleados. Por último, y no por ello menos relevante, es crítica la voluntad del equipo directivo de las compañías. No son pocos los casos en los que motivos personales como el ego o el revanchismo llevan a consejos de administración a forzar operaciones que carecían de racionales financieros o estratégicos de peso. Esto en muchas ocasiones deriva en retornos muy escasos o incluso pérdidas, lo que resalta la importancia de un análisis objetivo, calculado y falto de emociones para garantizar el balance positivo de estas operaciones.

3. ANÁLISIS GENERAL DE LOS MEDIOS DE PAGO

Los diferentes estudios en el marco de las operaciones de M&A han demostrado como son varios los factores que afectan el valor de las compañías tanto adquirente como objetivo en la operación. Una de las decisiones clave a la hora de llevar a cabo una transacción de F&A es la elección del método de pago. Por otro lado, y en lo respectivo a la justificación de la operación de cara a los accionistas, vemos como el método de pago se erige como uno de los factores que estos más valoran. Es posible que el equipo se decante por un pago en acciones cuando considera que estas están sobrevaloradas en el mercado. En este caso, el anuncio de la operación transmitirá una imagen negativa a los accionistas, que valorarían mejor un pago en efectivo. Feito, Menéndez, (2011).

Es claro, por tanto, que la elección del medio de pago no es un tema baladí, y hay muchos factores que influyen en la misma. Son muchos los autores que han investigado y escrito acerca de este tema, señalando distintos elementos motivantes de la decisión.

Por ejemplo, Dimitros, Wei y Si Zhou, (2014) señalan la localización geográfica del adquirente como factor influyente en la decisión. En un estudio empírico encuentra que los potenciales compradores localizados en zonas rurales son más propensos a presentar ofertas en acciones antes que en efectivo, siendo la razón de esto el hecho de que al encontrarse en zonas más remotas sus costes de deuda son mayores por su escasa exposición al mercado financiero y su información sobre el valor de la compañía es más limitado.

Otros autores señalan que, si el medio de pago elegido es efectivo, el coste de la operación no dependerá del retorno de la misma. No obstante, en términos generales y *ceteris paribus*, si lo utilizado son acciones ordinarias, el coste de adquisición será mayor por tener los accionistas que compartir las ganancias de la operación. Del mismo modo, si la operación termina en pérdidas, estas serán compartidas por ambos accionarios. Otras variables tenidas en cuenta al elegir el medio de pago son el deseo de “compartir” las ganancias, y en su caso, asumir también las pérdidas por parte del accionariado de la empresa adquirida, el impacto fiscal del medio elegido y el potencial control sobre la sociedad que el pago en acciones puede suponer. Lo que vemos en la práctica es que generalmente el uso de efectivo es más común que el de acciones, aunque esto cambia en el caso de operaciones de mayor envergadura. Ross, Westerfield, Jaffe, Jordan (2011).

Otro aspecto a tener en cuenta tiene relación con la estrategia de la operación y el posterior mantenimiento del control de la compañía. Aquellos adquirentes con alta probabilidad de perder el control sobre la empresa suelen optar por el efectivo, mientras que aquellos que tienen altos costes de endeudamiento se decantan por el stock. Faccio, Masulis, (2005).

Es también enriquecedor señalar cómo la arquitectura jurídica de la operación puede incidir sobre el medio más adecuado. Un ejemplo de esto se da en los casos de operaciones con cláusulas “earnout” en las que el vendedor reserva su derecho a obtener compensación a posteriori para el caso de que el negocio resultante de la operación alcance ciertos objetivos. En estos casos, se ha visto cómo los retornos son mayores cuando tanto el pago inicial como el diferido se llevan a cabo mediante acciones. Barbopoulos, Paudyal, Sudarsanam, (2018).

En términos generales, el comprador, si lo tiene disponible, preferirá utilizar 100% efectivo porque este tiene menor coste que la deuda, y, a diferencia de las acciones, no requiere renunciar a parte de la propiedad accionarial a favor del vendedor. Además, el efectivo lleva aparejado un menor grado de riesgo. El valor de la acción puede caer una vez anunciada la operación o hacerlo por cualquier otro motivo similar, y esto supondría una reducción del precio de compra de la compañía. En este sentido estudios como los llevados a cabo por Agrawal, Jaffe y Mandelker (1992) señalan la mayor rentabilidad que como norma dimana de las operaciones financiadas en efectivo.

El problema, como mencionamos, viene cuando el adquirente no tiene efectivo suficiente disponible o cuando este está reservado a otro tipo de gastos como la contratación de nuevos empleados. Esto hace que sea fundamental analizar adecuadamente la proporción de efectivo, deuda y acciones que se puede y debe usar, teniendo para ello en cuenta el coste de deuda, el precio de la acción, las necesidades de efectivo de la compañía y la capacidad de hacer frente al pago de intereses en caso de recurrir a financiación ajena. Es también esencial, para el caso de emisión de acciones, analizar el porcentaje de propiedad accionarial al que se está renunciando, así como cuanto se van a diluir las acciones de los accionistas actuales, pues lo último que quiere la dirección de la compañía es una guerra con ellos. Por último, es también relevante buscar un espacio temporal en el que el precio de la acción sea lo más alto y lo más estable posible. Con un precio alto de la acción necesitará un menor número de estas para llegar al precio establecido, y con un carácter estable de la misma evitará desajustes a posteriori que pueden llegar a dañar la operación y el potencial retorno en la inversión que se derive de la misma.

Una gran parte de los análisis de los medios de pagos se ciñen a su incidencia en el precio de la acción en los momentos posteriores al anuncio de la operación, siendo esta variación diferente en función del medio escogido. Estos estudios reafirman la hipótesis antes mencionada de que el uso de acciones indica que la firma puede estar sobrevalorada Loughran y Vjih (1997), mientras que el uso de efectivo indica lo contrario. Este aspecto es esencial, pues supone una antesala bastante fiable para vaticinar si la operación creará valor para el accionista. En cambio, otros estudios en el marco de estas operaciones señalan que operaciones llevadas a cabo completamente en efectivo generan retornos más altos tanto para adquirente como para empresa objetivo. Moeller, (2004).

Por otro lado, hay que tener en cuenta que la adquisición de empresas con un exceso de efectivo pueden llegar a ser contraproducentes en el sentido de comenzar a destruir valor por el llamado “*overbidding*”. Martynova, (2006).

Lo que se ve en la literatura, es que la mayor parte de los estudios ponen el foco del análisis de la incidencia en el precio de la acción en los días después del anuncio de la operación, siendo menor en número los que llevan el análisis al largo plazo.

3.2 CARENCIAS DE LOS MECANISMOS ACTUALES.

Uno de los aspectos esenciales en la realización del análisis de bonanza, como hemos comentado, es el tiempo. Ante esto, el problema que se ha detectado es el margen temporal en el que muchos estudios llevados a cabo por los autores se han centrado. Así, encontramos en primer lugar algunos estudios que analizan la operación en el corto plazo, limitándose a la evolución del precio de la acción de la empresa adquirente pasados escasos días del anuncio de la operación o incluso el mismo día del anuncio.

4. OPERACIÓN TRANSFORMACIONAL.

4.1. DEFINICIÓN DE OPERACIÓN TRANSFORMACIONAL.

La motivación de la creación de este concepto es el hecho de que la metodología de análisis de bondad del método de pago que existe hasta la fecha no se adapta adecuadamente a los objetivos perseguidos. La razón es eminentemente temporal, pues no es suficiente estudiar la creación de valor en el tiempo inmediatamente posterior al anuncio de la operación, sino que es necesario proyectar a plazos de un año o superiores. Esto es relevante porque no son pocos los casos en que tras el anuncio de la operación el mercado responde favorablemente, y pasado un tiempo los resultados se tornan negativos.

En palabras del profesor Reglero, la Operación Transformacional (en adelante, OT), viene definida como *“una operación corporativa de adquisición en la que durante el periodo de tiempo que transcurre desde que se anuncia hasta que se cumple un año después de dicho anuncio, el adquirente no hace acto más relevante interna o externamente en la compañía que (i) digerir la operación que haya realizado y (ii) invertir la totalidad del tiempo así como los recursos que se empeñan en continuar con el negocio orgánico.”*

Con este método, se supera la limitación de centrar el estudio de la operación en lo que ocurre en el corto plazo. Esto se argumentaba porque en el largo plazo se daban una serie de accidentes que podían alterar los resultados del análisis. Con la OT se aísla el efecto de posibles acciones que afecten los valores analizados, de manera que se puede ver qué ha pasado en la empresa un año después de la operación con la única incidencia de la propia operación realizada. Esto permite estudiar las variables clásicas (evolución de rentabilidad, precio de la acción, dividendos y múltiplos) de la operación, sin que sean contaminadas por el devenir de la actividad empresarial, y se pueda así, en el largo plazo, determinar la bonanza del medio de pago escogido.

En virtud de lo dicho, para definir una Operación Transformacional, esta ha de cumplir los siguientes requisitos:

1. El adquirente tiene que ser una empresa cotizada.
2. La operación debe ser de tamaño relativo relevante entre comprador y vendedor para que pueda tener un impacto sustancial en los negocios, estrategia y gestión y así verse adecuadamente reflejado.
3. La empresa, durante el año posterior al anuncio de la operación debe enfocarse únicamente en:
 - i) Cerrar la operación anunciada en caso de que no haya entrado en fase de cierre o esté en periodo interino sujeto al cumplimiento de condiciones regulatorias, de competencia o de cualquier otra índole.
 - ii) Integrar la empresa adquirida llevando a cabo las labores de reestructuración internas necesarias para ello.
 - iii) No llevar a cabo más operaciones relevantes durante el año posterior que puedan impactar en el calor de la compañía y que no estén relacionadas con la operación inicial. Aquí se incluyen compras, venta de activos,

fusiones, escisiones, cambios en el modelo de negocio, o cualquier otra modificación relevante de la empresa.

- iv) No llevar a cabo cambios en la gestión, equipo directivo ni en el accionariado que puedan afectar al adquirente.

5. ANALISIS DE TRANSACCIONES.

A continuación, se procederá a llevar a cabo una aplicación práctica de la Operación Transformacional mediante el análisis de dos transacciones que cumplen los requisitos de la misma. En concreto, serán objeto de estudio la operación DS Smith-Europac, como ejemplo de utilización de efectivo, y la operación Merlin-Metrovacesa, como ejemplo de utilización de acciones como método de pago. Ambas operaciones han tenido lugar el mismo año, en 2018, lo que permite aportar cierta homogeneidad temporal, y son de tamaño similar, lo que permite un estudio comparable entre ambas.

El objetivo del análisis será, mediante el uso del método de la OT, llegar a conocer qué operación ha arrojado mejores resultados en función del método de pago elegido. Para ellos se analizará la rentabilidad obtenida en cada una de las operaciones comparando el precio de la acción en el momento del anuncio, una semana más tarde, y pasado un año de la misma, horizonte, este último, que maneja la Operación Transformacional.

5.1. ANÁLISIS DE TRANSACCIÓN MEDIANTE EFECTIVO: DS SMITH-EUROPAC.

En este punto se llevará a cabo un análisis de la transacción con el objeto de poder sacar conclusiones acerca de la misma. Los puntos que se estudiarán son el desarrollo de la operación, su forma de financiación y, por último, el resultado de la misma en relación a la evolución del precio de la acción.

5.1.1. Descripción del adquirente: DS Smith

DS Smith es un proveedor de soluciones de embalaje corrugado fundado en Londres en 1940 y que en la actualidad.

d opera a nivel mundial. Tiene presencia en 37 países y emplea a más de 31.000 personas. En relación con el negocio de embalaje, DS Smith cuenta también con un negocio de reciclaje encargado de recoger el papel y cartón corrugado usados para reutilizarlo en su negocio principal.

En la tabla I se incluyen la información financiera más relevante de la compañía para los años 2017 y 2018.

TABLA I: Información Financiera de DS Smith en 2017 y 2018

	2017	2018
Ventas	€M 5.130	€M 6.235
Margen de Ventas	8,90%	8,90%
Beneficio de explotación	€M 457	€M 555,96
Beneficio por acción	€0,30	€0,34
EBITDA	€M 685,5	€M 788,74
Deuda Financiera Neta	€M 1.233,96	€M 1.898,4
Deuda neta/EBITDA	1,8x	2,2x
Precio de la Acción	€5,08	€5,17

Fuente: elaboración propia a partir de información de la web corporativa.

Respecto a la estructura de la compañía, hemos de destacar las siguientes unidades de negocio:

1. **Empaquetado:** Ofrecen un amplio abanico de empaquetado corrugado especialmente diseñado para proteger los productos en el proceso de envío desde el punto de salida hasta el punto de recogida. Operan a lo largo de todo el ciclo de suministro, desde las materias primas hasta el producto final y sus diseños suministran a distintas industrias como la alimentaria o la industrial.

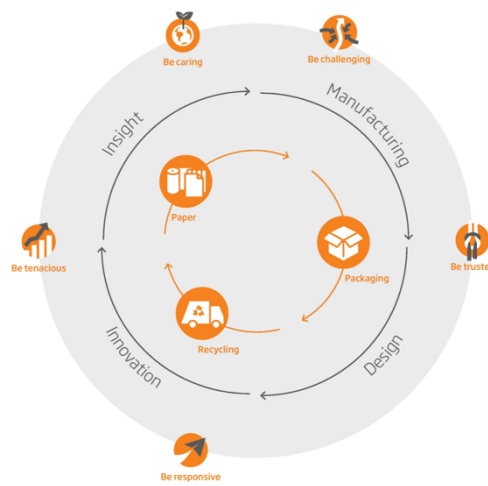
¹ Contenido obtenido de la web corporativa de la compañía.

2. Reciclado: DS Smith es la mayor empresa de reciclaje de cartón y papel en Europa. Operan en 15 países, y en el año 2018 produjeron 5 millones de toneladas de fibra. Utilizan diversos procesos de reciclado para garantizar una cadena de suministro con cero residuos. El 100% de los recursos que utilizan serán reutilizados bien en la propia cadena productiva, bien como producto alternativo. El papel y el cartón de sus clientes regresa a sus procesos de fabricación, lo que les ha permitido posicionarse como la opción número 1 en Europa tanto para compañías privadas como para procesos de reciclaje públicos gestionados por las autoridades locales
3. Papelería: Son líderes europeos en la producción de papel reciclado de alta calidad. Este papel es, además, usado por la industria de empaquetado para su conversión en tablas de cartón para la fabricación de embalajes. Poseen varios tipos de papel que cubren distintos negocios como la educación, la construcción, o distribución, teniendo todos ellos en común su carácter 100% reciclado.

El modelo de negocio de la compañía se centra en empaquetado sostenible. Para ellos la empresa utiliza la información que su proceso productivo genera, además de toda su innovación para diseñar las soluciones de empaquetado óptimas para las cadenas de suministro de sus clientes, y posteriormente producirlas conforme a los más altos estándares de calidad.

Para apoyar la producción de este empaquetado de alta calidad y eficiencia económica, la empresa produce su propio papel y lo combina con un negocio de reciclado que suministra la fibra necesaria para llevar a cabo esta actividad. Diseñan y producen papel de bajo gramaje que aporta el máximo rendimiento con la menor cantidad posible de fibra.

GRÁFICO I: Modelo de negocio de DS Smith



Fuente: Página web corporativa.

Como vemos en la ilustración, cada unidad de negocio se beneficia del resto. Así, la unidad de innovación les permite alcanzar una eficiencia productiva que les permite aprovechar una unidad de reciclado que suministra la toda la cadena de producción. Además, durante toda la cadena productiva la empresa recoge y analiza la información relativa a coste de producción, calidad, residuos y demás componentes relevantes que, correctamente estudiada y clasificada permite mejorar tanto la eficiencia de los procesos, como el resultado final de los productos.

Para entender el funcionamiento de la compañía, y cómo la operación descrita se integra en la misma, es necesario conocer la estrategia empresarial a medio y largo plazo que plantea DS Smith.

La visión que plantea la compañía es convertirse en líder en suministro de soluciones de embalaje. Para ello es esencial que ofrezcan un gran servicio, calidad innovación y soluciones que tengan en mente al medioambiente. Esto conecta con los valores de la compañía, que son cinco: ser cuidadoso con los clientes, los empleados y el mundo que les rodea; aportar confianza cumpliendo siempre las promesas que realizan; ponerse retos, a ello mismos y a otros, para conseguir así mejorar cada día; ser dinámico, estando atentos a nuevas ideas y necesidades y respondiendo a las mismas con presteza; y por último, ser tenaz, realmente haciendo las cosas.

Esta visión, unida al ADN de la compañía, les lleva a establecer una serie de objetivos estratégicos. Tienen el férreo compromiso de convertirse en un socio estratégico y de confianza para sus clientes, ofreciéndoles soluciones de embalaje innovadoras y ajustadas a sus necesidades. Centrándose en estos objetivos, conseguirán, por un lado, generar beneficio para los accionistas, y por otro, cubrir las necesidades de los stakeholders.

En este sentido, y para ser más concretos, recogen una serie de metas en relación a puntos importantes de su negocio que ya han conseguido y que paso a resumir a continuación:

1. Contentar a los clientes:
 - Volumen de crecimiento de la compañía por encima de crecimiento del mercado.
 - Cinco nuevos centros de empaquetado.
 - Renovación de los contratos a largo plazo con la empresa Mondelez para todos sus centros de empaquetado a nivel europeo.
 - Mejora del servicio y calidad.
 - Integración del personal de Europac, combinando la oferta de ambas compañías.

 2. Desarrollar el potencial de sus empleados.
 - Reducción del 23% del ratio de accidentes.
 - Integración de más de 2000 empleados de Europac.
 - Firma de un acuerdo revisado a cinco años vista con el comité laboral europeo.

 3. Ser un ejemplo a seguir en materia de sostenibilidad.
 - Reducción del 6,1% en el CO2 por tonelada de producción.
 - El 97% del papel usado e su negocio es reciclado.
 - Incremento de los objetivos de referencia en materia de sostenibilidad.

 4. Duplicar el tamaño y la rentabilidad del negocio.
 - Incremento del 2,4% en el negocio de paquetería corrugada.
 - Incremento del 12% en los ingresos.
-

- Incremento del 28% en el beneficio operativo.
- Incremento del 35% en el beneficio antes de impuestos.
- Fortalecimiento de las operaciones europeas con la adquisición de Europac.

Como vemos, la estrategia de la compañía está equilibrada a lo largo de estas 4 prioridades, y a través de la medición de la evolución de cada una de ellas consiguen monitorizar la evolución de la compañía, así como el desempeño de todos aquellos que forman parte de la misma.

5.1.2. Descripción del adquirido: Europac.

El grupo Papeles y Cartones de Europa, S.A. (Europac) estaba presente en varios sectores de la industria de la paquetería y el embalaje. Su actividad incluía la gestión integral de residuos, la explotación forestal como fuente de materia prima necesaria para la producción de papeles y reciclado y a propia producción de planchas de cartón y cajas como producto final. Con fábricas en España, Francia y Portugal, y una potencia instalada de 153 MW Europac se erigía como líder del sector en la península ibérica. Proactivanet: Clientes, (2020).

El grupo cuenta con 27 plantas industriales repartidos por las mencionadas localizaciones de España, Portugal y Francia. Es el único fabricante de papel kraftliner de Europa del sur, además del primer proveedor de embalajes de Portugal, el cuarto en Francia y el primer gestor de papel reciclado, también en Portugal.

Cuenta con seis centros de gestión de residuos que suman un total de 355.000 toneladas de papel reciclado anual, cifra que se hace posible gracias a sus cinco máquinas de papel, con una capacidad de producción conjunta de 1.100.000 toneladas anuales de papel kraftliner y reciclado. Por último, cuentan con 14 fábricas de plancha de cartón y embalaje

² Debido a que a fecha de la realización de este trabajo, la operación ya se ha completado, hemos encontrado que la web corporativa de Europac ya se ha integrado en la de DS Smith, lo que ha forzado que se extraiga información sobre la compañía de distintas fuentes.

que alcanzan una capacidad instalada de 865 millones de m2 anuales. Estrategias de Inversión, (2018)

Respecto a la información financiera, a continuación podemos observar las magnitudes más relevantes en la tabla II:

TABLA II. Información Financiera de Europac en 2017 y 2018

	2017	2018
Ventas	€M 868	€M 940
Margen de Ventas	8,97%	8,40%
Beneficio de explotación	€M 77,9	€M 79
Beneficio por acción	€0,61	€0,79
EBITDA	€M 158	€M 196
Deuda Financiera Neta	€M 171	€M 169
Apalancamiento	1,08x	0,86x
Precio de la Acción	€11,32	€17

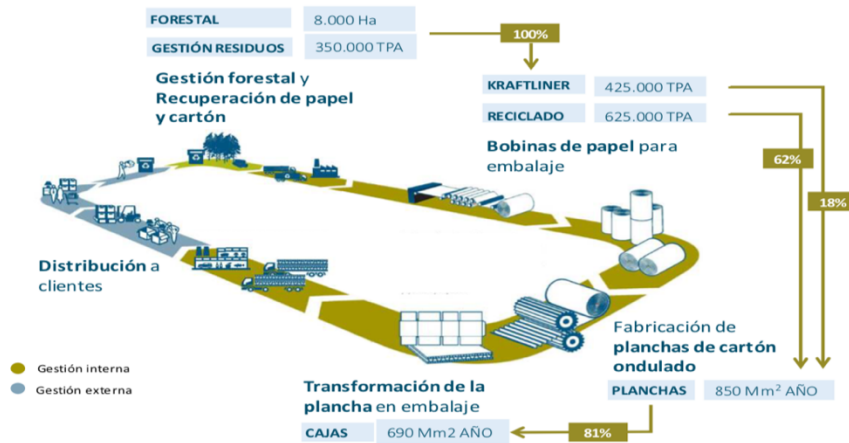
Fuente: elaboración propia a partir de información de Bolsamanía

Desde su salida a bolsa en el año 1998, Europac ha llevado a cabo un proceso de inversión que ha incluido la adquisición de 25 instalaciones y la puesta a punto de las mismas, lo que le ha permitido desarrollar una cómoda posición en todos los sectores de la industria del embalaje y paquetería.

Del mismo modo, estas inversiones han permitido la diversificación de la cartera de productos y servicios de la compañía, así como el fortalecimiento de su modelo de negocio basado en la integración vertical de los negocios de Papel y Cartón (Packaging) para embalaje, que completa el ciclo de la vida de papel de manera sostenible. Esta integración garantiza la satisfacción de sus necesidades operativas de materia prima en todas las fases de la producción, y le dota, además, de una flexibilidad y capacidad de respuesta muy altos para adaptarse al mercado y a la demanda de sus clientes.

En la siguiente ilustración podemos comprender mejor el modelo de integración de la empresa.

GRÁFICO II. Modelo de Negocio de Europac.



Fuente: Presentación Anual Resultados. Europac.

La estrategia de la compañía ha tenido como prioridad optimizar la rentabilidad de cada uno de los negocios, lo que le llevó a establecer tres objetivos estratégicos para 2018.

1. Situar el margen EBITDA sobre ventas en el 16%.
2. Reducir el apalancamiento financiero de la compañía hasta niveles de 2.0x deuda neta/EBITDA.
3. Alcanzar una rentabilidad sobre el capital invertido (ROCE) de entre el 14% y el 16%.

En aras de conseguir estos objetivos, la empresa ha creado la que ha denominado Oficina de Transformación, que incluye como pilares los siguientes:

1. Potenciar el crecimiento orgánico.
2. Lograr el liderazgo en costes.
3. Alcanzar el liderazgo en generación de caja.
4. Desarrollar una cultura de orgullo y desempeño dentro de la empresa.

Para todo ello, la Oficina de Transformación se encarga de aportar los métodos y disciplina necesarios para la implementación de estos objetivos, garantizando así una ejecución eficiente de los mismos, una metodología de trabajo homogénea, y el

seguimiento y supervisión de los mencionados proyectos desde su inicio hasta su finalización.

Como concreción de estos objetivos, se crean al efecto dos programas claves, ESS y ESO, y que describo a continuación:

- Europac Sales System (ESS): su objetivo primordial es satisfacer unas necesidades de los clientes cada vez más complejas, a la vez que se aumentan ingresos y rentabilidad a través del desarrollo de productos y servicios que aporten valor añadido a los negocios de estos clientes.
- Europac Operation System (EOS): Su función es la optimización de los procesos operativos de la compañía, tanto a nivel de fábrica como en el ámbito logístico, con objeto de optimizar los costes e incrementar la productividad y eficiencia de las distintas plantas de producción de la compañía.

La elevada capacidad e la compañía para genera cash-flow libre le permitirá seguir invirtiendo tanto en la mejora de la eficiencia de las plantas como en la expansión de las mismas. A tal efecto la compañía ha inaugurado en 2017 una planta en Marruecos. Esto contribuye a desarrollar el negocio en un entorno no demasiado positivo para el negocio del papel, donde los precios de la materia prima han ido incrementándose. Esto se une una situación financiera de la compañía muy saludable, que permite satisfacer las pretensiones de los accionistas y stakeholders a la vez que ahonda en el desarrollo estratégico de su negocio.

Este sector se caracteriza por la estacionalidad y por la necesidad de una inversión de capital elevada. Antes esto la planificación financiera y de capital circulante es absolutamente esencial. Hemos visto cómo el equipo directivo de la compañía ha sabido llevar esto a cabo.

5.1.3.- *Análisis de la Transacción*

En este apartado estudiaremos distintos extremos relacionados con la operación, desde los racionales que llevaron al adquirente a optar por el adquirido como los resultados a nivel financiero y operacional de la transacción.

A) Información fundamental y racional de la operación.

El 3 de diciembre de 2018 DS Smith lanzó una oferta de compra (OPA) sobre el 100% del capital social de Europac, que se compone por un total de 99.237.837 acciones, todas ellas cotizando en las bolsas de valores de Barcelona y Madrid y parte del SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil). Para hacer efectiva la oferta se impuso como necesaria la aceptación, al menos, de 49.618.919 acciones, representantes de más de la mitad del capital social.

No obstante lo anterior, sabemos que todo proceso de M&A conlleva unos tratos preliminares para que llegue a buen puerto, y encontramos que DS Smith hizo los deberes llegando a acuerdos con 22 accionistas diferentes de Europac, que suman, entre todos, el 52,83% del capital, en los que se obligan a aceptar la oferta del adquirente. Por otra parte, Europac se comprometió a acudir a la OPA con sus acciones en autocartera, equivalentes al 6,14% del capital social. Por otro lado, se han otorgado garantías por parte de distintas entidades financieras por un total de 1.667 millones de euros. (Ei, Estrategias de Inversión, 2019). La oferta suponía una contraprestación de 16,80 euros por acción, lo que arroja un importe que valora la compañía en 1.667 millones de euros.

Con fecha 23 de enero de 2019, la el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) anunció la aceptación de la oferta de licitación presentada por DS Smith. Se produjo así la aceptación de accionistas representantes del 98,8% del capital social de Europac, cumpliéndose así la condición de suscripción mínima de acciones para que se diese luz verde a la operación.

DS Smith pretendía aplicar una compraventa forzosa para excluir Europac de la bolsa española. Para ello necesitaba el 90% de las acciones de la empresa y que la oferta la hubiese aceptado un número de titulares que representase al menos el 90% de los derechos a voto al que se dirigían. Estos supuestos se produjeron y la operación pudo marchar por el cauce establecido. (CincoDías, 2019).

Respecto a los racionales y motivos que justifican la operación, Miles Roberts, Group Chief Executive de DS Smith, declaraba que Europac es una empresa verticalmente integrada que complementa a la perfección el negocio de DS Smith. Es una gran oportunidad para mejorar la cobertura y oferta para los clientes de la adquirente en la región ibérica. DS Smith, en una presentación a sus accionistas, presenta los siguientes motivantes de la operación, tanto a nivel estratégico como financiero.

1. Oportunidades con base en economías de escala para mejorar la oferta de DS Smith a sus clientes en una región clave donde el negocio del embalaje se encuentra en auge.
 - La operación supondría un crecimiento del 25% en comercio electrónico.
 - Se establecería un crecimiento consistente que superaría el actual del grupo.
 - Incremento de la red clientelar de DS Smith, así como establecimiento de capacidad multinacional.
 - Supondría un asentamiento y mejora de las operaciones de M&A ya realizadas: Andopack, Lantero, Gopaca y P&I Display.
2. Oportunidad clara para desarrollar los activos de Europac en el negocio del embalaje.
 - Para conseguirlo se haría uso de los procesos de innovación de DS Smith para mejorar ventas, además de su capacidad de suministro y experiencia en el negocio de comercio electrónico.
 - Mejora en el uso eficiencia del empaquetado basado en fibra.
 - Establecimiento de una perspectiva de cadena de suministro integral.
3. Fortalecer la cadena de suministro global de DS Smith.
 - Las aportaciones a la cadena de suministro que llevará a cabo la adquisición Europac son de alta calidad y derivan de activos con un margen de producción alto.
 - La contribución neta de papel para embalaje de Europac será de 580.000 toneladas.

4. Sinergias de coste por valor de 50 millones de euros.
 - Estas derivan en primer lugar de una relación fluida con Europac que se ha gestado a través de un buen trato de los equipos directivos durante los años, de un proceso colaborativo de Due Diligence y de un historial de integración muy positivo de ambas compañías.
 - Se combinará el liderazgo de DS Smith con el experimentado equipo directivo de Europac.
 - Se estiman 50 millones de euros derivados de sinergias de ahorro de costes antes de impuesto para finales de 2021, con el 50% de las mismas producidas en el primer año tras la operación.
 - Gastos extraordinarios por valor de 70 millones de euros (incremento de capex: €30M y gastos excepcionales €40M) se dividen en los años 2019 y 2020.
5. El incremento en los beneficios por acción y la rentabilidad excederá el WACC de la operación durante el primer año.
 - Se espera que la operación incremente el beneficio por acción en el primer año desde la adquisición.
 - Se espera que la rentabilidad de la inversión (ROI antes de impuestos) supere el coste de capital (WACC) de la operación en el primer año desde la adquisición.

Por otro lado, los directivos de DS Smith señalaban el carácter diversificado de la cartera de clientes de Europac, además de su excelente relación con los mismos, lo cual unido a un excelente equipo directivo, sentaba las bases de una operación que podía desarrollarse muy adecuadamente.

B) Financiación

La operación será llevada a cabo mediante efectivo, el cual provendrá de dos fuentes principales: la emisión de obligaciones por valor de 1.148 millones de euros, y la financiación externa mediante deuda por valor de 746 millones de euros. Además, la adquirente asumirá la deuda existente de la adquirida que, a fecha de 2017, asciende a 237 millones de euros.

DS Smith ha mantenido durante toda su trayectoria una capacidad de generar flujo de caja sólida, lo que le permitirá hacer frente al pago de las obligaciones adquiridas con motivo de la operación. Su fácil acceso al mercado de deuda y a financiación a un coste razonable ha hecho posible la elección de este método de pago.

A continuación, la Tabla III muestra el resumen de la mencionada estructura de financiación:

TABLA III. Financiación de la Operación DS Smith-Europac

Financiación	
Emisión de obligaciones	€M 1.148
Deuda	€M 746
Asunción de deuda	€M 237

Fuente: elaboración propia a partir de información e la web corporativa.

C) Resultado de la Transacción.

Como mencionamos al inicio de este apartado, el análisis de la bonanza del medio de pago elegido para esta operación se llevará a cabo mediante el análisis del precio de la acción de la adquirente. Hemos de recordar que este análisis se llevará a cabo en base a los criterios sentados por el tipo de Operación Transformacional. En consecuencia, el análisis se llevará a cabo en tres momentos distintos: en el momento del anuncio, una semana más tarde, y pasado un año de la misma, horizonte, este último, que maneja la Operación Transformacional. A continuación, se presenta una tabla resumen de la evolución del precio de la acción desde el anuncio:

TABLA IV. Evolución del Precio de la Acción de DS Smith

	Día del Anuncio	Semana desde el Anuncio	Año desde el Anuncio
Precio de la Acción	€6,06	€5,93	€3,55
Evolución	5%	-2%	-40%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bolsamanía

Día del anuncio (4 de junio de 2018): Encontramos cómo se produce un repunto del 5% en el precio de la acción el día del anuncio. Parece ser que la operación fue ampliamente aceptada por el accionariado. DS Smith resaltó la compatibilidad de ambas empresas, que podían aprovechar activos la una de la otra y conseguir sinergias de coste significativas. Además, como mencionamos en la introducción teórica, un anuncio en efectivo en el seno de una compañía financieramente saneada da una mejor imagen que un anuncio mediante acciones, que puede apuntar a que la compañía está sobrevalorada. Feito, Menéndez, (2011).

Una semana desde el anuncio (11 de junio de 2018): Vemos una ligera caída del 2% en el precio de la acción, llegando a 5,93€ por título. Esta caída puede ser debida a las condiciones que debían cumplirse para finalizar la operación: cumplimiento de requisitos de suscripción y aprobación por parte de la CNMV.

Es relevante señalar un periodo intermedio en el que vemos una fuerte caída del precio de la acción. En el momento de la aprobación por parte de la CNMV, el precio de la acción se situaba en 3,92€, lo que supone una reducción del 33% con respecto al valor en que se situaba una semana tras la operación. Esta acusada bajada se debe a diversos factores entre los que destacan el incremento del coste del papel, materia prima esencial del negocio de embalaje, la situación del Brexit y la incertidumbre aparejada al mismo, que afectaba directamente a la compañía por estar esta situada en Reino Unido, y por último la incertidumbre de los accionistas en relación con la aprobación de la operación y la consecución de los requisitos de suscripción de capital. Esto, unido a una corrección natural por parte del mercado derivó en la acusada reducción del precio de la acción. (Hodgson C, Financial Times, 2018).

Un año desde el anuncio (3 de diciembre de 2019): El precio de la acción se situaba en los 3,55 euros. No obstante, en sus cuentas semestrales la compañía declaraba un

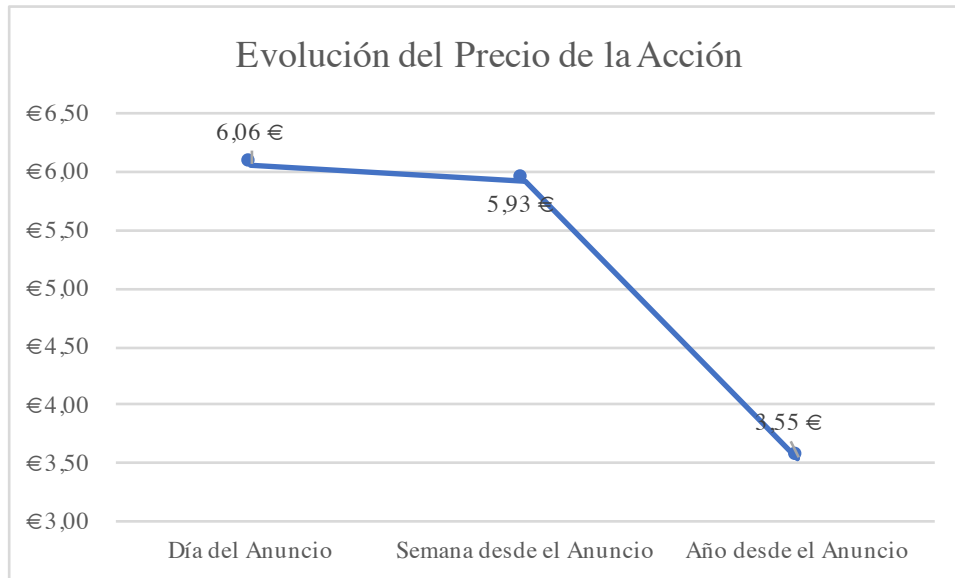
incremento de los ingresos del 3%. A pesar de ello, los inversores se centraron en el hecho de que el crecimiento orgánico de una de sus líneas de negocio crecía por debajo de las expectativas, lo que afectó a un precio de la acción que de otro modo debería haber tenido una tendencia alcista. Se ha mantenido aquí un entorno macroeconómico complicado y sobretodo una volatilidad alta en el precio del papel. La situación del Brexit también sigue

influyendo el entorno de las compañías, sobretodo aquellas con actividad de M&A, por lo que esta situación debe ser tenida en cuenta a la hora de realizar nuestro análisis y valorar la evolución del precio de cotización de la adquirente. Todo esto ha derivado en una pronunciada caída del precio de la acción, aunque no podemos atribuir el mismo ni a la operación en concreto ni a la propia empresa. En cambio, la situación se dio en todo el sector del embalaje debido a la volatilidad de la materia prima.

Si analizamos las cifras en lo relativo a la adquisición de Europac, vemos una rentabilidad de inversión del 11,8% que se encuentra por debajo del tramo considerado positivo para la compañía que oscila entre el 12% y el 15%. Esto refleja el avance de la operación, que inicialmente diluyó la rentabilidad de la adquirente pero que, como avanzó la compañía en el momento del anuncio de la operación, sigue un recorrido adecuado. Los accionistas vieron con buenos ojos la emisión de deuda corporativa para financiar la compra, y el avance positivo de la integración y desarrollo de las sinergias ha confirmado esta aceptación inicial.

Se puede concluir, por tanto, que, pese a que el precio de la acción no lo refleja, la operación ha tenido una incidencia positiva. Esto se manifiesta también en el hecho de que en un escenario de bajada de cotización, el beneficio por acción subía, en cambio un 8%. Por todo ello, y a pesar de la situación macroeconómica, la compañía prevé una aceleración en el crecimiento del volumen de producción, que se mantendrá siempre que las condiciones macroeconómicas evolucionen como se prevé. En este sentido y para demostrar esta confianza, el equipo directivo incrementó un 4% el dividendo a repartir. Gamble, M. (2019).

GRÁFICO III. Evolución del Precio de la Acción de DS Smith



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bolsamanía.

5.2. Análisis de transacción mediante acciones: Merlin-Metrovacesa

Para el análisis de la operación financiada exclusivamente mediante acciones, en una etapa temprana del presente trabajo de investigación, nos encontramos con la dificultad de encontrar operaciones que por un lado cumpliesen el requisito de la operación transformacional, y por otro estuviesen en exclusiva financiada con acciones. Esto puede deberse al periodo de bajos tipos de interés que se produjo tras la crisis financiera de 2008, que hizo mucho más atractiva la financiación externa para llevar a cabo este tipo de operaciones. En consecuencia, si bien la primera operación se desarrolla en el año 2018, para esta segunda operación hemos tenido que retrotraernos al año 2014. Dado que el análisis se lleva a cabo en el periodo del año posterior al anuncio de la operación, este hecho no debería alterar sustancialmente los resultados del análisis comparativo.

5.2.1. Descripción del adquirente: Merlin Properties SOCIMI, S.A.

Merlin Properties SOCIMI, S.A. es una sociedad cotizada de inversión en el mercado inmobiliario que tiene como objeto principal la adquisición y gestión de activos inmobiliarios pertenecientes al sector terciario en el área geográfica de la península ibérica. Es una de las principales compañías inmobiliarias cotizadas en la bolsa española,

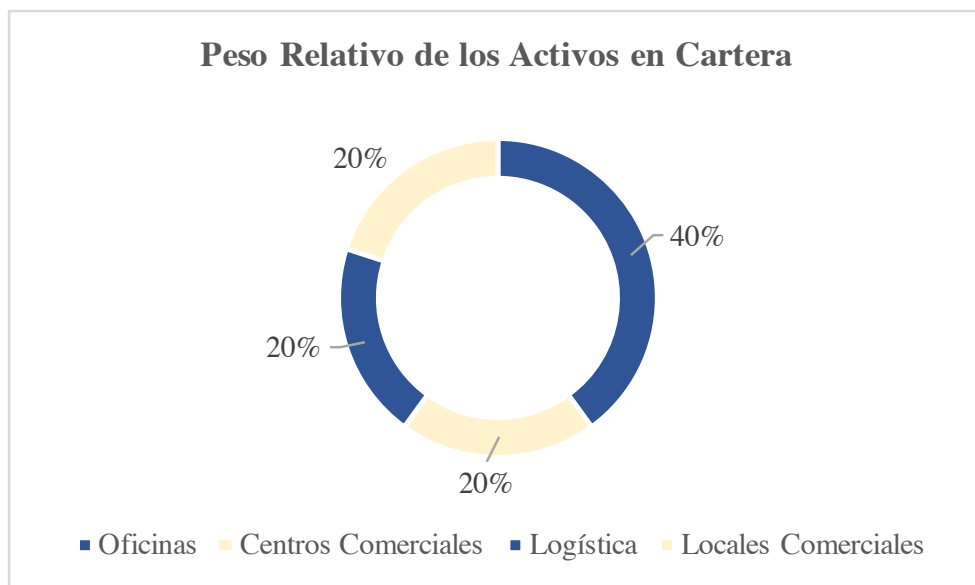
en concreto en el índice IBEX 35. Los activos que gestiona la compañía están sobretodo enfocados al mercado de oficinas, retail y logística.

La empresa cuenta con una plantilla de profesionales de primer nivel con más de 18 años de presencia en el sector inmobiliario español y portugués.

Merlin es propietaria de una cartera de activos inmobiliarios valorada en más de 12.300 millones de euros. Sus inversiones incluyen 760 locales comerciales, 148 edificios de oficinas, 18 centros comerciales, 45 naves logísticas, 10 naves en desarrollo, 3 hoteles y un conjunto de activos no estratégicos. Esto hace un total de más de 3 millones de metros cuadrados que en conjunto generan más de 500 millones de euros en renta bruta cada año.

En el siguiente gráfico II, podemos observar el peso de cada tipo de activo en la cartera de la compañía:

GRÁFICO IV. Resumen de los Activos en Cartera de Merlin.



Fuente: elaboración propia a partir de información de la web corporativa.

La compañía tiene como objetivo principal generar un retorno sostenible al accionista a través de la adquisición, gestión enfocada y rotación selectiva de los activos inmobiliarios patrimoniales en los segmentos de perfil de riesgo moderado.

En lo relativo a la información financiera de la compañía, encontramos los siguientes datos destacables recogidos en la tabla V a continuación

TABLA V. Información Financiera de Merlin en 2014 y 2015

	2014	2015
Ventas	€ 54M	€214,4M
Margen de Ventas	90,00%	22,80%
Beneficio de explotación	€48,9M	€49,6M
Beneficio por acción	€0,15	€0,15
EBITDA	€37,9M	€161,2M
Deuda Financiera Neta	€853,3M	€3.013M
Deuda neta/EBITDA	22,5x	18,7x
Precio de la Acción	€10,56	€11,55

Fuente: elaboración propia a partir de datos de la web corporativa

En lo relativo a la estrategia corporativa encontramos como la base del desarrollo de Merlin, como gran SOCIMI, pasa por reinvertir los beneficios en su cartera y crecer vía compras y nuevos desarrollos. El momento económico ha despertado el interés del mercado internacional en la adquisición de activos en nuestro país, pero a pesar de ello la estrategia se basa como hemos mencionado en la reinversión. Se pretende así limitar la rotación de activos y centrarse en la mejora de los activos con el fin de incrementar la rentabilidad para el accionista o retorno de capital, ROE sus siglas en inglés. En este sentido, en un momento inicial la estrategia consistía en la adquisición de activos en el mercado a través de un endeudamiento adecuado para pasar, en momentos posteriores, a la mejora de los activos con la menor cantidad de deuda posible. Alarcos, A. Idealista News (2020).

Respecto a los pilares estratégicos, encontramos cuatro elementos importantes:

- 1. Compañía:** se pretende conseguir una SOCIMI diversificada por tipología de producto, repartiendo los activos por España y, en menor medida Portugal.
- 2. Activos:** El enfoque se da en los activos terciarios de alta calidad, principalmente oficinas a las cuales se da apoyo a través del flujo de caja generado por centros comerciales.
- 3. Estructura de capital:** apuestan por una estructura de capital prudente con un límite de apalancamiento del 50% sobre el total del valor de la cartera. Plantean que esto

derive en una rentabilidad apalancada que se mueva en el rango del 8%-10% anual y que genere unos flujos de dividendos atractivos y sostenidos en el tiempo.

4. **Equipo gestor:** este debe enfocarse a la extracción del valor de la cartera de la compañía, buscando optimizar la calidad de los activos y maximizar la rentabilidad de los mismos a través de adquisiciones selectivas. Plantean una rotación limitada de los activos y que recaigan sobre activos ya optimizados de manera que se extraiga todo el valor posible de su venta.

5.2.2. Descripción del Adquirido: Metrovacesa

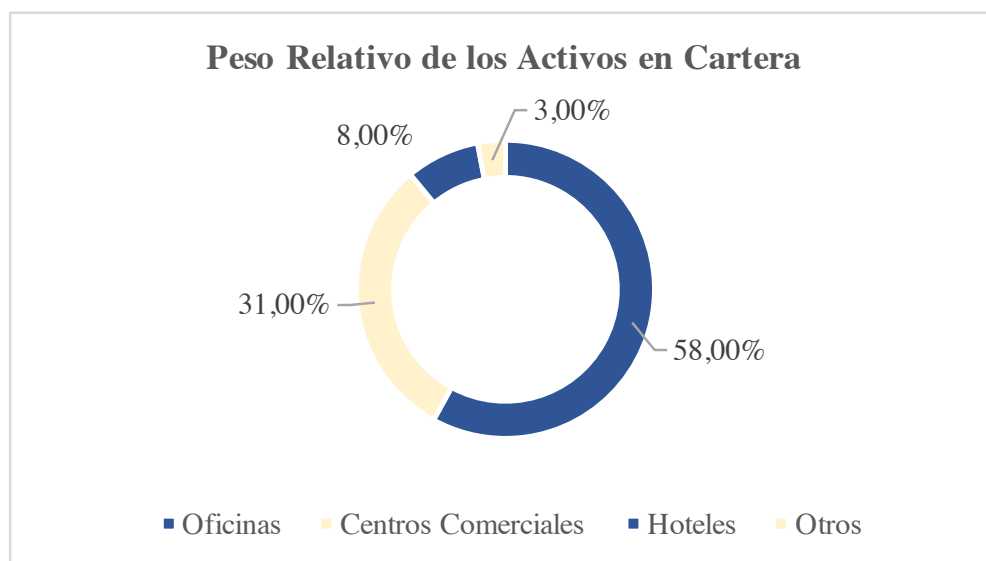
Metrovacesa es una promotora inmobiliaria dedicada eminentemente a la explotación en arrendamiento de toda clase de bienes inmuebles, y cuya labor principal consiste en la construcción de viviendas caracterizadas por la innovación y sostenibilidad. Promateriales (2020). La compañía parte de la creación, en 1918 de la Compañía Inmobiliaria Metropolitana (CIM) y la Compañía urbanizadora Metropolitana (CUM) y de la agencia inmobiliaria Vacesa en 1946. Estos tres entes se fusionan en 1989 originando la actual Metrovacesa que debuta en bolsa en el año 2013.

La empresa tiene presencia en más de 31 provincia a lo largo del territorio español, conformando la mayor cartera de suelo líquida en España, esto es sin la necesidad de la compra aneja de suelo. La compañía incluye una fuente adicional de creación de valor que es la gestión activa de su cartera de suelo en proceso de transformación y la de suelo terciario de calidad.

Metrovacesa cuenta con una cartera de activos de muy alta calidad que incluye 37 edificios de oficinas, 14 centros comerciales, 4 hoteles y otros activos no estratégicos.

En el gráfico V se representa el peso relativo de cada tipo de activo sobre el total de la cartera inmobiliaria:

GRÁFICO V. Resumen de los Activos en Cartera de Metrovacesa



Fuente: elaboración propia a partir de información de la web corporativa.

El grupo “otros” del gráfico precedente incluye una variedad de activos que incluyen elementos de logística, suministro, residencias de mayores, parkings y otros activos no esenciales.

En lo relativo a la estrategia encontramos cómo la compañía establece una clara misión y visión que sustenta sobre unos valores corporativos marcados.

En lo relativo a la información financiera principal, encontramos las siguientes magnitudes:

TABLA VI: Información Financiera de Metrovacesa en 2014 y 2015.

	2014	2015
Ventas	€177 M	€123 M
Margen de Ventas	31,00%	-51,00%
Beneficio de explotación	€ 56 M	€ (63M)
Beneficio por acción	€0,05	€(0,06)
EBITDA	€124 M	€ (10M)
Deuda Financiera Neta	€2.711M	€1.539 M
Deuda neta/Ventas	15x	12,5x
Precio de la Acción	N/A	N/A

Fuente: elaboración propia a partir de datos de la web corporativa y SABI.

Con respecto a estos datos, hemos de destacar que hemos sustituido el ratio Deuda Neta-EBITDA por el ratio Deuda Neta-Ventas debido a que en el ejercicio 2015, el EBITDA de Metrovacesa resultó ser negativo, lo que dejaba sin virtualidad al ratio previamente utilizado.

En referencia a la estrategia corporativa, vemos que Metrovacesa establece como misión la de crear hogares para mejorar la vida de sus clientes, lo que les lleva a una visión que no es otra que convertirse en el “campeón nacional del mercado residencial, siendo el promotor elegido por clientes, empleados, comunidades y accionistas. Para ello, deben mejorar continuamente los resultados financieros operativos, respetando al mismo tiempo los más altos estándares de conducta empresarial.”

Todo esto se cimienta con los siguientes valores empresariales:

1. Enfoque centrado en el cliente: teniendo en cuenta al cliente en cualquier iniciativa tomada por la compañía y siempre poniendo su satisfacción como meta.
2. Productos de calidad: entregar productos de alto valor añadido que combinen innovación en armonía con el medio ambiente.
3. Retorno para los accionistas: trabajando para maximizar el mismo a largo plazo enfocándose en la gestión de riesgos y siendo conscientes de sus responsabilidades.
4. Equipo comprometido: esforzándose en proporcionar un entorno seguro y gratificante para los trabajadores.
5. Cuidado de las comunidades: es origen de diferenciación el dar ventajas a las comunidades en las que la compañía opera a través de soluciones urbanísticas que mejoran el día a día de las personas.
6. Gobierno corporativo impecable: haciendo negocios de manera socialmente responsable y ética. Respetando la ley, protegiendo el medio ambiente y cuidando la integridad.

5.2.3. Análisis de la Transacción

En este punto se llevará a cabo, al igual que en el caso de la transacción en efectivo, un análisis de la operación que abarcará su desarrollo, su estructura de financiación y el resultado de la misma.

A) Información fundamental y racional de la operación.

El día 21 de junio de 2016 se anuncia la operación que nos ocupa, que consiste en una fusión entre Merlin Properties y Metrovacesa que generaría un gigante inmobiliario con más de 9.300 millones de euros en activos. El informe de experto independiente se emite a finales del mes de julio del mismo año. Tras esto, en septiembre de 2016 tiene lugar la junta general de accionistas tanto para Merlin como Metrovacesa, quedando sujeta la operación a la aprobación por la autoridad competente (CNMC) y cerrándose finalmente a finales de año.

La operación se organizó como una escisión total de Metrovacesa a favor de Merlin, Testa Residencial (Merlin adquirió de Sacyr el 22% del capital que no controlaba) y Metrovacesa Promoción y Arrendamiento. Esto suponía una extinción de Metrovacesa y la división de su patrimonio en tres bloques que se transmitieron a las tres sociedades anteriormente mencionadas de la matriz. Díaz, J. Expansión (2016).

Las unidades patrimoniales quedarán conformadas como sigue:

Bloque 1: Metrovacesa segregará su negocio patrimonial a favor de Merlin (edificios en alquiler de uso no residencial)

- Operación valorada en 1.672 millones de euros.
- Aumento de capital y canje de acciones: Merlin 1/20,95 Metrovacesa.
- Control por parte de los accionistas de Metrovacesa del 31,23% de Merlin.

Bloque 2: Escisión por parte de Metrovacesa y a favor de Testa Residencial (brazo inmobiliario de Merlin) el negocio de viviendas. Se incluye aquí deuda por valor de 250 millones de euros de Metrovacesa que no se trasladaban al bloque 1.

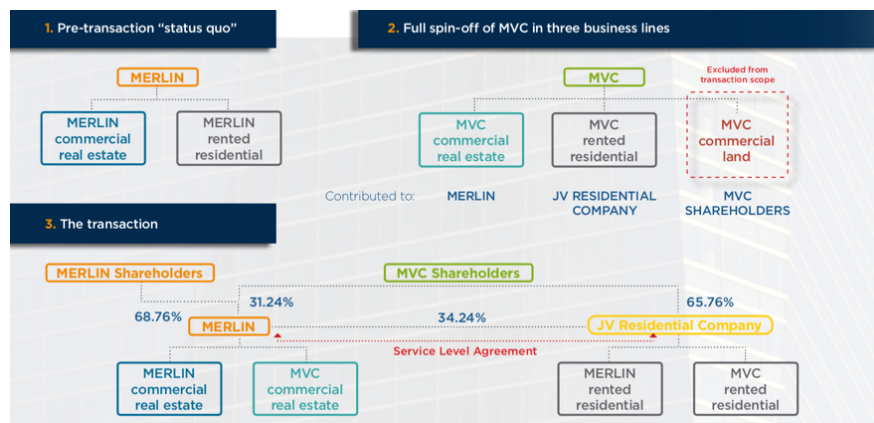
- Operación valorada en 441,7 millones de euros.
- Ecuación de canje: Metrovacesa 1/1 Testa
- Control por parte de los accionistas de Metrovacesa del 65,759% de Testa.

Bloque 3: Escisión por parte de Metrovacesa de su patrimonio no estratégico, a saber: suelos y obras en curso, que irán a para a una sociedad creada al efecto.

- Operación valorada en 326,49 millones de euros.
- Control al 100% por los socios de Metrovacesa

En el siguiente gráfico IV, se incluye un esquema de la organización de la operación

GRÁFICO VI. Esquema Organizativo de la Operación Merlin-Metrovacesa



Fuente: Presentación Corporativa de la operación por parte de Merlin Properties S.A.

Tras el cierre de la fusión, Santander, hasta la fecha accionista de control de Metrovacesa con más de un 70%, controlará un 21,95% de la nueva Merlin y el 46,21% de Testa Residencial. Por su parte, BBVA, el otro accionista de referencia de Metrovacesa, tendrá el 6,4% de Merlin y un 13% de la nueva compañía residencial, mientras que Popular, mantiene el 2,8% de Merlin y un 6% de Testa Residencial.

Por otro lado, el consejo de administración de Merlin pasará a estar compuesto por 15 miembros, 9 de ellos independientes procedentes de la compañía y Testa, 3 de ellos a

propuesta del Santander, configurado como mayor accionista, 2 de ellos a propuesta del BBVA, y dos consejeros ejecutivos. Rodrigo Echenique, vicepresidente del Santander y presidente actual de Metrovacesa será el presidente no ejecutivo del grupo resultante e

Ismael Clemente, presidente actual de Merlín será vicepresidente ejecutivo y consejero delegado.

Respecto a los racionales o motivos para llevar a cabo la operación, encontramos 5 puntos principales:

1. Consolidación del grupo como la cartera de activos líder y sin rival en España.
2. Incremento sustancial de la presencia en el ámbito de los centros comerciales, convirtiéndose en el segundo competidor por importancia en España.
3. Mejora y crecimiento de la cartera de Metrovacesa y mayor exposición de la misma a las derivas positivas del mercado.
4. Mejora de las posibilidades para los activos no esenciales del negocio.
5. Conversión en una de las SOCIMIS principales y más diversificadas en Europa así como el líder español en toda la categoría de activos.

Desde el punto de vista financiero, encontramos varios aspectos positivos motivantes de la operación:

En primer lugar, vemos cómo se prevé que la operación incrementará el valor neto de los activos en cartera de la adquirente en aproximadamente un 5,7%. A esto se le une una valoración de capital que, en términos comparativos con el mercado de operaciones del momento era muy beneficiosa para Merlin.

En segundo lugar, es relevante resaltar el concepto de Funds From Operations, FFO por sus siglas en inglés, que en el ámbito de las SOCIMIS hacen referencia al flujo de caja obtenido por los activos. Chen, J. Investopedia (2019). Con la operación se prevé que se genere un incremento en los citados flujos desde el primer año, y en concreto desde el primer día.

En tercer lugar, vemos como se mantiene una estructura de capital razonable, mejorando el perfil de riesgo crediticio de Merlin. El ratio Loan to Value pasa del 50,6% al 49% y se mantiene la salubridad general del resto de ratios financieros de Merlin.

Por último, la operación no produce una resolución anticipada de ninguna obligación bancaria o relativa a bonos por parte de Merlin.

B) Financiación

La operación es llevada a cabo mediante canje de acciones. Como hemos mencionado anteriormente, se conforman tres bloques de los cuales se analizarán, con respecto al pago, los dos primeros, ya que el tercero queda en manos de los accionistas originales:

Respecto al primer bloque, en el que Merlin integra la cartera inmobiliaria no residencial de Metrovacesa, se lleva a cabo una ampliación de capital por parte de Merlin por valor de 146 millones de euros, alcanzando una ecuación de canje de 1 título de Merlin por 20,95 acciones de Metrovacesa.

El segundo bloque se lleva a cabo a través de la filial Testa, brazo inmobiliario de Merlin, en que se escinde el negocio residencial y deuda corporativa por valor de 250 millones de euros. La ecuación de canje alcanzada es de 1 título de Testa por cada uno de Metrovacesa.

En la siguiente Tabla VII encontramos el resumen de los citados datos:

TABLA VII. Financiación de la Operación Merlin-Metrovacesa

Financiación				
Bloque	Canje	Valor	Ampliación de Capital	Asunción de Deuda
Bloque 1	1--20,9	€1.672M	€146M	N/A
Bloque 2	1--1	€441,70	N/A	€250M

Fuente: elaboración propia a partir de datos de la web corporativa.

C) Resultado de la Transacción.

Como mencionamos al inicio de este apartado, el análisis de la bonanza del medio de pago elegido para esta operación se llevará a cabo mediante el análisis del precio de la acción de la adquirente. Hemos de recordar que este análisis se llevará a cabo en base a los criterios sentados por el tipo de Operación Transformacional. En consecuencia, el análisis se llevará a cabo en tres momentos distintos: en el momento del anuncio, una semana más tarde, y pasado un año de la misma, horizonte, este último, que maneja la Operación Transformacional.

A continuación, se presenta en la tabla VIII un resumen de la evolución del precio de la acción desde el anuncio:

TABLA VIII. Evolución del Precio de la Acción de Merlin.

	Día del Anuncio	Semana desde el Anuncio	Año desde el Anuncio
Precio de la Acción	€8,56	€8,35	€10,33
Evolución	1%	-2%	24%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Expansión Mercados.³

Día del anuncio (21 de junio de 2016): El día en que fue anunciada la operación vimos un incremento del precio de la misma por un valor cercano al 1%. Las condiciones de la misma parecen a priori atractivas y las posibilidades de crecimiento del grupo resultante son claras. Por otro lado, la estructura organizativa garantiza que en Merlin se queden solo los activos más rentables y con más potencial de desarrollo. Todo esto parece que a priori convence a los accionistas y parece explicar el ligero incremento inicial.

Una semana después del anuncio (28 de junio de 2016): En este momento encontramos un descenso de en torno al 2% en el precio de la acción. Debemos tener en cuenta que Metrovacesa partía de una situación muy complicada que procedía del desplome inmobiliario de 2008. En ese momento tomaron el control de la compañía los bancos Santander, BBVA y Popular con el objetivo de reflotar la compañía.

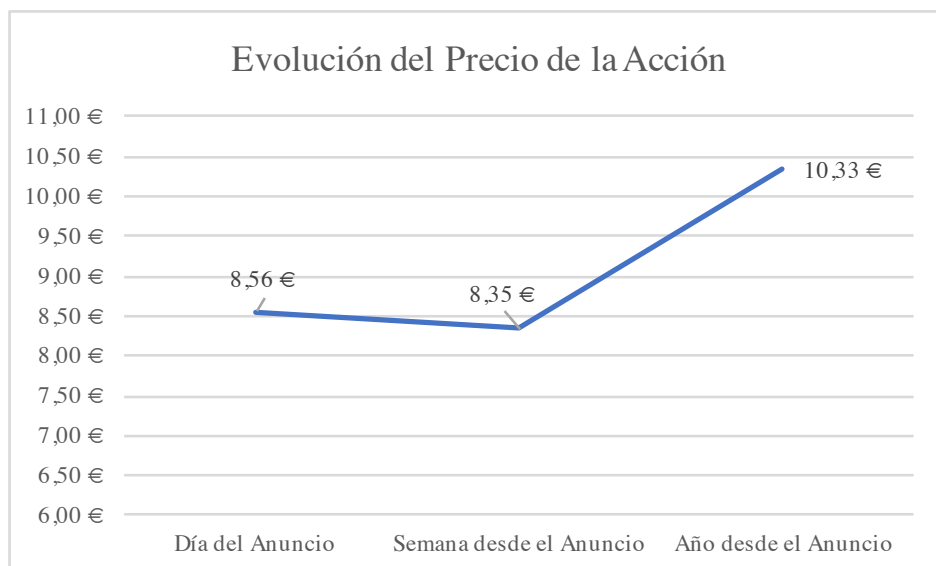
³ Expansión Mercados (2020). Disponible en: https://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/valores/merlinprop_M.MRL.html

Esto, no obstante, terminó siendo imposible y fue esa una de las causas que facilitaron la fusión descrita. Martínez, J. Expansión (2017). Pese a que en la operación se ha buscado integrar en el balance de Merlin únicamente los activos más rentables (ya hemos mencionado que tanto la deuda como los no estratégicos han quedado fuera), es lógico que los accionistas sean algo reticentes en los primeros momentos de la operación, lo que puede explicar el descenso del 2%.

Un año después del anuncio (21 de junio de 2017): Un año tras el anuncio de la operación encontramos un notable incremento del precio de la acción que sube un 24% hasta situarse en 10,33€. Vemos cómo los resultados de la compañía en 2017 recogen un incremento del 15% en los dividendos del periodo y del 21,6% en la tasa de retorno del accionista. A esto se le une una revalorización de activos por valor de 959 millones de euros que se suma a una fuerte generación de flujo de caja. En conclusión, se mantiene el buen rumbo que la compañía tenía con carácter previo a la operación y se consolidan los activos de Metrovacesa que reportan una rentabilidad acorde con la buscada. Todo ello explica la evolución favorable de la cotización en el mercado.

A continuación, en el gráfico V podemos ver la evolución comentada y que recoge la citada revalorización de las acciones de Merlin.

GRÁFICO VII. Evolución del Precio de la Acción de Merlin.



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Expansión Mercados.⁴

⁴ Expansión Mercados (2020). Disponible en: https://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/valores/merlinprop_M.MRL.html

6. CONCLUSIÓN.

Una vez que hemos desarrollado el análisis individual de cada una de las transacciones, en este apartado se procederá a comparar el resultado de ambas operaciones, la de efectivo y la de acciones, con el fin de dilucidar qué método de pago influye de manera más positiva en la rentabilidad de la operación. Para ello llevaremos a cabo una comparación de distintas métricas financieras de cada una de las compañías, poniendo cada una de las situaciones en su contexto macroeconómico y explicando las premisas y consecuencias derivadas de cada uno de los métodos de pago seleccionados.

Debemos partir de la base, en este análisis, de que las operaciones cumplen con los requisitos establecidos por la OT, en el sentido de que no se contamine el periodo de análisis, que recordemos, es de 1 año desde el anuncio de la operación. Durante dicho periodo se contempla, en primer lugar, que las adquirentes proceden al cierre de la operación y la integración de los negocios en el ámbito operativo y de recursos humanos. En segundo lugar, se cumple que las adquirentes no llevan a cabo en dicho periodo operaciones que tengan una relevancia tal que pueda impactar en la empresa y que suponga una realidad externa a su actividad normal. Por último, vemos que no se llevan a cabo cambios relevantes en el equipo gestor de la compañía, así como en lo que a estructura accionarial se refiere.

Cumplidas estas premisas, pasaremos ahora a analizar los resultados comparables entre ambas operaciones y que podemos ver de forma resumida en la tabla VIII:

TABLA VIII. Comparativa de Transacciones DS-Smith vs Merlin.

Variable	DS-Smith	Merlin
Industria	Embalaje	Real Estate
Localización	Reino Unido-España	España
Método de Pago	Efectivo	Acciones
Precio de la Transacción	€ 1.667 M	€ 2.113 M
Sinergias Producidas	€ 50 M	N/A
Rentabilidad en el Anuncio	5%	1%
Rentabilidad a la Semana	-2%	-2%
Rentabilidad al Año	-40%	24%
EBITDA completada la Operación	€ 820 M	€ 260 M
Variación del EBITDA	39%	61%

Fuente: elaboración propia.

Como vemos, un primer análisis lleva a afirmar que, en el seno de la OT la operación que mayor rentabilidad arroja en términos de precio de cotización es la financiada mediante acciones, esto es, la de Merlin.

No obstante, si llevamos a cabo otro tipo de análisis, centrado en la evolución de las magnitudes financieras y el contexto económico vemos que existe diferencia en términos de rentabilidad entre ambas operaciones. Es necesario matizar que el sector del embalaje en su conjunto sufrió importantes caídas debido a una volatilidad notable en el precio del papel. A esto había que sumar unas negociaciones en relación al Brexit que generaron un clima de alta incertidumbre en el mercado y que incidieron en el precio de la acción de DS-Smith, sobretodo teniendo en cuenta que esta se encontraba en un contexto de desarrollo de operaciones de M&A.

Aclarado esto, si pasamos a analizar la rentabilidad en el día mismo del anuncio, vemos como en la operación financiada mediante efectivo, el precio de la acción experimenta un incremento del 5%, mientras que el caso de la operación financiada mediante stock, el incremento es de únicamente el 1%. Estos resultados, que si bien son positivos para ambos supuestos pueden ir en línea de las conclusiones de autores como Loughran, Tim y Anand M. Vijh. (1997) que señalaban cómo el mercado podía interpretar el hecho de que la empresa se decantase por las acciones como método de pago como un indicador de que las acciones se encuentran sobrevaloradas, lo que podría explicar esta diferencia.

Por otro lado, vemos cómo en el caso de DS-Smith y Europac, en anuncio de la operación fue muy bien recibido por el mercado, que tuvo en cuenta la situación de solvencia financiera que vivía DS-Smith y la oportunidad en términos de sinergias que la operación suponía. En el caso de Merlin y Metrovacesa, si bien desde la óptica estratégica la operación parecía atractiva, no debemos olvidar que Metrovacesa llevaba dos años arrastrando fuertes pérdidas y obtuvo, en 2015, un EBITDA negativo de 10 millones de euros. No obstante, pese a las dudas del mercado, vemos cómo conforme pasaba el tiempo y a medida que se asentaba el análisis de la operación, vemos cómo el mercado comenzó a verla con buenos ojos. El hecho de que Merlin adquiriese para su negocio principal los activos más rentables disipó las dudas relativas a la situación financiera de Metrovacesa y vemos cómo una semana después del anuncio de la operación, la acción de Merlin se

había revalorizado un 2%. En el caso de DS-Smith encontramos un incremento también del 2% que no hace más que confirmar la gran aceptación que la operación tuvo dentro del mercado.

Si pasamos el análisis al último punto del periodo transformacional, encontramos que transcurrido un año el precio de la acción de DS-Smith cae un 40%, mientras que el de Merlin experimenta un incremento del 24%. En este punto un primer impulso sería concluir que la financiación mediante efectivo deriva en un peor resultado en la evolución de la cotización, mientras que la emisión de acciones asegura un incremento de la misma. No obstante, y como hemos mencionado en el análisis individual, el entorno macroeconómico en el caso de DS-Smith fue muy complicado para todo el sector. Por ello, si entramos a analizar las magnitudes financieras del año 2018, vemos que a la par de la reducción en el precio de cotización, se da un incremento del beneficio por acción del 8% y una subida del dividendo del 13%. Por otro lado, se confirman unas sinergias por valor de 50 millones de euros que prueban el alto margen de integración de la compañía y que redundan también en un incremento del 39% del EBITDA. Esto indica que el desarrollo de la compañía sigue una tendencia positiva, lo que es más loable si cabe en un entorno de mucha incertidumbre por el Brexit y alta volatilidad del precio de las materias primas con lo que ello supone a efectos de confianza del mercado. Merlin, por su parte, demuestra al transcurso del año el potencial de crecimiento del mercado y prueba el acertado planteamiento de la operación. El valor neto de sus activos ascendió, tras la fusión a 9.300 millones de euros, lo que le colocaba como líder nacional. Vemos cómo tras la operación el EBITDA crece en un 61%, derivado principalmente de la incorporación de los citados activos y de una escalada de las rentas anuales de 450 millones de euros. Por otro lado, el flujo de caja de operaciones se incrementa desde el momento del anuncio de la operación y el ratio Loan to Value se reduce en un 1,6%, lo que implica que el equivalente de valor de los activos deja de servir al apalancamiento para servir a la rentabilidad. En conclusión, vemos una operación muy bien planteada desde el principio, que partía de un ratio de canje muy favorable con respecto a otras operaciones comparables del sector que tuvieron lugar en los 18 meses anteriores y que se desarrolló durante una etapa de fuerte crecimiento económico en España.

Todos estos factores llevan a que sea complicado calificar una operación como éxito y otra como fracaso. En cierta medida, y a pesar de la diferente evolución del precio de cotización en el periodo transformacional, ambas han conseguido sus objetivos y a nivel

operativo y de resultados han evolucionado positivamente. De hecho, en el caso de Europac, el informe anual de 2019 se congratulaba por la culminación de la operación y resaltaba la buena integración que habían conseguido. Además, señalaban cómo la operación era desde el punto de vista de estructura de mucha calidad y permitía seguir incrementando el margen. Al hilo de esto hay que tener en cuenta que una operación en efectivo o en la que la compañía, como es el caso, debe hacer uso de instrumentos de deuda, procederá a analizar con pulcra profundidad los potenciales beneficios de la misma en términos de estrategia y rentabilidad, lo que hace que no sorprenda el buen resultado. Esta profundidad en el análisis quizá no se da con tanta frecuencia en operaciones en las que el método de pago son acciones de la propia compañía. Esto es especialmente cierto en los casos en que la compañía posee acciones en autocartera, pues le supone un coste cero más allá del puramente administrativo. En cambio, si es necesaria una ampliación de capital, los accionistas verán cómo el valor de sus acciones se diluye, lo que en cierta medida sí supone un coste para la compañía. Este ha sido el caso de la operación de Merlin-Metrovacesa, en la que se ha llevado a cabo una ampliación de capital por valor de 146 millones de euros. Este coste, aunque sea menor que el de la deuda, también genera la responsabilidad de investigar adecuadamente la empresa objetivo y estudiar todos los escenarios posibles, lo que explica la diligencia con la que Merlin analizó el mercado tanto en lo relativo a la empresa objetivo como a la estructura de la operación.

En conclusión, si atendemos de manera exclusiva a la evolución de la cotización de ambas compañías podríamos inclinarnos a pensar que aquella financiada con acciones ha reportado un mayor retorno a la empresa adquirente. Enjuiciar en este caso el método de pago sin tener en cuenta el resto de elementos externos sería un error. La realidad es que DS-Smith ha evolucionado favorablemente en un escenario muy negativo, y se puede afirmar que esto es debido, en parte, al profundo estudio de la empresa objetivo que nació como consecuencia del coste aparejado al modelo de financiación de la operación. Por tanto, es establecer una cierta correlación positiva entre el efectivo como método de pago y la rentabilidad de la operación, tanto por diligencia en la operación como por la positividad de la imagen que se da a los accionistas.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Coates, J. 2014. “Mergers, Acquisitions and Restructuring: Types, Regulation, and Patterns of Practice.” Harvard. John M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Discussion Paper, nº 781, p. 2.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., Jordan, B. 2011. “Core Principles and Applications of Corporate Finance” , Ed. McGrawhill, p. 697.
- Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances 2019. “M&A Review 2019”. Disponible en: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- Feito, I., Menéndez, S. 2011. “Valoración de las fusiones y adquisiciones por los accionistas adquirentes” *Universia Business Review*.
- Martynova, M. 2006. “Mergers and Acquisitions in Europe”. European Corporate Governance Institute. Finance Working Paper nº 114, p.1.
- Dimitrios, K., Wei, S., Si Zhou. 2014. “Firm location and the method of payment in mergers and acquisitions” *Applied Economic Letters*. Routledge.
- Faccio, M., Masulis, R. 2005. “The choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions” *The Journal of Finance*, Volume 60, Issue 3.
- Barbopoulos, L., Paudyal, K., Sudarsanam, S. 2018. “Earnout deals: Method of initial payment and acquirers’ gains”. Wiley. *European Financial Management*.
- 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.
- DS Smith Website. Información financiera para inversores. Disponible en: <https://www.dssmith.com/investors/investor-information/share-price>
- Proposed Acquisition of Europac-DS Smith. Results and Presentations: <https://www.dssmith.com/investors/results-and-presentations/2018/5/proposed-acquisition-of-europac2>
- Proactivanet: Clientes. <https://www.proactivanet.com/industria/162-europac>
- Estrategias de Inversión: “Oferta generosa sobre Europac que no se debería rechazar”(2018):Disponible en:

<https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-espana/oferta-generosa-sobre-europac-que-no-se-deberia-n-415635>

- De Pedro, J., Zamácola, E., Ramos, E. 2017 Análisis EUROPAC (PAC). Link Análisis. Disponible en: <https://www.linksecurities.com/wp-content/uploads/2018/02/EUROPAC-ABRIL17.pdf>
- CincoDías (2019). “La británica DS Smith sacará de bolsa Europac tras hacerse con el 98,8%. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/01/17/companias/1547734428_320293.html
- Bolsamanía (2019). Ficha Bursátil DS Smith. Disponible en: <https://www.bolsamania.com/accion/DS-SMITH>
- La Vanguardia, Redacción (2018): “Los Directivos de Europac ven atractiva la OPA lanzada por DS Smith. Disponible en: <https://www.lavanguardia.com/vida/20181210/453488404836/los-directivos-de-europac-ven-atractiva-la-opa-lanzada-por-ds-smith.html>
- Hodgson, C (2018). “Cardboard-box maker DS Smith plays down impact of rising costs” Financial Times. Disponible en: <https://www.ft.com/content/23db5712-b00c-11e8-8d14-6f049d06439c>
- Gamble, M (2019). Shares Magazin: “DS Smith reports solid growth aided by acquisitions”. Disponible en: <https://www.sharesmagazine.co.uk/news/shares/ds-smith-reports-solid-growth-aided-by-acquisitions>
- Merlin Properties. Informe de Gestión Consolidad (2015). Disponible en: https://www.merlinproperties.com/wp-content/uploads/2016/02/MERLIN_Properties_Informe_de_Gestion_2015.pdf
- Merlin Properties. Informe de Gestión Consolidad (2014). Disponible en: <https://www.merlinproperties.com/wp-content/uploads/2014/06/MERLIN-Properties-Informe-de-Gestión-consolidado-Definitivo-Web.pdf>
- Alarcos, A. Idealista News (2020). “La estrategia de las grandes socimis: reinvertir en su cartera y crecer vía compras y nuevos desarrollos.” Disponible en:

<https://www.idealista.com/news/finanzas/inversion/2020/02/11/779904-la-estrategia-de-las-grandes-socimis-reinvertir-en-su-cartera-y-crecer-via-compras-y>

- Promateriales, 2020: “Metrovacesa: en continuo trabajo por la sostenibilidad de las ciudades”. Disponible en: <https://promateriales.com/pdf/PM-130%201-min.pdf>
- Metrovacesa. Web Corporativa 2020. Disponible en: <https://metrovacesa.com/nosotros>
- Díaz, J. Expansión (2016): “Merlin y Metrovacesa culminan su fusión y Echenique es nombrado presidente del nuevo grupo”. Disponible en: <https://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2016/10/20/58090b18468aebad658b45ce.html>
- Chen, J. Investopedia (2019). Funds From Operations (FFO). Disponible en: <https://www.investopedia.com/terms/f/fundsfromoperation.asp>
- Expansión Mercados (2020). Disponible en: https://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/valores/merlinprop_M.MRL.html
- Martínez, J. Expansión (2017): “La banca se recupera en Merlin del fiasco de Metrovacesa.” Disponible en: https://www.lespanol.com/invertia/empresas/20170217/194481126_0.html