



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

PROCESO DE CREACIÓN DE VALOR EN FUSIONES Y ADQUISICIONES Y APLICACIÓN AL CASO ABERTIS

Autor: Chloe Pol Palmer
Director: María Luisa Garayalde

Madrid
Abril 2018

Chloe
Pol
Palmer

**PROCESO DE CREACIÓN DE VALOR EN FUSIONES Y ADQUISICIONES Y APLICACIÓN AL
CASO ABERTIS**



RESUMEN

Con este trabajo se examina la creación de valor en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Tras una revisión crítica de los métodos de valoración de empresas utilizados en el ámbito financiero, se enfatiza en el *accretion/dilution analysis*. Una vez efectuado su estudio, se procede a analizar el caso Abertis con arreglo al mismo. La razón que justifica el estudio de esta empresa en particular radica en que nos encontramos ante entidades que cotizan en bolsa, es decir, su información es pública y por tanto, de fácil acceso. De esta forma, se examinan las opas presentadas por Atlantia y Hochtief para hacerse con el control de Abertis. Se pretende determinar si con esta transacción se logra crear valor. Finalmente, se analiza el escenario en el que se encuentra actualmente la compañía a fin de extraer conclusiones fiables y de utilidad que permitan llevar a cabo una valoración apropiada, exponiendo las limitaciones de las que adolece dicho método.

ABSTRACT

This work analyzes the value creation in mergers and acquisitions transactions. After a critical review of a wide range of valuation methods that are used in financial field, it is emphasized in accretion/dilution analysis. Once the study has been carried out, the Abertis case is analyzed in accordance with it. The reason that justifies the study of this particular company lies in the fact that we are dealing with entities that are listed on the stock exchange. Consequently, their information is public and therefore, easily accessible. In this way, the tender offers presented by Atlantia and Hochtief in order to achieve Abertis' control are examined. This analysis tries to determine the possibility of value creation with this transaction. Finally, the scenario in which the company is currently located is analyzed in order to draw reliable and useful conclusions that allow carrying out an appropriate valuation, exposing the limitations of that method.

Key Words: *“fusiones y adquisiciones”, “value creation”, “accretion/dilution analysis”, “M&A”, “value creation AND mergers & acquisition”, “M&A valuation”*

Tabla de Contenidos

1	Introducción	4
1.1	Propósito y Contextualización del Tema	4
1.2	Justificación	6
1.3	Objetivos	7
1.4	Metodología	8
1.5	Estructura del trabajo	9
2	Aspectos Esenciales en Fusiones y Adquisiciones	11
2.1	Factores que explican las Operaciones de F&A	11
2.2	Diferencia entre Valor y Precio	12
3	Objetivos de las Fusiones y Adquisiciones	13
3.1	Principio de Creación de Valor	13
3.2	Motivaciones más Inmediatas	15
3.2.1	SINERGIAS	15
3.2.2	DIVERSIFICACIÓN	17
3.2.3	CONSIDERACIONES FISCALES	18
3.2.4	OTROS MOTIVOS	19
4	Revisión Crítica de Métodos de Valoración de F&A	21
4.1	Valor Económico Agregado (EVA)	21
4.2	Descuento de Flujos de Caja	23
4.3	Valoración por Múltiplos	24
4.4	Método <i>Accretion/Dilution</i>	26
5	Razones que justifican el Fracaso de las Operaciones de F&A	30
6	Aplicación Práctica: Valoración de Abertis	32
6.1	Introducción de la compañía	32
6.2	Recorrido de la Operación de F&A	33
6.3	Análisis Financiero: Método <i>accretion/dilution</i>	34
6.3.1	Oferta pública de adquisición lanzada por Atlantia	34
6.3.2	Oferta pública de adquisición lanzada por Hochtief	37
6.3.3	Escenario actual: Alianza estratégica conjunta	41
7	Conclusiones	44
8	Bibliografía	48

Tabla de Ilustraciones

Ilustración 1: Gráfico Evolución de las Operaciones F&A	5
Ilustración 2: OPA presentada por Atlantia	35
Ilustración 3: OPA presentada por Hochtief	38
Ilustración 4: Escenario actual: Alianza estratégica	43

Introducción

1.1 Propósito y Contextualización del Tema

El propósito perseguido con este trabajo es analizar el proceso de creación de valor en fusiones y adquisiciones.

El mundo actual está en constante cambio. Consecuentemente, son muchas las empresas que sienten la necesidad de reforzar su presencia en los mercados para incrementar su potencial de competitividad.

En el mundo empresarial, existen dos alternativas en aras de lograr este crecimiento. La primera es el crecimiento interno, que puede lograrse a través del desarrollo de nuevos productos o de la expansión de los previamente existentes. La segunda de las alternativas es el crecimiento externo, que puede conseguirse a través de las fusiones o adquisiciones¹. Estas operaciones representan para las empresas una oportunidad para elevar su cuota de mercado.

Las operaciones de F&A pueden desarrollarse tanto en el ámbito nacional como internacional. No obstante, las grandes firmas tienden a preferir lograr esta expansión de forma internacional, traspasando fronteras. Esta preferencia se fundamenta en lograr un crecimiento en países no afectados por la crisis europea y estadounidense, considerada según Castro Fernández (2013) como la mayor desde la Gran Depresión de 1929.

En el ámbito europeo, las operaciones de F&A han experimentado un incremento notable a lo largo del 2017 como consecuencia al Brexit acontecido en Reino Unido. De acuerdo con los datos recopilados por Mergermarket M&A, Europa ha incrementado su negociación hasta representar el 28.9% de la actividad mundial. Las empresas británicas ven la necesidad de fusionarse para lograr una mayor consolidación en el mercado dada la inseguridad reinante.

¹ En adelante se utilizará indistintamente la abreviatura F&A.^[1]

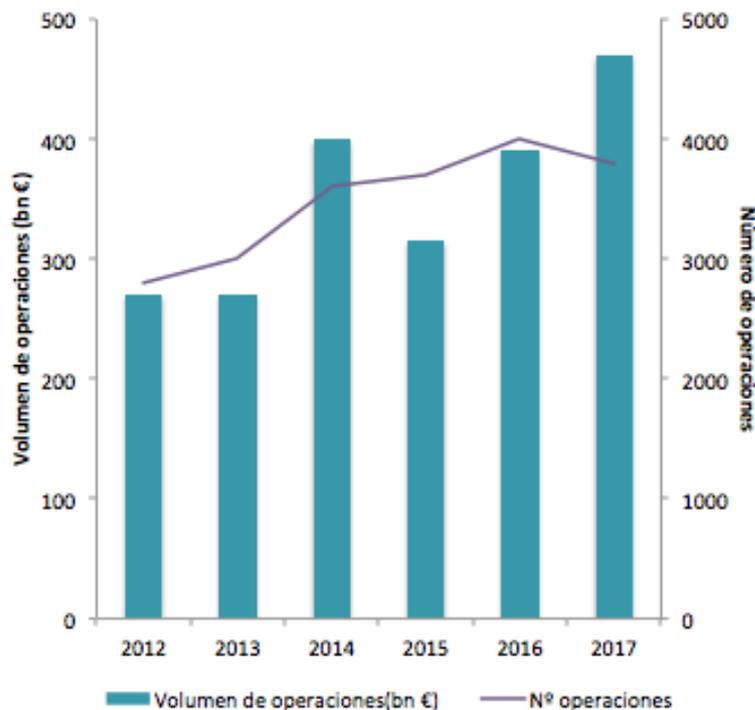


Ilustración 1: Gráfico Evolución de las Operaciones F&A

Fuente: Mergermarket M&A Tren Report (2017:3)

Actualmente, nos encontramos ante una etapa del ciclo coyuntural caracterizada por una recuperación en todo tipo de ámbitos entre los que resulta destacable, el sector económico. Se considera finalizada la etapa conocida como “la Gran Recesión” (Temin, 2010:115).

Tras la publicación del último informe de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, se prevé una moderación en el crecimiento económico español para el próximo ejercicio económico 2018. Esta atenuación se fundamenta en la incertidumbre reinante en Cataluña. De persistir estas tensiones, la disminución en el consumo y en la confianza empresarial podrían obstaculizar la demanda interna. A nivel global, el informe contempla la posibilidad de afectar la demanda ante un eventual incremento del proteccionismo en el comercio internacional o unas consecuencias más perjudiciales de las estimadas del Brexit.

Las fusiones y adquisiciones se consagran como una vía para alcanzar la maximización de valor. De esta forma, se crea valor para la totalidad de *stakeholders* y se conciben estas operaciones como herramientas empresariales para crecer y expandirse en el mercado. Además, son transacciones que conllevan ventajas como resultan “las sinergias, la eficiencia operacional, la cuota de mercado, la entrada en nuevos mercados y beneficios tecnológicos, entre otros” (Mohapatra, 2014:73). De esta forma, dos empresas serán objeto de F&A cuando la operación les permita lograr la creación de valor. El problema que subyace radica en la forma en la que dicho valor puede estimarse.

Uno de los métodos frecuentemente utilizados para calificar de exitosa la fusión es el *accretion/dilution analysis*. Este método permite comparar la valoración empresarial de ambas entidades de forma previa y ulterior a la transacción. De resultar superior el segundo de estos valores, la operación se calificaría de *accretive* y consecuentemente, se podría afirmar la creación de valor.

La importancia de este trabajo radica en la consagración de la creación de valor como objetivo prioritario. Al perseguir todas las empresas la maximización de su valor es preciso determinar la forma idónea para lograr su consecución.

1.2 Justificación

Este trabajo estudia el principio de creación de valor y lo considera como el objetivo fundamental cuya consecución se pretende en las operaciones de F&A. Adicionalmente, se estudian las principales motivaciones que implementan estas estrategias de expansión.

La creación de valor como objetivo primordial justifica la necesidad de analizar los distintos métodos existentes para lograr su consecución. Tras una breve exposición de los métodos de valoración más frecuentes, se profundiza en el estudio del *accretion/dilution analysis*. De esta forma, se comparan los beneficios netos por acción de forma previa y ulterior a la transacción para afirmar o negar el cumplimiento de este objetivo.

El hueco de investigación cuya resolución se pretende consiste en probar la utilidad del método recién expuesto. Se cuestiona su fiabilidad y utilidad para extraer conclusiones válidas que permitan valorar una operación de F&A. Se pretende probar la idoneidad del método de valoración con su aplicación al caso Abertis.

1.3 Objetivos

A lo largo de la historia, el objetivo perseguido por toda empresa ha sido la maximización del beneficio obtenido con el desarrollo de su actividad. No obstante, la creación de valor ha desplazado el objetivo recién citado consagrándose como prioritario.

La creación de valor requiere considerar, juntamente con el beneficio, el coste en el que necesariamente se ha tenido que incurrir de cara a su obtención. De esta forma, es posible afirmar que una empresa ha creado valor cuando “el beneficio por ella obtenido es superior al coste de los recursos implicados” (Martínez, 2011:11).

En este trabajo se pretende analizar el principio de creación de valor y su aplicación en las operaciones de F&A. Se quieren exponer las motivaciones más inmediatas que mueven a las empresas a fusionarse entre las que destacan las sinergias dada la inmediatez de sus efectos.

Para analizar si la operación ha resultado satisfactoria, y por tanto, poder afirmar la creación de valor, el trabajo se centra en el método *accretion/dilution*. Si bien existen muchas alternativas para valorar si se logra la consecución de este objetivo, el estudio de este trabajo se remite al *accretion/dilution analysis* porque permite efectuar una valoración *post-merger*. Este método se utiliza para evaluar el impacto de la fusión en el beneficio por acción² de la empresa suponiendo ganancias cero en la estrategia (Kuriakose, Raju, & Kumar, 2012:5).

Andrade (1999) determina que este análisis examina el posible impacto de la fusión en la riqueza de los accionistas en términos de EPS. La idea es que la mayoría de los consultores y asesores financieros no preferirán un *dilutive deal* a pesar de no ser consecuencia de la valoración efectuada. Además, considera que este método tiene un impacto significativo en los retornos de las acciones a largo plazo.

² En adelante utilizaré la abreviatura EPS (Earnings per share).

De esta forma, se pretende comparar los beneficios netos por acción obtenidos de forma previa y ulterior a la transacción. El EPS pre es el resultante de dividir el total de beneficios netos obtenidos entre el número de acciones de la compañía. No obstante, al calcular el EPS post es preciso tener en cuenta, además de los beneficios obtenidos por ambas compañías de forma conjunta, las sinergias y los costes que son fruto de la operación de fusión.

Consecuentemente, una vez calculados ambos EPS, se procede a calificar la operación de *accretive*, de poder afirmar la creación de valor; o *dilutive* si por el contrario, la operación ha destruido valor.

El método *accretion dilution* resulta de aplicación al caso Abertis. He elegido esta operación por resultar de actualidad y por aparecer de forma reiterada en la prensa económica. Una vez efectuado el análisis previamente descrito y la comparación de ratios, calificaré la transacción de *accretive* o *dilutive*. La conclusión obtenida al respecto permite determinar si se ha logrado crear valor con la operación.

1.4 Metodología

Para la consecución de los objetivos expuestos, la metodología empleada ha consistido en una revisión de la literatura. He recabado información a cerca del principio de creación de valor, las motivaciones que conllevan a estas operaciones, los métodos más apropiados para analizar si se logra la creación de valor así como los posibles errores que de acontecer, lograrían el efecto contrario. Para la revisión de la literatura se han consultado las bases de datos Dialnet, Econlit, Business Source Complete y Google Scholar. Adicionalmente, se ha recurrido a la hemeroteca de las Universidades de Harvard, IESE y Pontificia Comillas, entre otras. Dentro de esta búsqueda cabe destacar como términos clave “fusiones y adquisiciones”, “value creation”, “accretion/dilution analysis”, “M&A”, “value creation AND mergers & acquisition”, “M&A valuation”.

Por otro lado, el método utilizado en el estudio del caso Abertis tiene por objeto una comparación de ratios. De esta forma, se logra profundizar en el proceso de creación de valor en operaciones de F&A además de generar nuevas conclusiones.

La finalidad principal es obtener una conclusión acerca de si se logra crear valor con esta operación.

La información necesaria para efectuar el análisis del caso se ha obtenido de la Comisión Nacional de Valores, Bloomberg y Yahoo Finance. Al tratarse de empresas cotizadas, la información es pública y por tanto, es fácil el acceso a la misma.

1.5 Estructura del trabajo

El trabajo presentado está integrado por cuatro grandes bloques:

- I. Introducción: tiene por objeto un análisis del contexto actual que permite justificar la importancia del tema a tratar. En este primer bloque se enuncia el propósito perseguido con la elaboración de este trabajo y se exponen con claridad y precisión los objetivos cuya consecución se pretende.

- II. Revisión crítica de métodos de valoración de F&A: tras enunciar una serie de conceptos clave para entender la valoración empresarial y la creación de valor, se procede a enumerar los distintos métodos de valoración a los que se recurre en el mundo financiero. Este segundo bloque culmina con la exposición de razones que justifican el fracaso en las operaciones de F&A. Es muy importante prestar atención a estos motivos que de acontecer impedirán crear valor con estas operaciones.

- III. Análisis financiero de Abertis: este caso es objeto de estudio a través de una comparación de ratios. La fusión de ambas compañías se analiza con el método *accretion/dilution* que permite determinar si con esta operación se logra la creación de valor y consecuentemente, puede calificarse de *accretive* la transacción.

- IV. Conclusiones: se concluye si se crea valor en este tipo de operaciones o no, además de determinar la forma más satisfactoria para lograr este objetivo. Se

resuelve el hueco de investigación y por tanto, se determina la viabilidad y fiabilidad del método expuesto para extraer de la valoración conclusiones válidas.

2 Aspectos Esenciales en Fusiones y Adquisiciones

2.1 Factores que explican las Operaciones de F&A

Si bien son muchas las razones que mueven a las empresas a fusionarse, se pueden clasificar en tres grandes bloques:

- Globalización: vivimos en un mundo en expansión donde las empresas se preocupan por lograr el máximo crecimiento posible. Una forma de consolidar este crecimiento es a través de las operaciones de F&A lo que les permite estar presente en mayor número de países y por tanto, incrementar tu cuota de mercado.

A la hora de decidir emprender una operación de fusión es necesario tener en cuenta la situación macroeconómica del lugar en el que se está operando al igual que la del lugar en el que se pretende desarrollar la actividad empresarial. Es preciso que exista una estabilidad que permita la consecución satisfactoria de sus objetivos. Adicionalmente, hay que tener en cuenta la normativa legal en vigor así como si existe algún sector que esté suficientemente consolidado. Estos factores tienen que considerarse de forma previa a la materialización de toda fusión.

- Evolución de la empresa: en este punto es el incremento del nivel de ingresos y la obtención de sinergias lo que reviste especial importancia. Estas operaciones permiten a la empresa sobrevivir o incluso crecer en el mercado. Tendremos que estar al ciclo de vida empresarial y al momento concreto en el que esta se encuentra.
- Competidores: las empresas pretenden obtener economías de escala y lograr un nivel de eficiencia superior al de sus competidores. Al igual que en la evolución empresarial las sinergias se orientan al incremento de los ingresos, en este punto se enfatiza en la reducción de los costes lo que les permitirá incrementar su eficiencia en el mercado.

2.2 Diferencia entre Valor y Precio

Antonio Machado fue el autor del famoso refrán “sólo el necio confunde valor con el precio”, lo que implica que nos encontramos ante dos conceptos diferentes. Es preciso efectuar esta distinción para entender con mayor profundidad qué implica la valoración de empresas.

La premisa o punto de partida al que se recurre para diferenciar valor y precio conlleva la caracterización del primero como subjetivo mientras que el precio se concibe como objetivo.

El valor de una empresa es diferente en función de cada uno de los compradores e incluso con arreglo a la figura del vendedor. El hecho de concebir valoraciones distintas se justifica en tanto cada uno tiene una percepción distinta de la empresa y de sus predicciones de futuro. La valoración puede incluir criterios subjetivos o personales que son más difíciles de estimar.

El precio, por el contrario, es en una cantidad de dinero cierta y determinada, es decir, el importe que paga el comprador al vendedor para concluir la transacción. Tiende a resultar un importe medio entre las valoraciones de cada una de las partes que suponga una conformidad en la negociación.

De esta forma, el propósito perseguido para que la operación sea lo más satisfactoria posible requiere determinar, según Pablo Fernández (2012:28):

El valor máximo que debería estar dispuesto a pagar por lo que le aportará la empresa a adquirir; desde el punto de vista del vendedor se trata de saber cuál será el valor mínimo al que debería aceptar la operación.

Consecuentemente, no puede entenderse que nos encontramos ante conceptos equiparables pues asimilar valor y precio implicaría una valoración errónea.

3 Objetivos de las Fusiones y Adquisiciones

La creación de valor se consagra como objetivo prioritario de toda operación de F&A como ya se ha expuesto anteriormente. Ello conlleva a que los objetivos relativos a la tesorería como son por ejemplo, el incremento de los beneficios, queden relegados a un plano más secundario. No obstante, aún no siendo prioritarios se procede a efectuar un breve análisis de los mismos dado que en cierta forma son determinantes a la hora de emprender estas operaciones.

3.1 Principio de Creación de Valor

En el ámbito financiero toda empresa persigue la maximización de su valor, lo que se considera fruto del proceso de creación de valor. De esta forma, puede afirmarse que nos encontramos ante el objetivo más importante cuya consecución se pretende.

En esta línea puede argumentarse que se abandona la teoría de Milton Friedman (1962:133) quién considera que “hay una y sólo una responsabilidad de la empresa: usar sus recursos en actividades encaminadas a maximizar sus beneficios, en la medida en que observe las reglas del juego, es decir, que actúe dentro de la libre competencia sin engaño ni fraude”.

La definición de creación de valor va ligada a la perspectiva financiera y a la misión perseguida por la empresa. Se entiende como objetivo fundamental en tanto engloba también la maximización del beneficio. Autores como Gálvez (2015) entienden que:

El proceso de creación de valor consiste básicamente en la capacidad de la empresa para tomar decisiones que le permitan alcanzar un valor presente de sus flujos de caja futuros mayor que el requerido para recuperar lo invertido y pagar los costos de su financiamiento.

De esta definición cabe entender que la finalidad última perseguida con la creación de valor consiste en generar una riqueza derivada de la actividad empresarial que sea lo suficientemente grande que permita la recuperación económica de los desembolsos originariamente efectuados.

Los inversores que deseen crear valor más que preservarlo, deben aspirar a retornos anuales mínimos del 10% (Liechtenstein, 2014). En aras de lograr este objetivo, no resultan apropiadas estrategias consideradas habituales o genéricas, es más, todo lo contrario.

El profesor Heinrich Liechtenstein, establece siete principios básicos para la creación de riqueza que, todo inversor debe tener en cuenta:

1. Desarrollo de competencias y fortalezas.
2. Búsqueda constante de nuevas oportunidades de negocio que permitan una especialización a mayor escala.
3. No subestimar la importancia de la red de contactos y aprovecharla al máximo.
4. Perseguir un enfoque de inversión caracterizado como diferencial e indirecto.
5. Efectuar un análisis pormenorizado de todo riesgo y amenaza que puede acontecer pues ello ocasionaría pérdidas notables, dificultando la creación de valor.
6. Tener en cuenta siempre la fase del ciclo económico en la que nos encontramos en tanto influirá de forma notoria en el desarrollo de la inversión.
7. Maximizar el nivel de eficiencia. Se requiere implementar estrategias que permitan maximizar el beneficio y la búsqueda de oportunidades, minimizando el coste de la inversión.

Aún estando presente la creación de valor en toda actividad económica y empresarial, es preciso concretar su aplicación en el ámbito de las fusiones y adquisiciones. Estas estrategias de expansión pueden sufragarse en efectivo o a través de la emisión de nuevas acciones. De esta forma, se suelen requerir desembolsos monetarios o ampliaciones de capital que permitan implementar la operación de F&A. De no ostentar patrimonio suficiente, las empresas se endeudarán para asumir los costes que esta transacción conlleva. Este endeudamiento se fundamenta en la obtención de unos beneficios futuros que además de cubrir el importe de las deudas asumidas permitirán a la empresa incrementar de forma notable el importe total de sus beneficios operativos netos.

Una vez se establece la importancia de crear valor con estas operaciones, el inconveniente subyace en cómo se puede afirmar su consecución y medición. Si bien existen numerosos métodos que permiten lograr esta conclusión, se requiere prestar atención a tres conceptos claves: el capital empleado para sufragar la operación, el coste de dicho capital y el beneficio neto operativo. La combinación de estos ingredientes constituyen lo conocido como utilidad económica. Consecuentemente, Martínez (2011:10) afirma que:

Se crea valor en la empresa cuando la utilidad o riqueza que genera es lo suficientemente grande para cubrir el coste de todas las fuentes de financiamiento de los recursos invertidos en el negocio.

3.2 Motivaciones más Inmediatas

Una vez expuesto el principio de creación de valor se proceden a analizar los motivos que aún no siendo determinantes por sí solos para que una empresa se fusione o adquiera a otra entidad, son tenidos en cuenta como ventajas adicionales que le reportaría la operación de F&A.

3.2.1 SINERGIAS

La obtención de sinergias es la razón a la que se recurre de forma reiterada para iniciar una operación de F&A. La característica principal que le atribuye esta caracterización radica en la inmediatez de sus efectos.

Se definen como la capacidad que ostenta una empresa para generar en su conjunto, un valor económico superior al que produciría cada unidad estratégica de negocio de manera independiente (Goold y Luchs, 2003, citado por Rivas y Londono-Correa, 2017:154). En esta línea, es preciso entender que lo pretendido es que la empresa adquirente incremente su valor económico total, es decir que:

$$\text{VALOR DE A} + \text{VALOR DE B} < \text{VALOR DE A y B (post-merger)}$$

Donde:

A es la empresa adquirente y B la adquirida. De la fórmula recién expuesta se puede apreciar como ambas entidades resultan favorecidas de esta operación financiera, es decir, el valor económico total de cada una de ellas tras la transacción es superior al que ostentaban en un momento inicial. Este argumento lo fundamentan Mellen y Evans (2010: 82) al definir las sinergias como “una combinación de negocios que hace dos más dos igual a cinco”.

Un estudio de la consultora McKinsey (2004) sostiene que estas sinergias “pueden provenir de economías de escala y alcance, mejores prácticas, el intercambio de capacidades y oportunidades, y, a menudo, el efecto estimulante de la combinación en las compañías individuales”.

A continuación, me dispongo a clasificar los distintos tipos de sinergias que pueden resultar fruto de la operación. A gran escala y de acuerdo con la distinción llevada a cabo por DePamphilis (2008, 2009) se aprecian sinergias operativas y sinergias no operativas o financieras.

Las sinergias operativas son aquellas ligadas a las funciones o recursos de las empresas objeto de fusión. Las más características son las sinergias en ingresos y en costes. Las primeras pretenden incrementar el nivel de ingresos como consecuencia de la operación mientras las segundas persiguen una reducción en los costes incurridos. Es decir, ambas sinergias están orientadas a lograr un incremento en la eficiencia productiva de las compañías. Su obtención es fruto de la existencia de economías de escala y economías de alcance.

Las economías de escala tienen por objeto la distribución de los costes fijos entre el total del nivel productivo. Consecuentemente, por cada unidad adicional producida se aminorará el coste fijo unitario (Gaughan, 2010), es decir, se incrementará el nivel de eficiencia productiva empresarial. No obstante, la reducción del coste fijo unitario no tendrá lugar de forma ilimitada en el tiempo sino que llegará un punto en el que se empiecen a generar ineficiencias.

Por otro lado, las sinergias no operativas o financieras son menos relevantes que las recién expuestas. No van ligadas a las estrategias u objetivos empresariales cuya consecución se pretende sino que son las que subyacen de forma secundaria

como consecuencia de la operación. A modo de ejemplo, se aprecian las de tipo financiero que permiten acceder a mejores condiciones de financiación; o las de tipo fiscal que permitirán la obtención de beneficios fiscales en impuestos y demás gravámenes dada la operación acontecida.

Existen múltiples alternativas en aras de cuantificar estas sinergias. Cantillo y Vergara (2012) se remiten a tres métodos diferentes argumentando que si bien arrojan resultados distintos, nos proporcionan un intervalo de valores razonables. Estos autores sostienen que su cálculo puede efectuarse a través de una análisis del mercado, utilización de múltiplos de empresas o descuentos de flujos de caja procedentes de las sinergias. Se trata de métodos que se detallan en un epígrafe posterior y que en la mayor parte de los casos tienden a utilizarse de forma conjunta.

3.2.2 DIVERSIFICACIÓN

La definición literal de la diversificación financiera consiste en el proceso que pretende reducir el riesgo de las inversiones de los agentes mediante la colocación de sus recursos en títulos con características diversas (Contreras, 2017).

Warren Buffet defiende que diversificarse es protegerse contra la ignorancia, razón por la que tiene poco sentido esta estrategia si se sabe lo que se está haciendo. Con carácter general, se entiende que nos encontramos ante una estrategia que permite repartir la inversión empresarial y por tanto, diversificar el riesgo asumido. Es decir, de acontecer cualquier contingencia, las pérdidas ocasionadas se reducirían de forma notoria.

Si bien Buffet se remite a un concepto de diversificación orientado a la inversión en activos y carteras, el mismo concepto resulta de aplicación en el ámbito de estrategias empresariales que entre otros factores también impulsan a las empresas a llevar a cabo operaciones de F&A. En esta línea argumentan estudios del BBVA en tanto afirman que a través de la diversificación de sus actividades, las empresas se introducen en nuevos mercados ofertando nuevos productos correspondientes a campos de actuación diferentes.

De esta forma, apreciamos como detrás de toda decisión de diversificación subyacen dos razones fundamentales: la reducción del nivel de riesgo del accionista y el aprovechamiento de oportunidades que permiten un crecimiento de mercado potencial (DePamphilis 2009). Esta estrategia les permite un aprovechamiento pleno de sus recursos productivos.

De acuerdo con un estudio de la consultora McKinsey, uno de los aspectos más importantes en estas estrategias radica en que los gerentes tengan las habilidades requeridas para agregar valor a las empresas en industrias no relacionadas: asignando capital a inversiones competidoras, administrando sus carteras o reduciendo los costos. Es decir, la finalidad última es la obtención de unos ingresos estables al paso del tiempo en tanto su dependencia no se limitará a un único mercado.

Por lo recién expuesto y fundamentándonos en estudios varios de McKinsey, las empresas diversificadas presentan balances más sólidos lo que les atribuye mayor capacidad en cuanto al nivel de riesgo que pueden asumir, pues la estrategia implementada les ha permitido una obtención continuada de ingresos al operar en más de un mercado, lo que consiguientemente aminora las posibles pérdidas que pueden materializarse.

3.2.3 CONSIDERACIONES FISCALES

Aún no consagrándose este motivo como prioritario para emprender una operación de F&A siempre resultarán relevantes las consideraciones fiscales que se deriven. La forma elegida para estructurar la operación siempre tendrá notoria importancia desde el ámbito fiscal (KPMG, 2016).

De acuerdo con un estudio de KPMG, esta operación puede materializarse a través de alternativas varias: con una compañía *holding* local, filial no residente, *joint venture* o *holding* no residente. A cada una de estas estrategias se le atribuirá una sujeción a impuestos diferente lo que repercutirá en el coste de la operación de F&A de forma directa.

Adicionalmente, es preciso tener en cuenta que existe una normativa fiscal específica aplicable a las entidades objeto de fusión, adquisición o escisión. En ella se contemplan particularidades relevantes como la forma en la que tienen que valorarse los activos obtenidos como consecuencia de la transmisión.

De forma previa a toda operación de F&A se llevará a cabo una *due diligence* o estudio que valorará la empresa objeto de la transacción así como sus balances y posibles pérdidas que pueden acontecer. Se tendrán en cuenta los créditos o demás derechos de cobro que la empresa adquirida tenga en su balance pues reportarán un mayor beneficio a la entidad adquirente que en cierta forma aminorará el pago de impuestos por las operación. El análisis de la compañía cuya adquisición se pretende no se limitará a su activo financiero sino también a su pasivo, es decir, a las obligaciones de pago que esta ostente. Por lo tanto, se procede a analizar la empresa objetivo desde una perspectiva financiera y global.

Finalmente, los beneficios fiscales variarán en función del método contable de valoración utilizado. No obstante, con independencia de dicho método se tienden a financiar estas operaciones con deuda lo que generalmente supondrá la deducibilidad de los intereses y demás comisiones en los que se hubiere incurrido. Se tendrá que estar a lo dispuesto en la normativa fiscal que le resulte de aplicación.

3.2.4 OTROS MOTIVOS

Una vez expuestos los motivos que a mi juicio resultan prioritarios a la hora de emprender una operación de F&A existen otros menos relevantes que también deben considerarse.

Las empresas se expanden para incrementar su cuota de mercado lo que les permite estar presente en más territorios y aumentar su poder hasta el punto de obtener ventaja competitiva. El resultado final de dicho poder se traduce en mayor rentabilidad para el accionista.

Otra motivación que subyace en las operaciones de F&A consiste en la compra de activos infravalorados en el mercado (Suárez *et al.*, 2009). Esta estrategia puede

implementarse a nivel externo adquiriendo una empresa infravalorada; o a nivel interno lo que supondría comprar activos con valor inferior al del mercado para su ulterior incorporación. Puede considerarse esta alternativa como una forma rápida y sencilla para obtener rentabilidad a pesar de que la complejidad se encuentra en lo que a la búsqueda e identificación del activo infravalorado se refiere.

Sin embargo, hay ocasiones en las que estas operaciones vienen motivadas por actitudes muy marcadas de los propios directivos y accionistas, comportamientos muy rígidos que optan por implementar estas estrategias de expansión sin considerar la requerida valoración financiera. Este tipo de motivaciones al igual que sucede con los problemas de la agencia deben evitarse a toda costa pues contradicen el principio de creación de valor.

4 Revisión Crítica de Métodos de Valoración de F&A

La correcta elección del modelo de valoración es esencial y dependerá de la compañía objeto de análisis así como también del mercado en que se actúe (Trémolières y Turko, 2009). Fundamentándonos en la multitud de métodos que existen para valorar empresas, me dispongo a efectuar un breve análisis de aquellos que a mi juicio resultan más relevantes.

4.1 Valor Económico Agregado³ (EVA)

De forma previa al análisis del EVA como método de valoración es necesario precisar dos conceptos básicos: el VAN y la TIR.

El VAN “tiene como concepto medir la generación de riqueza cuando se realiza una inversión mediante un proyecto” (Valencia, 2011:18). Se utiliza como herramienta en la toma de decisiones de toda inversión, es decir, de forma previa a toda operación se procede a calcular el VAN para decidir si la transacción es rentable o no.

La regla de aceptación del proyecto exige que el VAN sea positivo y distinto de cero pues de resultar negativo no se efectuará la inversión. En el caso de que los proyectos objeto de análisis ostentasen un VAN positivo, Rocabert (2007) establece que la elección se efectuará a favor de aquel cuyo VAN sea superior, es decir, el proyecto X es mejor o igual al Y si y solo si $VAN(X) \geq VAN(Y)$.

La viabilidad del proyecto también se tiene en cuenta con la TIR o Tasa Interna de Rentabilidad, herramienta que determina el tipo de interés que hace del VAN igual a cero. Los ejecutivos, analistas e inversores confían en los cálculos de la TIR como una medida del rendimiento de un proyecto, la utilizan como un punto de referencia abreviado para comparar el atractivo relativo de diversas inversiones (Goedhart, *et al.*, 2015). En esta línea, se consideran más atractivos los proyectos cuya TIR sea superior y consecuentemente, su implementación se efectuará de forma prioritaria.

Una vez definidos VAN y TIR como herramientas para analizar la viabilidad de un proyecto es precisa la remisión al EVA como método de valoración.

³ En adelante se utilizará la abreviatura EVA.

El Valor Económico Agradado, al igual que el VAN, mide la generación de riqueza fruto del proyecto. La distinción entre ambas herramientas radica en que en palabras de Valencia (2011, 18):

El VAN mide el valor de un proyecto en un horizonte intertemporal (horizonte de tiempo) mientras que el EVA mide el valor en un periodo de tiempo determinado.

Continúa el mismo autor señalando que el VAN se caracteriza por otorgar al proyecto un enfoque más económico y por tanto, su uso es recomendable en la evaluación y análisis económicos de inversiones mientras que el enfoque del EVA es más financiero.

Consecuentemente, en aras de analizar la creación de valor de una operación de F&A resulta de aplicación el EVA. Según Sharma (2010: 201), “es una medida del rendimiento incremental que la inversión obtiene sobre la tasa del rendimiento de mercado”, además también “mide la rentabilidad neta del coste de capital”.

Pablo Fernández (2012, 427) define el *economic value added* como “el beneficio antes de intereses, menos el valor contable de la empresa multiplicado por el coste promedio de los recursos”. De la definición recién expuesta se puede proceder a su cálculo a través de la siguiente fórmula:

$$EVA_t = NOPAT_t - (D_{t-1} + Evc_{t-1})WACC$$

donde:

NOPAT (*net operating profit after taxes*) también conocido como BAIDT (beneficio antes de intereses y después de impuestos).

$(D_{t-1} + Evc_{t-1})$: valor contable de la empresa. Suma de los dividendos y del valor contable en el año anterior (t-1).

WACC: coste medio ponderado de capital

El problema del EVA como método de valoración radica en su carácter contable. Se entiende que la información contable que aparece en el balance y en la cuenta de pérdidas y ganancias es antigua y se refiere a datos históricos de la actividad empresarial. En esta línea, Pablo Fernández (2012:457) niega su idoneidad para

medir la creación de valor argumentando que “basta con analizar la relación que guarda la creación de valor para los accionistas, o el aumento de valor para los accionistas con el EVA”.

4.2 Descuento de Flujos de Caja

Es un método donde la valoración de la empresa requiere de un previo análisis de su rendimiento. Para ello, se procederá a estimar los flujos de caja futuros que esperan obtenerse. No obstante, en tanto se pretende determinar el valor presente de la empresa, que no el futuro, es preciso descontar estas estimaciones futuras a una tasa de descuento. Su cálculo se simplifica en la siguiente ecuación:

$$Valor\ empresa_t = \sum_{j=1}^n \frac{FC_j}{(1+k)^j} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

donde:

FC= flujos de caja o *cash flows*

V= Valor residual en el año n

k= tasa de descuento

De esta forma, el valor de la empresa es igual al valor presente de los flujos de fondos de operaciones durante un periodo de n años, más el valor residual que suele modelar una perpetuidad creciente (Conesa y Meca, 2005).

El principal problema de esta valoración radica en el nivel de incertidumbre inherente en las estimaciones de los flujos de caja futuros. Se supone un crecimiento constante y perpetuo de la empresa que no tiene por qué materializarse. Tampoco se tiene en cuenta el efecto de la inflación que distorsionaría los resultados obtenidos e impediría reflejar el aumento del valor real de los accionistas. Adicionalmente, es preciso llevar a cabo una revisión continua de los flujos estimados pues cualquier imprevisto repercutirá en la valoración.

No obstante, a pesar de sus limitaciones, autores como Pablo Fernández entienden que nos encontramos ante el mejor método de valoración empresarial. En esta línea, Vidarte (2009, 109) defiende que:

Es el de mayor utilización porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto, pues considera la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos fondos utilizando una tasa de descuento apropiada, de acuerdo con el riesgo y las volatilidades históricas.

4.3 Valoración por Múltiplos

Es un sistema de valoración que consiste en la comparación de múltiplos entre empresas. A priori parece un método sencillo pues su cálculo resulta rápido y simple. No obstante, es más complejo de lo que parece dado que se requiere que la valoración se efectúe entre empresas comparables.

En esta línea, la valoración debe llevarse a cabo entre compañías que operan en el mismo sector, en el mismo lugar geográfico, que están sujetas a una misma normativa legal o que se encuentran en una misma fase del ciclo de vida empresarial; pues la comparación entre empresas no equiparables impide obtener conclusiones apropiadas para llevar a cabo una correcta valoración.

La elección debe hacerse en términos de productos ofrecidos, estructura de capital, calidad de dirección, experiencia del personal, naturaleza de la competencia, beneficios generados, valor contable y calificación crediticia (Pratt 1989, citado por Conesa y Meca, 2005:25).

La valoración por múltiplos se caracteriza por tener un enfoque relativo en tanto no permite determinar si un activo está correctamente valorado o no, sino que se limita a concluir si la valoración del activo en cuestión resulta apropiada atendiendo a empresas similares.

Con carácter adicional, la validez de los resultados fruto de esta valoración está condicionada al cumplimiento de una serie de requisitos que según Conesa y Meca (2005:28) son: “que el negocio tenga crecimientos históricos y esperados uniformes, necesidades de inversión en capital regulares y vida no limitada”.

En esta línea, se establecen ante este tipo de valoraciones relativas una serie de pautas de obligado respeto (MorganStanley 1999, citado por Conesa y Meca, 2005).

1. “*To each its due*”; es decir, a cada uno lo que se merece. El ratio utilizado tiene que ser apropiado además de relacionar magnitudes que estén correlacionadas como por ejemplo, precio y beneficio (PER).
2. “No olvidar el crecimiento”; es preciso tener en cuenta que la gran mayoría de ratios son estáticos lo que supone tener que efectuar ajustes que permitan reflejar los crecimientos esperados.
3. “Medir el riesgo”; una de las premisas a las que está sujeto todo inversor consiste en maximizar su rentabilidad asumiendo el menor riesgo posible pues se parte de la hipótesis de que los inversores son adversos al riesgo. De esta forma, la volatilidad de los activos valorados tiene que tenerse en cuenta.
4. “La valoración por sí sola nunca es suficiente”; en aras de efectuar esta valoración es preciso asumir muchas hipótesis y realizar simplificaciones de diversa índole lo que supone que en numerosos supuestos, “los precios no se ajusten al valor intrínseco calculado de la acción”.

Los ratios mayormente utilizados son:

- PER (*Price Earning Ratio*); permite evaluar el precio de una empresa comparándolo con su rentabilidad, es decir, nos encontramos ante una valoración por múltiplos efectuada sobre recursos propios (*equity value*). Depende de varios factores como del riesgo y rentabilidad de la inversiones, el crecimiento empresarial o la variación de los tipos de interés de mercado. Su cálculo resulta de la aplicación de la siguiente fórmula:

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

El importe resultante indica el número de veces que el beneficio por acción está contenido en el precio de mercado de la misma. De acuerdo con la CNMV, el PER expresa la valoración que realiza el mercado sobre la capacidad empresarial para generar beneficios.

- EV/EBITDA; a diferencia del ratio anterior que permite una valoración por múltiplos sobre recursos propios, este se efectúa sobre el *enterprise value*. El EBITDA es el beneficio calculado al margen de las amortizaciones, impuestos e intereses. De esta forma, el resultado obtenido con este coeficiente permite una valoración empresarial prescindiendo de los diferentes sistemas fiscales, y estructuras de capital.

En función de las conclusiones que quieran extraerse se procederá a calcular uno u otro ratio correlacionando aquellas magnitudes que además de proporcionar una valoración apropiada, permitan obtener conclusiones que resulten de utilidad.

4.4 Método *Accretion/Dilution*

Este método de valoración tiene por objeto la comparación del beneficio operativo neto (EPS) obtenido por la compañía de forma previa y ulterior a la transacción.

Por tal de calcular el importe del EPS previo a la fusión tan solo es menester dividir el beneficio neto de la compañía entre el número de acciones⁴ (*pre-transaction*). Lo que resultaría de la aplicación de la siguiente fórmula:

$$EPS_{pre} = \frac{\text{Beneficio Neto A}}{NOSH_{pre}}$$

⁴ En adelante se utilizará la abreviatura NOSH, *number of shares*.

No obstante, en aras de calcular el EPS post, es necesario tener en cuenta con carácter adicional el impacto de la transacción, es decir, las sinergias que esperan obtenerse y el coste de capital. Su cálculo se efectúa con la siguiente fórmula:

$$EPS_{post} = \frac{\text{Beneficio Neto A} + \text{Beneficio Neto B} \pm \text{impacto de la transacción}}{NOSH_{pre} + NOSH_{impacto}}$$

Como ya se ha expuesto, el impacto de la transacción tiene que considerarse juntamente con los beneficios netos de ambas compañías. Además, tal y como se aprecia en el denominador, puede sufragarse la operación a través de la emisión de nuevas acciones⁵ lo que supone tener que adicionar estas de nueva emisión a las preexistentes al inicio de la operación.

Al igual que las cifras relativas al número de acciones y al beneficio neto no requieren de cálculo alguno pues se trata de información fácilmente obtenible, no sucede lo mismo con el importe relativo al impacto de la transacción. Las sinergias y el coste de la deuda no vienen predeterminados sino que dependen del importe por las entidades estimado así como también del coste en el que se hubiere incurrido para financiar la transacción.

Por tal de determinar dicho impacto en el EPS post es necesario estimar:

a) Sinergias

Es preciso recordar la importancia de las sinergias en la medida en que constituyen la principal motivación para implantar una estrategia de F&A. Nos encontramos ante la capacidad que ostenta una empresa para generar en su conjunto, un valor económico superior al que produciría cada unidad estratégica de negocio de manera independiente (Goold y Luchs, 2003, citado por Rivas y Londono-Correa, 2017:154); es decir:

$$\text{VALOR DE A} + \text{VALOR DE B} < \text{VALOR DE A y B (post-merger)}$$

⁵ El cálculo del aumento de capital es el cociente del: (*market capitalisation* de A* % de acciones de nueva emisión) / el precio por acción de B.

Cantillo y Vergara (2012) se remiten a tres herramientas diferentes para proceder a su cálculo: análisis de mercado, múltiplos de empresas y descuento de flujos de cajas. A pesar de que cada método proporciona un valor diferente, los tres en su conjunto presentan un intervalo razonable que permite estimar el importe de las sinergias fruto de la operación de F&A.

Es muy importante considerar las sinergias que esperan obtenerse con la operación de F&A dado que generalmente es el importe estimado el que mueve a las entidades a implementar esta estrategia de expansión. La obtención de sinergias constituyen la principal motivación en este ámbito razón por la que se requiere ser especialmente cauteloso en lo que a su estimación respecta, cualquier fallo por mínimo que sea puede conducir a una valoración errónea.

b) Coste de la deuda

En este apartado se requiere considerar el coste financiero que le supone a la empresa la estrategia de expansión. Es preciso tener en cuenta que en muchas ocasiones las empresas tienden a endeudarse para sufragar los costes que esta operación conlleva. De esta forma, pueden optar por pedir un préstamo cuya devolución se efectuará a medida que se obtengan beneficios. El porcentaje de financiación externa variará para cada caso. Consecuentemente, se requiere considerar el porcentaje de financiación obtenida, el tipo de interés del préstamo así como los gravámenes y demás cargas impositivas que le resultan de aplicación. El importe resultante figurará con signo negativo en el impacto de la transacción, aminorando las sinergias estimadas.

$$\text{Coste} = \text{precio ofertado de la acción} * \text{NOSH adquirida} * \% \text{ financiación préstamo} \\ * \text{tipo de interés préstamo} * (1 - \% \text{ tipo impositivo})$$

Como ya se ha expuesto, la operación de F&A puede requerir de un aumento de capital con la consiguiente emisión de nuevas acciones. De optarse por esta alternativa es preciso tener en cuenta las cantidad de acciones de nueva emisión

que deben adicionarse a las preexistentes. La suma del total de acciones figurará en el denominador del EPS *post transaction*.

Por lo tanto, una vez determinados el impacto de la transacción y el número de acciones de nueva emisión, se procede a calcular el EPS post para compararlo con el importe obtenido de forma previa a la operación acontecida.

De esta forma puede afirmarse que:

EPS pre > EPS post → Dilutive Deal

EPS pre < EPS post → Accretive or enhancing Deal

Es decir, tras efectuar la comparación de los beneficios netos operativos anteriores y posteriores a la operación se califica la transacción de *dilutive* o de *accretive*. Por lo tanto, se entiende que de resultar los beneficios netos operativos superiores una vez acontecida la fusión, la operación se calificaría como *accretive* y consecuentemente, se estaría logrando la consecución del objetivo pretendido: la creación de valor. De resultar inversa la conclusión obtenida tras esta comparación, es decir, de no lograrse incremento de valor alguno con la transacción, la operación se consideraría *dilutive*.

Este método de valoración se caracteriza por efectuarse *post-merger*, es decir, una vez concluida la operación, pues de lo contrario el análisis se limitaría al cálculo del EPS *pre transaction*.

5 Razones que justifican el Fracaso de las Operaciones de F&A

El éxito en una operación de F&A subyace en el incremento del valor total de la empresa, es decir, el valor real de la compañía en su conjunto tiene que ser superior a la suma del valor de cada una de sus unidades de negocio. Esto implica que el precio de compra pagado para materializar la estrategia de expansión debe resultar inferior al valor actual de las compañías asociadas a la operación. En caso contrario, no se lograría crear valor y consiguientemente, la transacción no resultaría exitosa.

De acuerdo con un informe de la consultora *PricewaterhouseCoopers*, los principales motivos que justifican el fracaso de la operación son:

- a) La no integración de la cultura entre las empresas asociadas lo que impide un trabajo unitario y conjunto entre las mismas, dificultando la consecución de los objetivos propuestos.
- b) Estrategia mal diseñada e implementada que ligada al motivo anterior obstaculiza el desarrollo normal de la actividad empresarial.
- c) Actitudes muy marcadas por la resistencia que ralentizan el cambio.
- d) Sobre estimación del ciclo económico y falta de previsión de imprevistos o contingencias que puedan devenir.
- e) Información insuficiente de las compañías que impide su correcta valoración. Esta falta de información ligada a la ausencia de un estudio previo o *due diligence* de la compañía que se pretende adquirir puede conllevar a conclusiones erróneas.
- f) Comportamientos excesivamente optimistas que llevan aparejados valoraciones poco realistas entre las que destacan estimaciones desorbitadas en las sinergias que se esperan obtener.
- g) Ausencia de unos pasos claros y determinados a seguir *post-merger* lo que genera un ambiente caracterizado por la incertidumbre e inseguridad reinante.

Como se ha expuesto a lo largo del trabajo, las operaciones de F&A pretenden crear valor para la totalidad de *stakeholders*. No obstante, es probable que el valor creado por los accionistas no vaya al comprador sino al vendedor. De hecho, en promedio, el comprador le paga al vendedor todo el valor generado por una fusión por medio de una prima de entre el 10 y el 35 por ciento del valor de mercado de la compañía adquirida, según sostiene un estudio de McKinsey. Este problema se fundamenta en la sobre estimación de las sinergias que esperan obtenerse.

Estas sinergias pueden provenir de gran variedad de ámbitos entre los que destacan el intercambio de capacidades y oportunidades entre las empresas asociadas, el incremento en el nivel de eficiencia productiva y las economías de escala y alcance entre otros, es decir, se pretende incrementar el valor económico resultante de la combinación de las dos empresas individuales. Sin embargo, cualquier error por mínimo que resulte en su estimación puede perjudicar en gran medida la operación de F&A.

Consecuentemente, se requiere ser especialmente cauteloso en lo relativo a la previsión de sinergias que esperan obtenerse, objetivo cuya consecución se complica en los supuestos de no recabar de información y datos suficientes para llevar a cabo estimaciones acertadas. De acuerdo con el estudio recién citado, las sinergias deben ser lo más realistas posibles además de considerar todo tipo de imprevisto que pueda acontecer como por ejemplo, la pérdida de clientes o dificultades para conciliar los diferentes términos del servicio. Se observa como el posible fracaso de estas operaciones viene determinado por actitudes y comportamientos previos a la implementación de esta estrategia, es decir, lo más importante es llevar a cabo una valoración correcta que permita extraer conclusiones fiables y de utilidad.

6 Aplicación Práctica: Valoración de Abertis

6.1 Introducción de la compañía⁶

Abertis es una corporación española constituida en el año 2003 como fruto de la fusión por absorción de Aurea (Dragados) y Acesa. Tiene por objeto la gestión de autopistas e infraestructuras de telecomunicaciones. Adicionalmente, cotiza en la Bolsa española formando parte del Ibex 35. La seguridad de sus conductores la conciben como prioritaria lo que fundamenta la constante inversión en tecnología llevada a cabo por la empresa.

Ha sido la estrategia internacional seguida por la compañía lo que le ha permitido estar presente en más de 14 países en Europa, Asia y América, con más de 8.600 kilómetros de vías de alta capacidad y calidad. Su internacionalización es de tal calibre que el 70% de los ingresos de la compañía proceden de fuera de España razón por la que puede entenderse que se ha logrado el proceso de expansión internacional de forma satisfactoria.

Como ya se ha expuesto en la primera parte del trabajo, cada vez está más latente en la actualidad la necesidad que sienten las empresas de crecer e incrementar su potencial de competitividad, aumentando su cuota de mercado. Este crecimiento puede ser nacional e internacional a pesar de que con carácter general, el de tipo internacional tiende a resultar más exitoso. Además, las operaciones de fusiones y adquisiciones son tan solo una de las numerosas alternativas existentes por tal de lograr esta expansión.

La fusión de Abertis está presente en la prensa económica y financiera de forma reiterada desde principios del año pasado (2017). Noticia de actualidad resulta la constante guerra entre Atlantia y Hochtief, filial alemana de ACS, para hacerse con el poder empresarial de Abertis. A continuación se procede a efectuar un recorrido de lo acontecido a lo largo de la operación de fusión.

⁶ Información extraída de la web oficial de la compañía.

6.2 Recorrido de la Operación de F&A⁷

Como se acaba de exponer son dos las empresas interesadas en hacerse con el cien por cien de Abertis: Atlantia y Hochtief.

Atlantia, empresa de origen italiano dedicada a la construcción y a la gestión de autopistas italianas, fue la primera en lanzar la oferta pública de adquisición⁸ de Abertis a fecha 5 de mayo de 2017. En ella se pretende la adquisición de la compañía en su totalidad a un precio de 16,5 euros por acción, pagadero en parte con acciones que supone valorar a la empresa adquirida en 16.340 millones de euros según datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁹.

Sin embargo, tan pronto Atlantia manifestó su interés por lograr esta adquisición se inició la batalla contra Hochtief, filial alemana de ACS destinada a la construcción. Fue entonces el 18 de octubre cuando Hochtief presentó una contra opa en aras de consolidar esta operación. En ella ofreció materializar la adquisición de Abertis a razón de 18,76 euros por acción, precio superior en un 17% al ofertado previamente por Atlantia y que conlleva una valoración de 18.580 millones de euros de la empresa adquirida.

Se requiere puntualizar que de forma previa a la opa lanzada por Hochtief, la oferta de Atlantia había sido aceptada a fecha 9 de octubre por la CNMV, oferta que se ha decidido mantener como aceptada hasta tener una respuesta con arreglo a la efectuada por Hochtief.

Esta batalla entre ambas empresas parece concluir en marzo de 2018 tras oficializar una alianza conjunta que les convierte en “el mayor conglomerado de construcción y gestión de infraestructuras del mundo”. No es una fusión sino un acuerdo de colaboración estratégica.

Se opta por crear una nueva sociedad conjunta (*newco*) que pertenecerá a Atlantia en un 50% más una acción, a ACS en un 30% y a Hochtief en un 20% menos una acción. Esta sociedad holding pretende evitar la subida de precios de ambas opas.

⁷ Información obtenida de la CNMV, Bloomberg, Financial Times y noticias de prensa.

⁸ En adelante se utilizará la abreviatura OPA.

⁹ En adelante se utilizará la abreviatura CNMV.

Adicionalmente, gracias a esta alianza no será necesario trocear la compañía pudiendo mantener su sede en territorio español.

Es a fecha 23 de marzo cuando la filial alemana de ACS ha solicitado modificar la opa en primer lugar presentada. De esta forma, se decide mantener como única oferta la de Hochtief, que ofrece 18,36 euros por cada acción de Abertis y que conlleva a una valoración de casi 18.200 euros. Esta nueva oferta exige que su abono se realice íntegramente en efectivo razón por la que se suprime la contraprestación en acciones. A cambio del desistimiento de Atlantia y por tanto, de la retirada de su oferta, la empresa se hará con un 24% de Hochtief después de realizar una ampliación de capital de mil millones de euros que suscribirá ACS.

6.3 Análisis Financiero: Método *accretion/dilution*

En este epígrafe me dispongo a analizar desde un punto de vista financiero la operación recién expuesta. En primer lugar, estudiaré con arreglo al *accretion/dilution analysis* las ofertas presentadas inicialmente por ambas compañías (Atlantia y Hochtief) para hacerse con el poder de Abertis. Una vez valoradas ambas opas, pretendo estudiar la situación acontecida tras la alianza estratégica de ambas entidades.

6.3.1 Oferta pública de adquisición lanzada por Atlantia

La primera opa para lograr la completa adquisición de Abertis la presentó Atlantia el 15 de mayo de 2017. En ella se pretende la adquisición de la compañía en su totalidad a un precio de 16,5 euros por acción, lo que supone valorar a la concesionaria en 16.340 millones de euros según datos de la CNMV. Esta transacción pretende sufragarse con un préstamo en un 80% y a través de la emisión de nuevas acciones en lo que al 20% restante se refiere.

EPS pre	2017	2018	2019
Atlantia	1,41	1,61	1,70
Total NI	2017	2018	2019
Atlantia	2.011,0	2.288,0	1.863,0
+ / - Sinergias	2017	2018	2019
Positiva	1,2	1,2	1,2
Negativa	294,1	294,1	294,1
Total	(293,0)	(293,0)	(293,0)
Total NOSH	2017	2018	2019
Atlantia	973,6	973,6	973,6
EPS post	2017	2018	2019
Atlantia	1,76	2,05	1,61

Ilustración 2: OPA presentada por Atlantia

Fuente: Elaboración propia

En aras de analizar esta oferta es preciso comparar el EPS *pre transaction* y el EPS *post transaction* para concluir caracterizando la operación de *accretive* o *dilutive*.

- El EPS pre es el cociente de dividir el beneficio neto de la compañía para cada año entre el número de acciones¹⁰.

$$EPS\ pre = \frac{Beneficio\ Neto\ Atlantia}{NOSH\ pre}$$

- El EPS post es el cociente de dividir la suma de los beneficios netos de ambas compañías (Atlantia y Abertis) juntamente con el impacto de la transacción entre la totalidad de acciones, es decir:

$$EPS\ post = \frac{Beneficio\ Atlantia + Beneficio\ Abertis \pm impacto\ transacción}{NOSH\ pre + NOSH\ impacto}$$

¹⁰ El número de acciones iniciales de Atlantia es de 825,7 millones.

La suma de ambos beneficios no tiene ninguna complicación. Es a la hora de tener en cuenta el impacto de la transacción cuando devienen las dificultades.

Recordemos que tal y como se ha expuesto en el apartado anterior, se requiere tener en cuenta el valor procedente de las sinergias y del coste de la deuda.

Para calcular las sinergias que se esperan obtener, es precisa la remisión al comunicado efectuado por la compañía en el que se pretende una disminución del coste de la deuda en un 5%. Consecuentemente, en aras de determinar el importe resultante de las sinergias, se requiere considerar el importe de las deudas netas de ambas compañías así como también los gravámenes que resultan de aplicación. Por lo tanto, las sinergias que la adquisición de Abertis le reporta a Atlantia son:

$$\begin{aligned} \text{Sinergias} &= (\text{Deuda Neta Abertis} + \text{Deuda Neta Atlantia}) * 5\% * (1 - 25\%) \\ &= (17 + 14) * 5\% * (1 - 25\%) = 1,2 \text{ millones de euros.} \end{aligned}$$

Una vez aplicada la fórmula anterior es preciso incorporar el importe resultante de forma positiva en el impacto de la transacción que figura en el numerador del EPS *post transaction*.

No obstante, el impacto de la transacción no está integrado por el resultado positivo de las sinergias solamente sino que es preciso tener en cuenta el impacto negativo relativo al coste de la deuda. La operación se pretende sufragar en un 80% efectivo y con la emisión de nuevas acciones en lo que al 20% restante se refiere.

El valor de la operación financiada a través de un préstamo resulta de 13.072¹¹ millones de euros. De dicho importe, es preciso calcular el tipo de interés y demás gravámenes soportados que le resultan de aplicación. El importe resultante debe incorporarse con signo negativo en el impacto de la transacción.

¹¹ Importe resultante de calcular el 80% de la valoración de Atlantia que es 16.340 millones de euros.

$$\begin{aligned} \text{Coste de la deuda} &= \text{valor préstamo} * \% \text{interés} * (1 - \% \text{tipo impositivo}) \\ &= 13.072 * 3\% * (1 - 25\%) = 294,12 \text{ millones de euros.} \end{aligned}$$

Una vez calculado el impacto de la transacción que deviene de lograr Atlantia la adquisición de Abertis en su integridad, es preciso completar la ecuación del EPS *post* por tal de poder calificar la operación de *accretive* o *dilutive*. Para ello, se requiere considerar que el 20% de la operación es pagadero con la emisión de nuevas acciones. Consecuentemente, se emitirán 147,9¹² acciones nuevas que deben adicionarse a las 825,7 iniciales, resultando un total de 973,6 acciones.

Una vez calculados ambos EPS se procede a compararlos. De acuerdo con lo reflejado en la Ilustración 2, se puede observar como el EPS *post transaction* es superior al EPS *pre transaction* en los ejercicios 2017 y 2018, lo que supone caracterizar la operación de *accretive* y por tanto, afirmar la creación de valor. No obstante, se aprecia como en el año 2019 es el beneficio neto previo a la transacción el que resulta superior, razón por la que en ese periodo no se crearía valor y por tanto, la operación resultaría *dilutive*.

6.3.2 Oferta pública de adquisición lanzada por Hochtief

La filial alemana de ACS presentó su primera oferta pública de adquisición a fecha 18 de octubre a razón de 18,76 euros por acción, precio superior en un 17% al ofertado inicialmente por Atlantia y que conlleva una valoración de Abertis en 18.580 millones de euros. Esta transacción pretende sufragarse en efectivo en un 80% y a través de la emisión de nuevas acciones en lo que al 20% restante se refiere. Además, la mitad del efectivo requerido para implementar la estrategia de expansión es fruto de un préstamo obtenido.

¹² El importe se obtiene de calcular el 20% de la valoración ofertada dividiendo el resultado entre el coste del aumento de capital, es decir: $20\% * 16.340 = 3.268 / 22,1 = 147,9$. A estas nuevas acciones se le suman las 825,7 originarias resultando el total igual a 973,6 acciones.

EPS pre	2017	2018	2019
Hochtief	12,44	14,00	15,55
Total NI	2017	2018	2019
Hochtief	1.645,0	1.860,0	1.963,0
+ / - Sinergias	2017	2018	2019
Positiva	446,7	446,7	446,7
Negativa	195,1	195,1	195,1
Total	251,6	251,6	251,6
Total NOSH	2017	2018	2019
Hochtief	134,0	134,0	134,0
EPS post	2017	2018	2019
Hochtief	14,16	15,76	16,53

Ilustración 3: OPA presentada por Hochtief

Fuente: Elaboración propia

Al igual que para el caso anterior, se requiere comparar el EPS *pre transaction* y el EPS *post transaction* para caracterizar la operación de *accretive* o *dilutive*.

- El EPS pre es el cociente de dividir el beneficio neto de la compañía para cada año entre el número de acciones¹³.

$$EPS\ pre = \frac{Beneficio\ Neto\ Hochtief}{NOSH\ pre}$$

- El EPS post es el cociente de dividir la suma de los beneficios netos de ambas compañías (Hochtief y Abertis) y el impacto de la transacción entre la totalidad de acciones, es decir:

$$EPS\ post = \frac{Beneficio\ Hochtief + Beneficio\ Abertis \pm impacto\ transacción}{NOSH\ pre + NOSH\ impacto}$$

¹³Hochtief ostenta inicialmente 64,3 millones de acciones. Dicho importe figurará en el denominador de la fórmula recién expuesta dividiendo el beneficio neto de la compañía para cada año. El importe resultante es el EPS *pre transaction*.

Recordemos que tal y como se ha expuesto en el apartado anterior, se requiere tener en cuenta el valor procedente de las sinergias y del coste de la deuda.

Para calcular las sinergias que se esperan obtener, es precisa la remisión al comunicado que tuvo lugar por Hochtief a fecha 18 de octubre de 2017 en el que se estimaba “un valor actualizado neto de las sinergias de entre seis mil y ocho mil millones de euros”. Esta cifra que pretende obtenerse con la adquisición de Abertis se desglosa en las siguientes partidas¹⁴:

- *Greenfield Project Developments*: se pretenden desarrollar los *greenfield projects* de las concesiones asociadas a la vez que se incrementa para cada concesión, la inversión en *equity*. Esto supone un ingreso de entre cuatro y seis mil millones de euros.
- *Operations and Maintenance of New Concessions*: se espera obtener un ingreso adicional de mil millones de euros con la expansión del *brownfield portfolio*. Adicionalmente, se pretende crear valor con la inversión en nuevos proyectos.
- *Cost Optimisation*: se pretende reducir en mil millones de euros el coste soportado por la empresa una vez materializada la adquisición. De acuerdo con el folleto publicado por Hochtief, esta reducción se concreta en el coste atribuido a la producción de bienes vendidos (conocido como *Cost of Goods Sold*) así como también en el coste administrativo y del proceso de venta (conocido como *Selling, General & Administrative Expense*).

De lo recién expuesto se pretende obtener con la adquisición de Abertis un ingreso de entre seis y ocho mil millones de euros. Para continuar con la estimación de su valor se asume un valor procedente de las sinergias de siete mil millones de euros.

¹⁴ El desglose de las partidas que integran las sinergias cuya obtención se espera con la adquisición de Abertis se ha extraído del folleto informativo en el que Hochtief explica con todo detalle la oferta inicialmente presentada a fecha 18 de octubre de 2017.

A continuación, es preciso calcular el PER de ambas compañías, es decir, el número de veces que el beneficio por acción está contenido en el precio de mercado de la misma, lo que es lo mismo que la valoración que realiza el mercado sobre la capacidad empresarial para generar beneficios.

$PER = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Beneficio Neto por acción}}$	PER	2017
	Abertis	17,7x
	Hochtief	12,9x
	Media Ponderada	15,7x

Una vez calculados ambos ratios se procede a calcular el PER ponderado de las compañías. Se prefiere una media ponderada frente a una aritmética para reflejar los respectivos pesos que tienen los beneficios netos de cada una de las entidades. Finalmente, el impacto que las sinergias tienen en la transacción resulta de dividir los siete mil millones de euros entre el PER ponderado de Abertis y Hochtief. El importe resultante figura de forma positiva en el impacto de la transacción.

Sin embargo, dicho impacto no está integrado por el resultado positivo de las sinergias solamente sino que es preciso tener en cuenta el efecto negativo relativo al coste de la deuda. La operación se pretende sufragar en un 80% efectivo y con la emisión de nuevas acciones en lo que al 20% restante se refiere.

La mitad de este efectivo se financiará a través de la concesión de un préstamo con un tipo de interés del 3,5%. Consecuentemente, es preciso considerar el impacto negativo que supone el tipo de interés soportado así como también la tasa del impuesto de sociedades¹⁵ que tiene que satisfacerse.

$$\begin{aligned} \text{Coste} &= \text{precio ofertado de la acción} * \text{NOSH adquirida} * \% \text{préstamo} * \\ &\text{interés préstamo} * (1 - \text{impuestos}) = 18.580 * 80\% * 50\% * 3,5\% * (1 - 25\%) = 195,1 \\ &\text{millones de euros.} \end{aligned}$$

Es preciso recordar que la estrategia se implementa con una combinación de efectivo y emisión de nuevas acciones al igual que se ha reflejado en el anterior

¹⁵ El tipo impositivo del impuesto de sociedades en España es del 25%.

apartado. De esta forma, el denominador está integrado por la suma de las 64,3 acciones originarias y las 69,7¹⁶ de nueva emisión lo que supone un total de 134 acciones.

Una vez calculados ambos EPS se procede a compararlos. De acuerdo con lo reflejado en la Ilustración 3 se puede observar como el EPS *post transaction* es superior al EPS *pre transaction* para cada uno de los ejercicios 2017, 2018 y 2019, lo que supone caracterizar la operación de *accretive* y por tanto, afirmar la creación de valor.

6.3.3 Escenario actual: Alianza estratégica conjunta

Como ya se ha expuesto en apartados anteriores, la guerra constante entre Atlantia y Hochtief para hacerse con el poder empresarial de Abertis parece concluir en marzo de 2018 tras anunciar una alianza estratégica entre las tres compañías.

Se pretende crear una sociedad conjunta que pertenecerá en un 50% más una acción a Atlantia, en un 30% a ACS y en un 20% menos una acción a Hochtief. Con la creación de esta nueva sociedad holding Abertis puede mantener su sede en territorio español además no tener que proceder a su reparto entre los distintos interesados.

Consecuentemente, se opta por mantener de forma única la oferta pública de adquisición presentada por Hochtief. Sin embargo, la propuesta inicialmente formulada se modifica sugiriendo un valor de 18,36 euros por cada acción de Abertis, lo que supone una valoración de casi 18.200 millones de euros. Tal y como se observa, se reduce el importe ofertado del dividendo en 0,40 euros por acción. Además, se suprime la parte relativa a la contraprestación en acciones exigiendo su realización en efectivo de forma íntegra. A cambio de que Atlantia retire su oferta, la empresa se hará con un 24% de Hochtief después de realizar una ampliación de capital de mil millones de euros que suscribirá ACS.

¹⁶ El importe se obtiene de calcular el 20% de la valoración ofertada dividiendo el resultado entre el coste del aumento de capital, es decir: $(20\% * 18.580) / 160 = 23,22$. A estas acciones de nueva emisión, es decir, las calculadas como el 20% de la valoración, se le tienen que adicionar 46,45 acciones más que resultan del 80% en efectivo $[(80\% * 50\% * 18580) / 160] = 46,45$. El total es igual a $23,22 + 46,45 = 69,7$. A estas nuevas acciones se le suman las 64,3 originarias resultando el total igual a 134 acciones.

EPS pre	2017	2018	2019
Hochtief	12,44	14,00	15,55
- Total NI	2017	2018	2019
Hochtief	1.645,0	1.860,0	1.963,0
+ / - Sinergias	2017	2018	2019
Positiva	446,7	446,7	446,7
Negativa	392,8	392,8	392,8
Total	53,9	53,9	53,9
, Total NOSH	2017	2018	2019
Hochtief	64,3	64,3	64,3
EPS post	2017	2018	2019
Hochtief	26,42	29,77	31,37

Ilustración 4: Escenario actual: Alianza estratégica

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con lo expuesto en la Ilustración 4 puede observarse como los pasos a seguir son los mismos que para los tres supuestos anteriores. El escenario es muy similar al presentado inicialmente por Hochtief. Lo único que cambia es el precio por acción¹⁷ y por tanto, la valoración empresarial de Abertis, así como también el hecho de que la contraprestación se efectúe íntegramente en efectivo.

Consecuentemente, el EPS *pre transaction* es el mismo que para la oferta inicialmente presentada para la entidad. Lo que varía es el EPS post en tanto no se emiten nuevas acciones y se satisface la operación íntegramente en efectivo.

Si se presta atención a lo expuesto en la Ilustración 4 puede observarse como el EPS post es superior para cada uno de los ejercicios económicos, lo que supondría caracterizar la transacción de *accretive*. Sin embargo, no resulta muy apropiado valorar el escenario actual con arreglo al *accretion/dilution analysis*. Recuérdese que este método consiste en comparar los beneficios netos operativos de cada

¹⁷ Se minoró el precio por acción de 18,76 a 18,36 lo que implica pasar de una valoración de 18.580 a una de 18.200 millones de euros.

acción de forma previa y posterior a la transacción, es decir, se comparan ambos EPS para cada ejercicio a fin de extraer conclusiones válidas y de utilidad.

El problema existente en este escenario radica en que la nueva oferta presentada por Hochtief suprime la contraprestación en acciones requiriéndose que se sufrague de forma íntegra en efectivo. Consecuentemente, al no existir acciones de nueva emisión, no resulta muy apropiada la valoración de la oferta según este método.

7 Conclusiones

Como se ha expuesto a lo largo del trabajo, cada vez es mayor la necesidad que sienten las empresas de incrementar su cuota de mercado. Esta expansión puede lograrse tanto en un ámbito nacional como en uno internacional a pesar de que en un mundo tan globalizado como el actual, se tiende a preferir la expansión internacional, traspasando fronteras, por resultar más exitosa y favorecer la presencia empresarial en varios países.

La finalidad última pretendida con estas estrategias radica en fortalecer su posición en el mercado a la vez que se logra un incremento en el nivel de eficiencia productiva. Una de las muchas alternativas existentes en aras de lograr esta expansión son las operaciones de F&A que se consagran como vías de crecimiento empresarial que resultan de la participación, control o adquisición de empresas que permiten incrementar el nivel de rentabilidad para las empresas objeto de la transacción.

Es muy importante tener en cuenta el contexto en el que este tipo de operaciones se materializan. La situación económica, política y social tiene mucha repercusión en lo que a la implementación de estas estrategias corporativas se refiere. Un claro ejemplo es observable actualmente donde como consecuencia del Brexit acontecido Reino Unido se han incrementado las operaciones de F&A a nivel europeo en aras de consolidar el mercado y buscar un mayor nivel de estabilidad.

Son muchos los motivos por los que las empresas deciden emprender estas operaciones. Los más frecuentes son la obtención de sinergias que permiten incrementar el nivel de eficiencia productiva de forma rápida; la diversificación para estar presente en más países y reducir el nivel de riesgo de la inversión; la compra de activos o empresas infravaloradas por el mercado; además de consideraciones fiscales relativas a la normativa que les resulta de aplicación, gravámenes y tipos impositivos.

Es preciso señalar que el motivo principal que subyace en toda operación de F&A es la creación de valor. Como se ha expuesto en un epígrafe anterior, se abandona la teoría de Milton Friedman quién considera que las actividades de toda empresa deben de orientarse a la maximización del beneficio. De esta forma, los objetivos relativos a la tesorería quedan reglados en un segundo plano, consagrándose la creación de valor como prioritario.

Entender la creación de valor como el objetivo más relevante cuya consecución se pretende exige considerar no solamente el beneficio reportado por la actividad empresarial, sino también los costes en los que se ha debido de incurrir de cara a su obtención. Por tanto, afirmar la creación de valor supone entender que la empresa se comporta de tal forma que obtiene un valor presente de sus flujos de caja futuros superior al requerido para financiar su inversión, es decir, que logra generar una riqueza lo suficientemente grande que le permite la recuperación económica de los desembolsos originariamente efectuados.

De esta forma, toda operación de F&A que logre crear valor con la transacción se considerará exitosa. Tras una revisión crítica de los distintos métodos existentes para llevar a cabo valoraciones empresariales, se enfatiza en el *accretion/dilution analysis*. No es el método más habitual pues la valoración efectuada a través de descuentos de flujos de caja y ratios es más frecuente. Sin embargo, el estudio de este método como herramienta para determinar si la operación objeto de análisis permite crear valor o no, resulta de aplicación al caso Abertis.

El análisis financiero efectuado de la compañía con arreglo al método expuesto permite valorar cada una de las ofertas públicas de adquisición presentadas por Atlantia y Hochtief, filial de ACS, para hacerse con el cien por cien de Abertis. Es decir, para cada oferta se ha comparado el EPS previo y ulterior a la transacción para cada ejercicio económico. Si el importe resultante una vez acontecida la operación es superior al inicial, la transacción puede considerarse *accretive* y por tanto, puede afirmarse la creación de valor. En caso contrario, se caracterizará la fusión de *dilutive* y no se conseguirá el objetivo prioritario pretendido.

La estrategia para hacerse con el poder de Abertis ha sufrido un largo trayecto hasta lograr su consolidación. En primer lugar, se presenciaba una batalla constante entre las empresas rivales, Atlantia y Hochtief. De gran utilidad resulta analizar ambas propuestas con el método *accretion/dilution* que permite afirmar o negar la creación de valor con la transacción. Una vez efectuada la comparativa entre ambas ofertas, cabe apreciar como la propuesta por Hochtief para hacerse con el poder de Abertis resulta más atractiva.

Sin embargo, en marzo de 2018 se anuncia una alianza conjunta entre las tres compañías para consolidar la operación de F&A. No es una fusión sino un acuerdo de colaboración estratégica. El escenario actual consiste en la retirada de la oferta de Atlantia a fin de mantener en exclusiva la presentada por Hochtief. Adicionalmente, se reduce el importe del dividendo por acción en 0,40 euros y se suprime la contraprestación en acciones exigiéndose íntegramente en efectivo.

Si bien esta última oferta se ha analizado de acuerdo con el método *accretion/dilution*, no tiene mucho sentido su estudio y comparación con respecto a las anteriores ofertas. Es importante precisar que nos encontramos ante un escenario que no requiere de acciones de nueva emisión pues se pretende sufragar la transacción en efectivo en su totalidad. Por tanto, no resulta apropiada la comparación en términos de EPS.

Otra limitación que presenta el *accretion/dilution* radica en que para muchos autores no se considera un método de valoración en esencia sino más bien un análisis de impacto para los accionistas de la empresa adquiriente. Adicionalmente, aunque permita un análisis relevante, también se requiere considerar otras variables, como por ejemplo:

- a. El tamaño de la empresa resultante: a través de su capitalización bursátil, del incremento del EBITDA u otras cifras financieras relevantes.
- b. Su crecimiento: quizás la empresa adquiriente tenía unas proyecciones con escaso crecimiento y adquiere una empresa para “comprar crecimiento”, es decir, para expandirse.

- c. El *equity story*: quizás la compra se deba a una decisión estratégica para obtener un posicionamiento más atractivo en el mercado.

Añadir que a la hora de proceder al *accretion/dilution analysis* también es conveniente tener en cuenta las posibles sinergias que pueden surgir de la transacción. Estas sinergias pueden afectar al nivel de ingresos o al ahorro de costes; y pueden mejorar los resultados financieros de la empresa resultante. No obstante, se requiere ser especialmente cauteloso en lo que a la estimación de las sinergias se refiere dado que la previsión errónea de las mismas invalida el análisis llevado a cabo en tanto no permite extraer conclusiones de utilidad.

En conclusión, puede entenderse el método *accretion/dilution* como una buena herramienta para medir el impacto que la operación de F&A tiene para los accionistas. No obstante, tiene algunas limitaciones en tanto no resulta un método apropiado de financiarse la operación en efectivo de forma exclusiva, requiriéndose con carácter adicional efectuar estimaciones realistas y adecuadas que permitan extraer conclusiones fiables y útiles.

8 Bibliografía

Andrade, G. (1999, Junio). Do appearances matter? The impact of EPS accretion and dilution on stock prices. *Harvard Business School*, pp. 3-8.

BBVA (2017). *Las estrategias de expansión y diversificación en la empresa*. Recuperado el 2 de marzo, 2018 de <https://www.bbva.es/general/finanzas-vistazo/empresas/expansion-diversificacion/index.jsp> .

BBVA (2010). *¿Cómo se valora una empresa? (I)*. Recuperado el 14 de febrero, 2018 de <http://www.bbvacontuempresa.es/a/como-se-valora-una-empresa> .

Cantillo, M., & Vergara, C. (2012). Cómo calcular las sinergias de una operación. *IESE Insight Business Knowledge*. Recuperado el 2 de marzo, 2018 de <http://www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=1386&ar=7&idioma=1>.

Castro Fernández, S., (2013) La Gran Recesión. Una mirada desde Europa. *Boletín electrónico Instituto Español de Estudios Estratégicos*, pp.1-9.

Chester, A., Johansson, S., (2017). *Global reinsurance: Fit for the future? McKinsey*. Recuperado el 11 de febrero, 2018 de <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/global-reinsurance-fit-for-the-future>.

Christofferson, S., McNish, R., & Sias, D., (2004). *Where mergers go wrong. McKinsey Quarterly*. Recuperado el 23 de marzo, 2018 de <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/where-mergers-go-wrong>.

Conesa, I. M., & Meca, E. G. (2005). Valoración de empresas cotizadas. AECA, España.

Contreras, J.R., (2017, Agosto). Diversificación para todos. *El Economista*. Recuperado el 5 de marzo, 2018 de <https://www.economista.com.mx/finanzaspersonales/Diversificacion-para-todos-20170831-0169.html>.

Cyriac, J., Koller, T., Thomsen, J., (2012). *Testing the limits of diversification*. Mckinsey. Recuperado el 11 de febrero, 2018 de <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/testing-the-limits-of-diversification>.

DePamphilis, D. (2009). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. San Diego: Elsevier. Inc.

DePamphilis, D. M. (2008). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. San Diego: Elsevier. Inc.

Espiñeira, Sheldon y Asociados (2008). Boletín de Finanzas Corporativas y Recuperaciones: Fusiones y Adquisiciones. *PricewaterhouseCoopers*.

Fernández, P. (2008). Valoración de empresas por descuento de flujos: Diez métodos y siete teorías. *IESE Business School*. Recuperado el 23 de marzo, 2018 de <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0766.pdf>.

Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor*. Barcelona: Gestión 2000.

Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom: With the assistance of Rose D. Friedman*. Chicago: University of Chicago Press.

Gálvez, J., (2015, Agosto). Creación de valor: la mirada financiera, *Pontificia Universidad Católica de Chile*. Recuperado el 19 de febrero, 2018 de <http://economyadministracion.uc.cl/creacion-de-valor-la-mirada-financiera/>.

Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New York: John Wiley & Sons.

Goedhart, M., Levy, C., & Morgan, P., (2015). *A better way to understand internal rate of return*. *McKinsey on Finance*, 56, pp. 6-12. Recuperado el 23 de marzo, 2018 de <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/business%20functions/strategy%20and%20corporate%20finance/our%20insights/mckinsey%20on%20finance%20number%2056/mof56%20full%20issue.ashx>.

KPMG (2016). *Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Recuperado el 22 de febrero, 2018 de <https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/taxation-cross-border-mergers-and-acquisitions-handbook-2016.pdf>.

Kuriakose, S., Raju, M. S., & Gireesh Kumar, G. S. (2012). *ICICI Bank-Bank of Rajasthan Merger: An analysis of strategic Features and Valuation*. Recuperado el 3 de marzo, 2018 de http://www.academia.edu/8624107/ICICI_Bank-Bank_of_Rajasthan_Merger_An_analysis_of_strategic_Features_and_Valuation.

Martínez, J. B., (2011). El valor de una empresa y la creación de valor en esa empresa. *Cont4bl3*, (39), pp.10-12.

Mergermarket. "Mergermarket M&A Trend Report: 2017". Recuperado el 3 de enero, 2017 de <http://www.mergermarket.com/info/info/5-charts-represent-2017's-ma-activity> .

Mellen, C. M., & Evans, F. C. (2010). *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*. New York: John Wiley & Sons.

Mohapatra, J.K. (2014). Economic Impact of Mergers; Its Motives and Consequences. A Case of Indian Aviation. *Pacific Business Review International* 6, pp. 73-75.

Outlook, O. E. (2017). España: Evolución económica reciente en algunos países de la OCDE y países no miembros. *Oecd Economic Outlook*, 2, pp. 82-84.

Puempin, C., Von Liechtenstein, H., Hashemi, F., & Von Liechtenstein, H. (2014). *The Empowered Investor: 7 Principles for Strategic Wealth Creation in a New Financial World*. Springer.

Rivas, L. M., & Londono-Correa, D. (2017). Revisión del tema de sinergias corporativas: origen, resultados y beneficiarios. *Estudios Gerenciales*, 33(143), pp. 153-162.

Rocabert, J. P. (2007, enero). Los criterios valor actual neto y tasa interna de rendimiento. *Revista Electrónica sobre la enseñanza de la Economía Pública*, 2. Recuperado el 23 de marzo, 2018 de https://www.researchgate.net/profile/Joan_Pasqual2/publication/28239645_Los_criterios_valor_actual_neto_y_tasa_interna_de_rendimiento/links/02bfe50f866d9c6031000000.pdf.

Sharma, A. K., & Kumar, S. (2010). Economic value added (EVA)-literature review and relevant issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), pp. 200.

Suárez, I. Gorbaneff, Y. & Beltrán, J. (2009). Motivos de fusiones y grupos económicos: El caso Davivienda-Bansuperior-Bancafé. In *Forum Empresarial*, 14(2), pp. 69.

Temin, P. (2010). The Great Recession & the Great Depression. *Daedalus*, 139(4), pp.115-123.

Trémolières, R. & Turko, A. (2009). Valuation of Internet Firms in Mergers & Acquisitions. *Journal Of Internet Banking & Commerce*, 14(3), pp.1-9.

Valencia, W. A. (2011). Indicador de rentabilidad de proyectos: el valor actual neto (van) o el valor económico agregado (eva). *Industrial Data*, 14(1), pp.15-18.

Vidarte, J. (2009). El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa. *Gestión y Desarrollo*, 6(2), pp.103-110.