



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**ANÁLISIS GENERAL DE LAS FUSIONES Y
ADQUISICIONES: MOTIVACIONES, MÉTODOS
DE PAGO Y ESTUDIO DE CASOS
INTERNACIONALES.**

Autor: Jacobo Marín Puente

Tutor: Jesús Javier Reglero Sánchez

MADRID | JUNIO 2019

RESUMEN

Las fusiones y adquisiciones de empresas, también conocidas como operaciones de M&A, son uno de los métodos de crecimiento empresarial con mayor relevancia en el mundo financiero y mercantil. Las entidades llevan a cabo este tipo de operaciones con el objetivo de expandir sus negocios y aumentar sus beneficios.

El presente trabajo estudia las características y tipos de M&A, siendo el núcleo del mismo los métodos de pago y las motivaciones que llevan a las entidades a realizar operaciones de fusión y adquisición de empresas. Se analizan las diferencias entre las distintas formas de financiar una operación de M&A y el impacto que tiene el pago en efectivo o en acciones para las sociedades que son parte de la transacción.

Junto con esto, se analizan casos reales de operaciones de gran dimensión y se examinan sus características, las motivaciones, el método de pago aplicado y los resultados de las mismas.

ABSTRACT

Mergers and acquisitions of companies, are one of the methods of business growth with greater relevance in the financial and commercial world. The entities carry out this type of operations with the objective of expanding their businesses and increasing their profits.

This paper studies the characteristics and types of M & A, being the nucleus of the same methods of payment and the motivations that take to the entities to carry M&A transactions. It analyses the differences between the different ways of financing mergers and acquisitions and the impact of the payment in cash or in shares for the companies that are part of the transaction.

Along with this, we analyze cases of large-scale operations and examine their characteristics, motivations, the method of payment applied and the results thereof.

PALABRAS CLAVE

Fusiones, Adquisiciones, M&A, efectivo, acciones, sinergias.

KEY WORDS

Mergers, Acquisitions, M&A, cash, stock, synergies.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	4
1.1. Propósito de la Investigación.....	4
1.2. Objetivos.....	4
1.3. Justificación del tema	4
1.4. Metodología.....	5
1.5. Estado de la cuestión	5
1.6. Estructura del trabajo.....	7
2. MARCO TEÓRICO.....	8
2.1. Concepto de Fusiones y Adquisiciones	8
2.2. Clasificación de Fusiones y Adquisiciones	10
2.2.1. Por su actividad	10
2.2.2. Por el tipo de inversión.....	10
2.2.3. Por la estructura de la transacción	11
2.2.4. Por su alcance.	11
2.2.5. Por el método de pago	12
2.3. Motivaciones para realizar Fusiones y Adquisiciones	12
2.3.1. Ventajas	12
2.3.1.1. Economías de escala.....	10
2.3.1.2. Sinergias.....	11
2.3.2. Desventajas.....	14
3. MÉTODOS DE PAGO.....	16
3.1. Pago en efectivo.....	16
3.2. Pago en acciones.....	17
3.3. Hipótesis sobre métodos de pago	18
4. ESTUDIO CASO: GRANDES FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	20
4.1. Fusión HEINZ – KRAFT	20
4.1.1. Introducción a la operación	20
4.1.2. Motivación de la transacción y sinergias futuras.....	22
4.1.3. Método de Pago.	23
4.1.4. Resultado Post -Transacción	24
4.2. Adquisición Microsoft Corp. - LinkedIn.....	26
4.2.1. Introducción a la operación	26
4.2.2. Motivación de la transacción y futuras sinergias.....	28
4.2.3. Método de Pago.....	29
4.2.4. Resultado Post-Transacción.	30
5. CONCLUSIONES	33
6. BIBLIOGRAFÍA	36

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Esquema de Fusiones	9
Figura 2: Esquema de Adquisiciones	9
Figura 3: Kraft Food Group Inc. Income Statement.....	21
Figura 4: H.J. Heinz Company Income Statement	21
Figura 5: Precio acción Heinz-Kraft.....	24
Figura 6: Capitalización Bursátil Heinz-Kraft.....	25
Figura 7: LinkedIn Income Statement	27
Figura 8: Microsoft Income Statement.....	28
Figura 9: Precio acción Microsoft - LinkedIn	31
Figura 10: Capitalización Bursátil Microsoft – LinkedIn.	31

1. INTRODUCCIÓN.

1.1. Propósito de la Investigación

Las fusiones y adquisiciones empresariales, en adelante M&A, tienen una repercusión máxima en el mundo financiero actual, en el cual, el tamaño de una empresa y su capacidad en el mercado en el que opera determinará el rendimiento de la misma y su grado de competitividad.

Dada la gran relevancia que tienen estas operaciones financieras, el propósito general de este trabajo es el de conocer los aspectos y características de las M&A, a través del estudio de literatura reciente, centrando la atención en; las motivaciones o razones que justifican la realización de estas transacciones, los posibles métodos de los que disponen las sociedades para financiarlas.

Para ilustrar los efectos de estas operaciones en el mundo financiero actual, se investigarán casos reales de M&A y se buscará el análisis de los conceptos estudiados en la teoría aplicados a cada caso concreto.

1.2. Objetivos

El objetivo principal de este trabajo de investigación es el análisis de las operaciones de fusión y adquisición que llevan a cabo las corporaciones. Este fin puede subdividirse en los siguientes objetivos específicos.

- Revisar la literatura internacional sobre las M&A y establecer un marco teórico claro y conciso sobre los distintos aspectos de las fusiones y adquisiciones.
- Presentar los conceptos más relevantes de este tipo de operaciones financieras.
- Analizar y entender los diferentes métodos de pago y sus características.
- Observar distintas transacciones, tanto fusiones como adquisiciones, a nivel global y revisar las motivaciones, sinergias y efectos que han tenido sobre las compañías que forman parte de dichas operaciones.

1.3. Justificación del tema

Dada la importancia que las fusiones y adquisiciones de empresas tienen en la actualidad empresarial, el tema elegido sobre el el análisis de las motivaciones que llevan a realizar estas operaciones y el método de pago que se utiliza en cada caso concreto, es de una gran relevancia tanto a nivel académico como profesional. Para ello es necesario realizar un

estudio general sobre las principales características de las M&A y conocer los distintos tipos que existen.

Conocer cuál es el mejor método de pago a la hora de realizar una fusión o adquisición tiene un gran valor económico y teórico, ya que permite averiguar de qué forma se optimizan los recursos de una empresa. Es importante analizar el efecto que la forma de pago, ya sea acciones o “cash”, va a tener en las sinergias que la operación va a producir, intentando siempre que estas sinergias sean lo más positivas posible.

Los casos reales de M&A que se van a analizar en el trabajo reúnen una serie de características que permiten desarrollar el estudio de los temas principales del trabajo y reflejan la importancia y el efecto que tienen estas operaciones en los mercados internacionales.

1.4. Metodología

El presente trabajo de investigación seguirá el método de estudio de casos, a partir de una revisión de la literatura. La revisión de la literatura nos permitirá entender los conceptos esenciales de las fusiones y adquisiciones, para después analizar los casos seleccionados.

Con respecto a la metodología de estudio de caso, Yin (1998) define el concepto como: “una investigación empírica que investiga un fenómeno contemporáneo dentro de su contexto de vida real; cuando los límites entre el fenómeno y el contexto no son evidentes; y en el que se usan múltiples fuentes de datos”. Otros autores añaden sus propias perspectivas como Hartley (2004), quien defiende que esta metodología permite analizar los procesos recientes sobre los que hay poco conocimiento. Además Gersick (1988) y Eisenhardt (1989), defienden que este método permite generar teorías a partir de los resultados extraídos del caso.

Por último, el orden de la investigación será inductivo, yendo de lo general a lo particular, facilitando la comprensión de los conceptos más específicos al relacionarlos con sus bases teóricas.

1.5. Estado de la cuestión

Las fusiones y adquisiciones de empresas han sido, desde el Siglo XX, una de las herramientas más útiles para conseguir un crecimiento empresarial próspero y beneficioso, sin embargo, este tipo de operaciones financieras son una de las más

complejas de llevar a cabo debido a la multitud de factores que se han de considerar para conseguir el éxito (Foster, 1993).

Con el transcurso del tiempo se ha podido observar como las operaciones de M&A suelen producirse por oleadas, es decir, en determinados períodos de tiempo el número de negocios de este tipo aumenta y se mantienen hasta volver al nivel normal. Stearns y Allan (1996) afirman que más del 50% de las fusiones y adquisiciones que tuvieron lugar en el Siglo XX se produjeron en momentos de oleadas de M&A.

La oleada de M&A más reciente es la que se produjo entre 1990 y 2001, se considera que es la quinta oleada. Tuvo lugar en varias partes del mundo, con especial incidencia en Estados Unidos, Europa y Asia. Coincide con el “boom” de la globalización económica y la revolución tecnológica (Martynova y Renneboog, 2008). Durante esta etapa, dos de los datos más relevantes fueron que sólo el 4% de las adquisiciones fueron hostiles (Andrade et al., 2001) y que en el 58% de las operaciones realizadas, el método de pago seleccionado fue todo en acciones.

Los estudios recientes revelan la importancia que tiene el método de pago para el éxito económico de las fusiones y adquisiciones. En términos generales, la empresa adquirida y adquiriente obtienen mayores beneficios cuando la operación se realiza en efectivo (Walter y Walker, 1996).

La influencia de los métodos de pago es reconocida por la mayoría de los estudiosos, aunque se han centrado en identificar los factores que determinan el motivo por el que una firma se decanta por pagos en efectivo o pagos en acciones. Autores como Lev y Travlos (1990), examinan el papel del control interno. Otros estudios relevantes como el de Hansen (1987), encuentran que la probabilidad de la oferta de pago en acciones se incrementa si el pasivo de la firma adquiriente es elevado. Chaney, Lovata y Philipich (1991) y Yook, McCabe y Shoemaker (1992) concluyen que la asimetría de información y variaciones en las tasas impositivas son elementos muy importantes a la hora de seleccionar un método de pago concreto. El trabajo de Morck, Shleifer y Vishny (1988), muestra que las motivaciones de una adquisición son las que determinan el modo de ejecutarla.

1.6. Estructura del trabajo

El siguiente trabajo está dividido en tres grandes categorías y finaliza con una conclusión general y opinión personal sobre los temas abordados. Las partes que lo integran son las siguientes:

- **MARCO TEÓRICO**: En este apartado del trabajo se sientan las bases del concepto de M&A. Está separado en tres temas a tratar: concepto de M&A, clasificación de M&A y motivaciones para realizar M&A. En cada una de estas subdivisiones se ha llevado a cabo una tarea de recopilación de información e investigación para poder entender las partes más esenciales de esta rama financiera. Dentro del Marco Teórico de este trabajo es necesario resaltar la importancia del concepto de las sinergias que surgen en las fusiones y adquisiciones. Se analizan los tipos de sinergias existentes y los posibles efectos que pueden tener sobre las entidades.
- **MÉTODO DE PAGO**: En esta parte del trabajo se encuentra recogido uno de los aspectos más relevantes y decisivos de las operaciones de M&A; la forma de financiar la operación o método de pago. Se analizan las principales formas de pago, estudiando en que casos es más conveniente utilizar cada una de ellas. Se comparan los puntos de vista de diversos autores con respecto a la forma más favorable de financiar la operación, tanto para la entidad adquiriente (“bidder”) como para la sociedad objetivo (“target”).
- **ESTUDIO CASO**: Se han seleccionado dos operaciones internacionales de grandes dimensiones, que son: 1. La Fusión HEINZ – KRAFT y 2. La Adquisición por Microsoft Corp. de LinkedIn. Las operaciones son estudiadas de forma general, enfocando el examen de datos en la situación de cada empresa con anterioridad a la operación, el método de pago empleado y los resultados obtenidos con posterioridad a la operación.
- **CONCLUSIÓN**: Síntesis de las nociones más notorias del trabajo y opinión personal de las mismas.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. Concepto de Fusiones y Adquisiciones

Las fusiones y adquisiciones de empresas son una de las herramientas estratégicas que más se han utilizado y se utilizan para el desarrollo y crecimiento en el mundo empresarial. Al fin y al cabo, la fusión de empresas es una forma de aliarse para conseguir un mayor beneficio, y, si se realiza de la forma correcta, se pueden conseguir unos resultados muy positivos. Sin embargo, como toda operación financiera, las fusiones y adquisiciones de empresas tienen un riesgo inherente que será más o menos elevado en función de una serie de variables, como pueden ser; la adecuada valoración de la empresa que se va a adquirir o con la que se va a fusionar, la estimación de las sinergias, la capacidad de los directivos para evitar choques culturales y conseguir una efectiva fusión, etc.

Las fusiones y adquisiciones se han venido utilizando como mecanismo de crecimiento y expansión económica desde principios del siglo pasado, sin embargo, fue a partir de 1980 cuando esta práctica comenzó a emplearse de forma masiva por sociedades de todo el mundo y de todos los tamaños (Mascareñas Pérez-Íñigo, 1993).

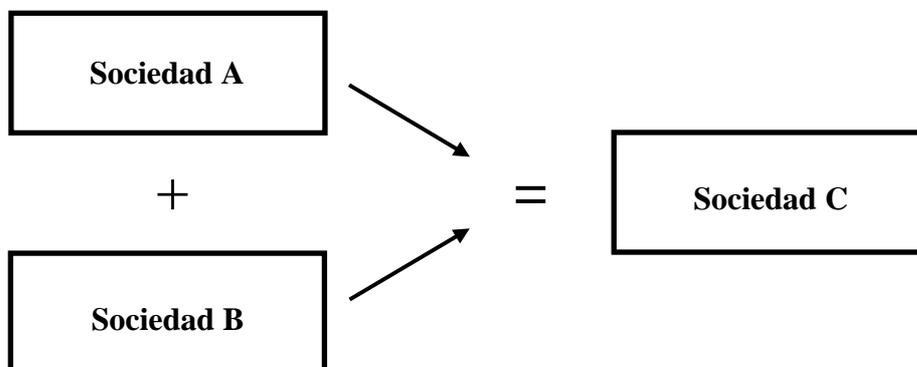
Las operaciones de fusión y adquisición de empresas suelen llevar al crecimiento general de las compañías, creando oportunidades en nuevos mercados y mejorando la producción, ya sea mediante la reducción del coste o un aumento de la misma, e incrementando el beneficio total. Este tipo de operaciones llaman mucho la atención pública y son de un gran interés cuando se producen en mercados potentes y entre grandes compañías. Entre otras razones, uno de los motivos que hace tan llamativo este tipo de transacciones es el hecho de que pueden derivar en actuaciones monopolísticas dentro de un determinado sector. Las consecuencias y los efectos de las fusiones y adquisiciones son en gran parte desconocidos, siendo impredecible la repercusión que tendrá dicha operación en los distintos mercados, empresas y regiones (Ferraz y Hamaguchi, 2007).

Es necesario señalar algunas de las diferencias entre las fusiones y las adquisiciones, siendo lo básico el hecho de que en las fusiones; dos o más empresas pasan a ser una única entidad, desapareciendo la última, y en las adquisiciones; una compañía compra o absorbe parte de otra.

En las **fusiones** tiene lugar un proceso de negociaciones entre las dos entidades que están involucradas en la operación. De estas negociaciones depende principalmente el buen fin

de la maniobra financiera, siendo por ello una parte vital del proceso. Deberán llegar a un acuerdo basándose en las potenciales sinergias que pueden llegar a producirse y superando las complicaciones y dificultades que puedan aparecer.

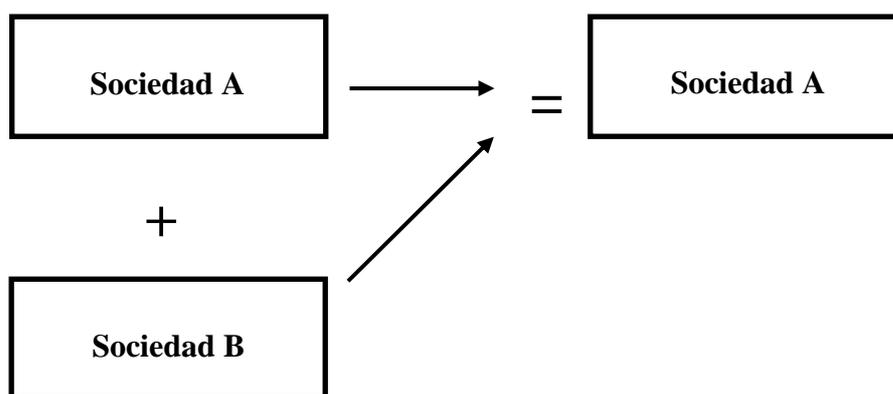
Figura 1: Esquema de Fusiones



Fuente: Elaboración propia.

En las **adquisiciones**, no es indispensable que se produzca esta fase previa de negociación, aunque si es recomendable. La forma más generalizada de llevar a cabo las adquisiciones de entidades es a través de la compra de acciones de la compañía objetivo (target), la sociedad adquirente compra acciones de la target hasta que se hace con el control de la misma, sin embargo, también se puede dar un pago en efectivo.

Figura 2: Esquema de Adquisiciones



Fuente: Elaboración propia.

Dependiendo de la actitud que toma la sociedad target con relación a ser adquirida, la adquisición puede ser amistosa u hostil. En el caso de que la compañía target este dispuesta a ser adquirida y crea que es una buena oportunidad para crecer o para deshacerse de su compañía, estaríamos ante una operación amistosa, en la que no se

pondrá una gran oposición a ser absorbida. Sin embargo, cuando la sociedad adquirida se niega a ser “digerida” por la compradora, se daría el caso de una adquisición hostil (Roberts, Wallace y Moles, 2016).

2.2. Clasificación de Fusiones y Adquisiciones

Cada corporación es diferente y única con respecto de las otras, por lo tanto, al igual que en otras operaciones financieras, en las M&A existen diversos modelos o formas. Para analizar los distintos tipos de fusiones y adquisiciones es necesario dividir las en distintas categorías o clases:

2.2.1. Por su actividad

Las fusiones o adquisiciones, por su actividad, pueden ser: horizontales, verticales o conglomerados. Las operaciones horizontales son aquellas que tienen lugar entre sociedades que son competidoras de forma directa, es decir, que operan en el mismo mercado o sector, cuyos productos son prácticamente idénticos. Las operaciones verticales, sin embargo, se dan cuando las empresas son parte de la misma cadena de producción, existe una relación ascendente y descendente de proveedor-cliente. Por último, encontramos las fusiones y adquisiciones en forma de conglomerado, que son aquellas que surgen entre entidades cuyos negocios no están relacionados de ninguna manera, son las que conllevan un mayor riesgo, en el caso de las adquisiciones, debido a que el comprador suele tener poca información sobre el nuevo mercado. Junto con estos tres tipos principales, también existen las transacciones de extensión del mercado; entre compañías que producen los mismos productos pero en mercados distintos, y las de extensión de producto; sociedades que operan en el mismo mercado con productos similares pero no idénticos (Reglero, 2018).

2.2.2. Por el tipo de inversión

Dentro de esta categoría se clasifican las transacciones atendiendo a la intención con la que la empresa adquiriente lleva a cabo la adquisición, pueden ser: estratégicas o financieras. Las primeras se dan cuando lo que se busca con la operación es un objetivo a largo plazo y se esperan unas sinergias operativas altas. En cuanto a las fusiones y adquisiciones financieras, tienen lugar cuando se trata de inversiones a corto/medio plazo y suelen buscar compañías target con un alto rendimiento económico (Reglero, 2018).

Las M&A que tienen una finalidad de **inversión estratégica** son aquellas que persiguen algunos objetivos como; ganar poder de mercado, liderazgo en costes, incrementar la

percepción que tienen los consumidores sobre el valor de la compañía, la creación de nuevas tecnologías o el acceso a un nuevo mercado (Faulkner, Terrikangas and Joseph, 2015).

Aquellas operaciones que se ejecutan como **inversión financiera** están enfocadas en conseguir unos objetivos más a corto plazo, como pueden ser; incremento en las ventas, aumento del margen de beneficio, reducción del coste de capital o conseguir una ventaja competitiva (Faulkner, Terrikangas and Joseph, 2015).

2.2.3. Por la estructura de la transacción

Dentro de esta categoría se distinguen los siguientes transacciones, entre otras; Fusiones, Adquisiciones, Holding o Joint Venture.

Las fusiones son las operaciones financieras en las que dos compañías se unen y forman una nueva entidad. Es un proceso en el cual la negociación entre las compañías es obligatoria.

En las adquisiciones, una entidad adquiere parte o la totalidad de otra empresa, pudiendo ser de forma amistosa, mediante negociaciones, o de forma hostil, en los casos en los que la entidad “target” no desea ser adquirida.

Los Holding son un tipo de compañías cuya actividad es la de ostentar acciones y participaciones de otras entidades, no realiza ninguna actividad de producción. Su función es la de gestionar las acciones de otras compañías (Reglero, 2018).

Joint Venture son un tipo de operaciones financieras por las que dos o más compañías llegan a un acuerdo para unir fuerzas y recursos para la consecución de un objetivo determinado en un período de tiempo concreto (Investopedia, 2019).

2.2.4. Por su alcance

Las operaciones de M&A pueden ser nacionales o internacionales, dependiendo del territorio en el que se encuentren u operen las entidades involucradas. Las transacciones nacionales son más sencillas de llevar a cabo y están sometidas a unos riesgos más reducidos, son las que se producen entre empresas que operan en el mismo territorio. Las internacionales son aquellas que cruzan las fronteras del territorio en el que las compañías operan, son una de las formas que las entidades emplean para penetrar en nuevos mercados internacionales de forma rápida.

2.2.5. Por el método de pago

Las operaciones pueden ser efectuadas a través de efectivo (cash), acciones o pago mixto. Las M&A que se financian a través de un pago en efectivo suponen un proceso más sencillo y rápido, sin embargo, en muchos casos obligan a la empresa adquiriente a endeudarse. Cuando el pago es realizado en acciones, el proceso es más complejo y lento. Las características de estos métodos de pagos se estudiarán en profundidad en el tercer del presente trabajo.

2.3. Motivaciones para realizar Fusiones y Adquisiciones

2.3.1. Ventajas

El motivo principal para llevar a cabo cualquier fusión o adquisición de compañías es la consecución de un beneficio mayor tras la operación al que se está obteniendo de forma independiente. Para llegar a esta razón última u objetivo principal, son muchos los argumentos que pueden justificar la ejecución de una transacción de este calibre, ya que, como afirmaban Kiyamaz y Bajer (2004); hay tantos motivos para llevar a cabo M&A como oferentes y objetivos. Sin embargo, los motivos principales que mueven a las empresas a unirse en la búsqueda de rendimientos mayores son:

2.3.1.1. Economías de escala

Una de las razones más atractivas a la hora de comenzar una fusión o adquisición es la posibilidad de conseguir economías de escala que aumentarían en una gran proporción la eficiencia de las compañías. Lo que supone el hecho de alcanzar economías de escala es que se podrá reducir el coste unitario de producto al aumentar la producción, siendo de esta forma uno de los objetivos económicos de muchas empresas, ya que, obtendrían una ventaja competitiva muy importante. Este tipo de ventaja se obtendrá principalmente cuando tiene lugar una fusión o adquisición horizontal, es decir, una unión entre empresas que se encuentran en el mismo sector, ya que, lo que permitirá esta operación es que, el poder de la compañía que se ha fusionado o ha adquirido a otra, sea mayor en mercado en el que opera. De esta forma, se podrá permitir aumentar la producción y reducir sus costes unitarios, siempre y cuando, la demanda sea alta.

Existen dos tipos principales de economías de escala, interna y externa. Cuando hablamos de economías de escala en el ámbito de las fusiones y adquisiciones, no estamos refiriendo a la primera de ellas. Ya que, las internas son las que surgen como consecuencia de una operación realizada por la compañía y no por circunstancias ajenas a la misma.

Entendemos que este es uno de los objetivos tradicionales que las entidades buscan cuando se adentran en un proceso de fusión o adquisición, siendo la finalidad que tienen la gran mayoría de operaciones, la obtención de economías de escala para reducir costes. Sin embargo, las operaciones de fusión y adquisición más recientes buscan algo más que esta posible reducción de costes, es aquí donde aparecen las sinergias, pudiendo ser la reducción de costes la primera de ellas.

2.3.1.2. Sinergias

Podemos definir las sinergias como el valor adicional que surge de la unión de entidades o de la absorción de una por parte de otra, que es mayor que el que tenían de forma separada. Es decir, podríamos afirmar que las sinergias son todos aquellos hechos que ocurren tras una fusión o adquisición y crean valor para alguna de las partes integrantes de la operación. Las sinergias positivas son la razón por la cual las M&A son tan atractivas para las empresas, ya que, los beneficios que se pueden producir son muy elevados. Las sinergias pueden ser de dos tipos principalmente; las operativas y las financieras (Zozaya González, 2007).

- Las sinergias operativas: Son aquellas que aumentan los resultados de explotación de las empresas, es decir, afectan directamente a los beneficios derivados de la actividad de la compañía. Suelen surgir con mayor frecuencia en las operaciones horizontales. Entre este tipo de sinergias se encuentran algunas como las economías de escala (reducción de costes) mencionadas anteriormente. Además pueden surgir otras ventajas o beneficios como son (De Freitas, 2012):
 - ⇒ El crecimiento de la entidad en mercados nuevos o en los que ya operaba.
 - ⇒ La posibilidad de ocupar una posición dominante en un sector determinado y poder fijar precios. Si la operación se propició con esta intención las leyes antitrust del país en el que opera podrán pararla.
 - ⇒ Aumento de las ventas de un determinado producto o de los servicios ofrecidos.
- Las sinergias financieras: Son aquellas en las que el beneficio o ventaja que se genera deriva de un flujo de caja mayor o una reducción del coste de capital. Algunas de las más comunes son (Zozaya González, 2007):

- ⇒ Aumento de la capacidad de deuda, debido a la mayor estabilidad de beneficios y flujo de caja que produce el hecho de haber combinado el poder de dos entidades.
- ⇒ Cuando se dan casos en los que empresas con exceso de efectivo o con necesidad del mismo se fusionan con entidades con proyectos de alta rentabilidad, se podrá generar una recompensa mayor con la empresa combinada. Se podría entender como una forma de invertir el exceso de liquidez o efectivo.
- ⇒ Beneficios fiscales.

Siempre que se plantea la posibilidad de que surja una sinergia futura habrá que tener en cuenta, cuál va a ser dicha sinergia y en qué momento se va a alcanzar (Engert y Rosiello, 2010). Estas dudas se han de resolver durante el proceso de investigación de compra o “Due diligence”. Esta fase del proceso es la que tiene una mayor relevancia, sobretodo, para la entidad adquirente, ya que, deberá recabar toda la información posible para poder tomar la decisión de realizar o no la operación. La empresa adquirente tendrá que ser capaz de analizar todos los aspectos de la entidad que quiere absorber, teniendo en cuenta las posibles ventajas, los potenciales riesgos y las sinergias que pueden llegar a producirse (Howson, 2003).

Las sinergias que se presumen posibles durante las negociaciones pueden ser o no efectivas, de ello depende en muchos casos el éxito de la operación, hay que conseguir hacerlas efectivas, si no se consigue, la operación será un fracaso.

Es necesario mencionar en este apartado, que no sólo existen sinergias beneficiosas para las entidades, es decir, las llamadas sinergias positivas, además de éstas pueden ocurrir sinergias negativas que tienen lugar cuando el valor de las compañías combinadas es menor al valor que acumulaban por separado.

2.3.2. Desventajas

Las operaciones de M&A no sólo tienen ventajas o factores positivos, también existen una serie de inconvenientes o desventajas que aparecen cuando se llevan a cabo este tipo de transacciones, estos obstáculos son los que hacen que, en muchos casos, se alargue demasiado la decisión de realizar o no una operación de este calibre. Cuando se presenta la oportunidad de M&A, hay que tomar en consideración todas las desventajas o factores negativos que la misma puede acarrear, algunos de los más comunes son:

- Las transacciones de M&A suponen un sacrificio muy grande en términos de recursos y negociaciones. Hay que recabar mucha información para poder conocer todos los detalles de la sociedad “target” (Navas y Guerras, 2012; citados en Fustero Laveda, 2014).
- En algunos casos, los empleados de las entidades adquiridas pueden necesitar un exhaustivo proceso de aprendizaje para poder incorporarse a la actividad de la nueva compañía o de la compañía adquiriente. Junto con esto, puede ocurrir la pérdida e trabajadores con experiencia, con la consiguiente pérdida de conocimiento del negocio. (Kumar, 2018).
- Pueden surgir varias complicaciones en el momento de incorporar ambas compañías, tales como problemas e ineficiencias en la organización productiva o dificultades internas entre los trabajadores (Navas y Guerras, 2012; citados en Fustero Laveda, 2014).
- El problema del choque cultural es uno de lo más relevantes en las operaciones a nivel internacional. Las costumbres y culturas son distintas en las empresas que se tratan de unificar y eso suele provocar fricciones que derivarán en un posible fracaso de la operación (Navas y Guerras, 2012; citados en Fustero Laveda, 2014).
- En las fusiones de empresas horizontales, en las que la actividad que realizan es muy similar, se puede causar la duplicación de unidades productivas o exceso de capacidad, que tendrá que ser reducida.
- Las leyes anti-trust pueden verse violadas por la operación, en ese caso, el Gobierno podrá impedir que la transacción se lleve a cabo, frustrando los intereses y posibles beneficios de ambas compañías (Navas y Guerras, 2012; citados en Fustero Laveda, 2014).
- Por último, el inconveniente o problema más grave, es el hecho de que no se hagan efectivas las sinergias estimadas. Esto puede producirse por haber establecido unos objetivos estimados demasiado ambiciosos, o, simplemente, por la valoración errónea de los beneficios futuros.

Estos problemas son algunos de los muchos que pueden surgir en una operación de M&A, por lo que, el proceso de acumulación de información y negociaciones previo a la transacción es de vital importancia para el éxito de la misma.

3. MÉTODOS DE PAGO

La forma de financiar una transacción de este tipo es uno de los aspectos más relevantes de la misma, por lo tanto, debemos comprobar en qué casos es conveniente utilizar uno u otro modo. La decisión que el adquirente ha de tomar con respecto al método de pago se ve fuertemente influenciada por las características específicas de la entidad, como pueden ser la capacidad de endeudamiento, el apalancamiento existente o el deseo de la administración de mantener la estructura de gobierno corporativo existente (Faccio y Masulis, 2004). En este apartado analizaremos de forma separada los distintos métodos de pago posibles a la hora de llevar a cabo una operación de M&A.

3.1. Pago en efectivo

Cunado las compañías deciden realizar el pago de la operación efectivo, el proceso es más sencillo ya que se trata de una transacción más directa. En una operación en efectivo, sea una fusión o una adquisición, las dos partes del acuerdo fijarán el precio de la operación, atendiendo a diversos criterios como puede ser las sinergias que se van a producir, el tamaño de la adquisición o fusión y otras variables que influirán en el precio final. Las ofertas de efectivo generalmente requieren financiamiento de deuda, debido a la falta de efectivo y carencia de activos líquidos. Esta necesidad de generar efectivo a través de deuda puede ser un problema para las corporaciones que no tienen una gran capacidad de endeudamiento.

En los casos en los que mantener el control y el poder es importante para los órganos de administración de la sociedad adquirente, suele producirse el pago en efectivo de la operación (Shleifer y Vishny, 2003). El pago en efectivo permite a la sociedad compradora mantener sin alteraciones la estructura de gobierno existente, evitando que se produzca un debilitamiento del poder de la misma. Sin embargo, cuando nos encontramos con un accionista que tiene una mayoría de derechos de voto bastante amplia, es poco probable que la financiación en acciones amenace su posición de control, por lo tanto sería lógico y viable un pago en acciones y no en efectivo (Harris y Raviv, 1988).

Desde el punto de vista del vendedor o empresa adquirida, el pago en efectivo es recomendable en los casos en los que se quiera evitar el riesgo de convertirse en un accionista minoritario.

3.2. Pago en acciones

En las operaciones en las que se decide que el pago se realizará a través de un paquete de acciones surgen más complicaciones que en las anteriores. Son muchos los factores que se han de tener en cuenta la hora de decidir un pago de una M&A en “stock”, pero podríamos afirmar que como regla general: las sociedades adquirientes se decantarán por éste método de pago en los casos en los que sus acciones estén sobrevaloradas, es decir, cuando se considera que su precio es mayor a su valor real. Por el contrario, cuando las acciones de una empresa adquiriente estén infravaloradas o subvaluadas se mostrarán reticentes a realizar el pago por éste medio (Myers y Majluf, 1984).

El pago en acciones puede resultar más beneficioso para el adquiriente que cuando lo realiza con efectivo, ya que, no tendrá que cargarse de deuda por la falta de liquidez. El pago en acciones puede ser más favorable también por razones impositivas y contables. Un caso en el cual se suele optar por el método de pago en acciones es aquel en el que la información asimétrica sobre los activos objetivos es alta, las sociedades se podrán beneficiar de esta diferencia de información y se aprovechará de forma mayor con un pago en acciones. Sin embargo, cuando las acciones son utilizadas como método de pago en M&A de gran tamaño, las posiciones de control de los accionistas mayoritarios pueden verse diluidas. Los efectos del pago en acciones para la compañía “bidder” pueden reflejarse a través del Tamaño Relativo de la Operación, que se calcula como la relación entre el tamaño de la oferta del acuerdo (excluyendo pasivo) dividida por la suma del tamaño de la oferta del acuerdo más la capitalización bursátil de la entidad “bidder” previa al acuerdo (Hansen, 1987). Korajczyk, Lucas y MacDonald (1991) afirman que si la compañía compradora ha experimentado recientemente un aumento en el valor de sus acciones, los accionistas de dicha compañía sufrirán una menor pérdida de su poder voto, a pesar de que la operación se haya financiado con acciones.

Los anuncios de operaciones de M&A que se producen cuando las compañías involucradas cotizan en bolsa pueden tener un efecto positivo o negativo sobre el valor de las acciones de las corporaciones. Travlos (1987) sostiene que las operaciones financiadas con acciones provocan unos efectos de anuncio mucho más negativos que en el caso de financiación con efectivo. Por lo tanto, el anuncio de la operación es otro de los factores que se han de tener en cuenta en el momento de la selección de la forma de pago.

Desde el punto de vista de la empresa adquirida, el pago en acciones es recomendable en los casos en los que las acciones objetivo tengan una base impositiva baja, ya que, podrán diferir sus obligaciones tributarias al aceptar el pago en acciones por parte del adquirente.

3.3. Hipótesis sobre métodos de pago

La elección del método de pago de una adquisición corporativa refleja el coste relativo que supondría el efectivo y las acciones. Estos costes relativos pueden explicarse por cinco hipótesis, no excluyentes entre sí (Mayer and Walker, 1996):

1. Control interno
2. Situación financiera
3. Asimetría de información
4. Impuestos
5. Política monetaria

Control interno

Siguiendo el estudio de Amihud (1990), podemos deducir que la elección del método de pago depende del grado de control interno que vaya a tener la empresa adquirente en la empresa adquirida. La teoría financiera sostiene que la conservación de la firma adquirida de control interno puede aumentar la inclinación a usar efectivo por dos motivos principales. En primer lugar, el pago con efectivo evita una reducción en los derechos de voto, que lleva a pérdida de control (Harris and Raviv, 1988; Stults, 1998). En segundo lugar, Stultz (1998) añade que adquirir nueva deuda puede asustar a la deuda antigua, lo que puede motivar una adquisición agresiva. Otro problema de control relevante es la medida en la que la administración se resiste a la adquisición. De este modo surgen las ofertas amistosas y hostiles; estas últimas prefieren el método de pago en efectivo al ser más rápidas (Mayer y Walker, 1996).

Condiciones financieras

La segunda hipótesis consiste en que la elección del método de pago depende de las condiciones financieras, tanto de la empresa adquirente como de la adquirida. El coste de financiar una operación con efectivo incluye mayores intereses y riesgo de quiebra, especialmente para las corporaciones que ya tienen una cantidad de deuda relevante. Por lo tanto, aquellas empresas con mayores niveles de endeudamiento, podrían encontrar el pago en acciones relativamente más barato (Mayer y Walker, 1996). Jensen (1986) identifica tres medidas generales del riesgo financiero: flujo de caja libre, apalancamiento

financiero, y liquidez. Valores pequeños de flujos de caja libre y liquidez, junto con altos niveles de apalancamiento, indica que el estado de la compañía es crítico para asumir más deuda, pudiendo acabar en quiebra. Por esta regla, entendemos que la inclinación a usar efectivo disminuye si hay alto apalancamiento y escasez de flujos de caja y liquidez.

Asimetría de información

En el caso de que los accionistas de la empresa adquirida crean que su empresa ha sido infravalorada, Hansen (1987) argumenta que se podría añadir un pago contingente en acciones. Este modelo del mecanismo de pago contingente es más importante cuando más relevante es la empresa adquirida para la empresa adquiriente. Otra posibilidad es que los administradores de la empresa adquiriente creen que su empresa está infravalorada, por lo que prefieren pago en acciones (Myers y Majluf, 1984).

Impuestos

La firma adquiriente tiene dos opciones en lo relativo a los impuestos. La primera es que la empresa adquiriente puede traspasar los activos de la empresa objetivo al valor en libros y utilizar los créditos fiscales y las pérdidas de la empresa objetivo. En este caso es necesario la utilización de acciones para la transacción. Como alternativa, la empresa adquiriente puede intensificar la base de los activos de la empresa objetivo y declarar altos costes por depreciación, disminuir impuestos y mayores flujos de caja. En este caso se puede usar cualquiera de los métodos de pago. Cuanto mayor sea el potencial de aumentar los activos de la empresa objetivo, mayores serán los beneficios de utilizar efectivo en la transacción.

El estado fiscal de los accionistas de la empresa objetivo también tiene implicaciones en la selección del método de pago. Mientras que los accionistas deben asumir un impuesto inmediato en una oferta de efectivo, los impuestos de las acciones solo se pagarán cuando se produzca la venta de esas acciones. Para compensar a los accionistas de la empresa objetivo, la empresa adquiriente suele ofrecerles mayores pagas en las transacciones en efectivo.

Política monetaria

Los cambios de la política monetaria pueden tener un impacto muy significativo en los tipos de interés y oferta de crédito, lo que puede afectar al método de pago. En el caso de un aumento de los tipos de interés, y mercados de crédito escasos, pueden causar dudas sobre liquidez, provocando que el pago en efectivo sea menos atractivo.

4. ESTUDIO CASO: GRANDES FUSIONES Y ADQUISICIONES

Durante los últimos años, muchas han sido las empresas que se han decantado por las fusiones y adquisiciones como método de expansión y crecimiento. Las mayores operaciones han tenido lugar en EEUU, teniendo especial relevancia las que han ocurrido en los sectores de telecomunicaciones, farmacéuticos y alimenticios. En este apartado destacamos dos operaciones que han tenido lugar entre los años 2014 y 2018:

- **Heinz - Kraft:** A principios de 2015, las compañías Heinz y Kraft, productoras y distribuidoras de productos alimenticios de nacionalidad americana, unieron sus fuerzas a través de una operación de fusión. El método de pago utilizado en esta fusión fue mixto, aportando una cantidad determinada de acciones unida a un pago en efectivo.
- **Microsoft - LinkedIn:** En el año 2016, la compañía americana fundada por Bill Gates, Microsoft, decidió adquirir la red social laboral más grande del mundo, LinkedIn. El pago de la adquisición fue en efectivo, ya que, se trataba de una compra del total de la compañía.

4.1. Fusión HEINZ – KRAFT

Las empresas norteamericanas Kraft y Heinz deciden llevar a cabo una fusión con el fin de expandirse y continuar creciendo en el mercado alimenticio, tanto a nivel nacional como internacional. A pesar de ser una fusión, la compañía Heinz actuaría como “comprador o adquirente” y se haría con el 51% de la nueva compañía (Kraft Heinz Company), mientras que Kraft recibió el 49%. Kraft Company estaba situada como la cuarta compañía del sector alimenticio más grande en EEUU. Heinz Company era la compañía más rentable del sector alimenticio americano (*Kraft Heinz Merger Announcement Presentation, 2015*)

4.1.1. Introducción a la operación

Nos encontramos ante el caso de una fusión horizontal, en la cual dos corporaciones públicas; H.J. HEINZ Company y KRAFT Food Group, Inc., que operan en el sector alimenticio, llegan a un acuerdo en el año 2015 para crear la nueva entidad Kraft Heinz Company. En la operación intervienen dos empresas de capital privado, Berkshire Hathaway y 3G Capital, que adquirieron H.J. Heinz Company en el año 2013 por un precio de 23 billones (americanos) de dólares (CNBC, 2015).

La fusión de Heinz y Kraft llevaría a la reorganización de la compañía nueva en tres segmentos diferenciados por regiones territoriales. Estos territorios son Estados Unidos, Canadá y Europa. La nueva compañía recoge, bajo la misma estructura, 8 marcas con un valor superior a un billón (americano) de dólares y 5 marcas valoradas entre 500 millones y 1 billón (americano) de dólares (Kumar, 2019).

A priori, la fusión tiene unas grandes expectativas de éxito y se prevén unos beneficios mayores de los que generaban las corporaciones de forma separada.

Para poder entender la situación de ambas compañías antes de la operación podemos acudir a los resultados económicos de los dos años anteriores a la fusión:

KRAFT Food Group, Inc.

Figura 3: Kraft Food Group Inc. Income Statement

	2013	2012
Net Revenues	\$ 18.218,00	\$ 18.271,00
Cost of Sales	\$ (11.395,00)	\$ (12.499,00)
Gross Profit	\$ 6.823,00	\$ 5.772,00
NET INCOME	\$ 2.715,00	\$ 1.642,00
		En millones de dólares

H.J. HEINZ Company

Figura 4: H.J. Heinz Company Income Statement

	2013	2012
Net Revenues	\$ 11.528,89	\$ 11.649,08
Cost of Sales	\$ (7.333,42)	\$ (7.649,55)
Gross Profit	\$ 4.195,47	\$ 3.999,53
NET INCOME	\$ 1.027,33	\$ 939,91
		En millones de dólares

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de USA Government (2014) y CsiMarket Página Web (2013)

Como podemos observar en los cuadros anteriores, el Beneficio Neto de las empresas que iban a llevar a cabo la fusión era bastante similar, teniendo KRAFT un beneficio mayor en ambos años. Esto se debe a que KRAFT producía y vendía una mayor cantidad y variedad de productos alimenticios. La cuenta de resultados de KRAFT Foods Group Inc (USA Government, 2014) muestra que durante los años 2012 y 2013 los ingresos netos, más o menos, doblaban los generados por H.J. HEINZ Company (H.J. Heinz *Income*

Statement, 2013), los costes de ventas en ambas compañías suponían la mitad de los ingresos producidos. Los datos reflejados en el cuadro son bastante elementales, pero nos permiten observar las similitudes de producción, coste y ventas de ambas empresas.

La operación se presentaba como una gran oportunidad para ambas compañías y la nueva entidad que surge de la fusión tendrá una dimensión y una capacidad de producción suficientemente grande como para competir por ser la sociedad líder en el mercado alimenticio.

4.1.2. Motivación de la transacción y sinergias futuras

El objetivo principal y “lema” de la fusión llevada a cabo entre KRAFT y HEINZ era crear una potencia global en alimentos y bebidas. La operación conllevaría la unión de dos de las más grandes productoras alimenticias de Estados Unidos. Las sinergias principales que se pretendían conseguir con esta transacción eran; una considerable mejora en la eficiencia de los costes de producción y con una reducción de los mismos estimada en \$1.5 billones (americanos) a partir del año 2017, junto con un aumento de los beneficios generados (*Kraft Heinz Merger Announcement Presentation*, 2015). Sumado a la mejora del rendimiento económico, se alcanzaría una gran expansión internacional de las marcas que formarían parte de la compañía Kraft Heinz. La nueva compañía Kraft Heinz será la tercera empresa más grande en el sector alimenticio en Norte América.

A continuación presentamos algunos de los aspectos de cada compañía que hacen que la fusión sea atractiva para ambas:

KRAFT Food Group Inc.

En el año 2013 la compañía KRAFT estaba situada en las primeras posiciones del sector alimenticio de USA en niveles de venta. El grupo contaba con, al menos, 7 marcas con unas ventas anuales mayores a \$1 billón (americano). Reconocida en 14 mercados internacionales y con una gran diversidad de productos dentro del sector alimenticio.

H.J. HEINZ Company.

El tamaño de la empresa HEINZ era menor a la de KRAFT en el año 2013, sin embargo, contaba con una mayor diversificación e internacionalización, con un fuerte crecimiento en mercados emergentes. Sus ventas estaban repartidas en más de un 60% en países distintos a EEUU.

Las dos compañías tienen un gran rendimiento dentro del sector alimenticio y se complementan de forma perfecta al ser líderes en varios campos. La nueva corporación podrá beneficiarse de las ventajas competitivas que aportan tanto Heinz como Kraft, entre las cuales destacan la diversidad de productos y tamaño de Kraft, y, la expansión internacional de Heinz.

La principal sinergia que se pretende conseguir con esta operación es la, ya mencionada anteriormente, consecución de una reducción de \$1.5 billones (americanos) de coste. Esto se podrá alcanzar principalmente a través de economías de escala en el mercado americano. El hecho de tener un mayor volumen de ventas ayudará a lograr negocios más asequibles con los suministradores y proveedores, permitiendo un mejor margen operativo para la empresa fusionada. Otro elemento a destacar es la buena calificación crediticia de Kraft, que permitirá refinanciar la deuda de Heinz (Forbes, 2015).

4.1.3. Método de Pago.

La forma en la que económicamente se hizo posible esta fusión es mixta, es decir, hubo pago en acciones y en efectivo. Es necesario comenzar el análisis del método de pago nombrando a Berkshire Hathaway y a 3G Capital. Ambas compañías fueron parte clave en el desarrollo de la fusión, actuando como socios referentes de KRAFT y HEINZ.

Los accionistas de Kraft recibirían “stock” de la nueva compañía (pago en acciones) y un desembolso de efectivo \$16,50 por cada acción antigua, lo que supone un valor total de \$10 billones (americanos). El pago en efectivo que recibirán los accionistas de KRAFT será financiado por las sociedades anteriormente mencionadas, Berkshire Hathaway y 3G Capital. El pago en efectivo se entiende como “Premium” que HEINZ reconoce a KRAFT para que la fusión se lleve a cabo sin que los accionistas de ésta última pierdan valor con respecto a sus antiguas acciones. Una de las ventajas principales de la forma de pago mixta es que; aún recibiendo una compensación en efectivo, también podrán beneficiarse de la creación de valor futura al ser accionistas de la nueva compañía (Kraft Heinz *Merger Announcement Presentation*, 2015).

De esta forma, se entiende que la valoración de las acciones de Kraft con respecto a las nuevas acciones de la compañía conjunta es:

Figura 3: Valoración acciones Kraft.



4.1.4. Resultado Post -Transacción

El desenlace de esta operación tras haber pasado 4 años desde la fusión es bastante negativo para ambas compañías, algunos factores han provocado que tenga unos resultados peores de los esperados en las sinergias estimadas y las acciones de la compañía Kraft – Heinz han caído drásticamente en el último año 2019. A continuación analizaremos los aspectos que más influencia han tenido en el fracaso de esta fusión que parecía exitosa cuando fue planteada en 2015. Para poder analizar el resultado de esta fusión en la actualidad, acudiremos a una serie de datos financieros como son:

Precio de la acción

El precio de la acción permite averiguar que nivel de confianza tienen los inversores mundiales con respecto a una determinada compañía. Es necesario conocer el valor al que cotizaban las acciones de cada compañía por separado en los momentos anteriores a la fusión. Las **acciones de la entidad H.J. Heinz** cotizaban a **72 dólares la acción en 2013**, su último año como sociedad pública (cotizada en bolsa) (cuando fue adquirida por Berkshire Hathaway y 3G Capital paso a ser privada) (Investing, 2013). Las **acciones de la sociedad Kraft Food Group** cotizaban al finalizar el año **2014**, aproximadamente, a **62 dólares la acción** (Investing, 2014). El valor de cotización actual (05/06/19) de las **acciones de la compañía Kraft Heinz Co. es de 28 dólares por acción.**

Figura 5: Precio acción Heinz-Kraft

	2019	2014-2013
H.J. Heinz	-	\$ 72,00
Kraft Food Group	-	\$ 62,00
Kraft Heinz Co. (nueva entidad)	\$ 28,00	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Investing, Página Web

La diferencia con el precio de cotización de las acciones de ambas compañías antes de la fusión es masiva y muy negativa, han sufrido una caída enorme, el precio de cotización nos sirve como primer indicador de que la fusión de Heinz – Kraft ha resultado ser un gran fracaso. Esta bajada de las acciones no puede ser achacada en su totalidad al fracaso de la fusión, otros factores han influido en la pérdida de valor de la compañía, como son

las malas decisiones en la gestión de los costes y la falta de crecimiento en el desarrollo de su actividad comercial.

Capitalización Bursátil (Market Cap.)

A partir de la capitalización bursátil de las compañías podemos observar el valor que tiene la empresa en el mercado. Para comparar la posición de las entidades en el momento anterior a la fusión con la posición actual (posterior a la operación) debemos estimar el valor conjunto de las sociedad Heinz y Kraft en 2013, momento anterior a la fusión, tal y como queda reflejado en el siguiente cuadro.

Figura 6: Capitalización Bursátil Heinz-Kraft

	2019	2013
H.J. Heinz	-	\$ 18,00
Kraft Food Group	-	\$ 32,50
Kraft Heinz Co. (nueva entidad)	\$ 34,71	
Comparación Total Market Cap.	\$ 34,71	\$ 50,50
	En billones americanos	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Yahoo Finance y Forbes.

La compañía fusionada tiene una capitalización bursátil menor a la que surge de la suma de las dos entidades por separado en los años anteriores a la operación. Esto sirve como indicador de la mala gestión de la compañía, que en último año ha sufrido uno de sus peores momentos. Es necesario afirmar que durante los años 2016, 2017 y 2018 la corporación fusionada Kraft Heinz había conseguido aumentar sus ganancias con respecto al momento anterior a la operación. En estos años parecía que la fusión podría continuar siendo un éxito, sin embargo, en este año 2019 no se han conseguido mantener las sinergias esperadas y los inversores han perdido la confianza en la sociedad.

La nueva entidad surgida en 2015 Kraft Heinz Company ha centrado todos sus esfuerzos en la reducción de costes y ha descuidado el resto obligaciones, siendo la principal la satisfacción del cliente. Además la sociedad ha perjudicado a sus accionistas con una reducción de los dividendos. La pérdida de confianza de los accionistas con respecto a la entidad se ha visto agravada por dos factores; la reciente investigación que la SEC (“Securities and Exchange Commission”) está realizando sobre la contabilidad de Kraft Heinz y los informes negativos sobre la estrategia de la compañía realizados por varios analistas del sector alimenticio (LaMonica en CNN Business, 2019).

4.2. Adquisición Microsoft Corp. - LinkedIn

El gigante tecnológico estadounidense Microsoft adquirió la red social de trabajo LinkedIn en el año 2016 por un precio de 26.2 billones (americanos) de dólares. Fue una de las grandes operaciones financieras que tuvieron lugar dentro del sector tecnológico y, sobre todo, dentro del mundo de las redes sociales. Las características de la operación son semejantes a las de la compra de WhatsApp por Facebook, manteniendo el CEO de LinkedIn su puesto de control y continuando la red social de profesionales con su misión inicial, conectar a profesionales con empresas de todo el mundo.

4.2.1. Introducción a la operación

Microsoft decidió expandirse y continuar creciendo dentro del sector tecnológico con la adquisición de una de las más poderosas redes sociales de aquel momento, LinkedIn. La adquisición de una compañía como LinkedIn, una red social enfocada al mundo laboral con una gran número de usuarios, fue la forma que eligió Microsoft para ampliar su poder dentro del mundo tecnológico. Desde un primer punto de vista objetivo, podríamos catalogar esta operación como de bajo riesgo, ya que, son empresas del mismo sector y el conocimiento de Microsoft sobre la compañía que va a adquirir es amplísimo.

Sin embargo, desde un punto de vista estrictamente financiero la transacción era arriesgada, ya que, LinkedIn comenzó a incurrir en pérdidas millonarias y no se preveía un futuro económicamente exitoso para esta adquisición.

LinkedIn

Esta compañía fue lanzada al público de forma oficial en el año 2003, consiste en una red de profesionales a través de la cual contactan con empresas de todo el mundo. Cuenta con más de 546 millones de usuarios y sus ingresos provienen de suscripciones de miembros de la red social y publicidad principalmente (LinkedIn, 2019).

En el año anterior a la transacción (2015), las acciones de la entidad LinkedIn cotizaban a un precio de, aproximadamente, 225 dólares por acción (Investing, 2015). La capitalización bursátil de la compañía a finales del año 2015 era de, aproximadamente, 20 billones (americanos) de dólares (Macrotrends, 2015).

En los últimos años el crecimiento de esta compañía se había estancado y los rendimientos económicos eran muy negativos, provocando pérdidas millonarias. En el siguiente cuadro podemos observar los resultados económicos de los años 2012 a 2015:

Figura 7: LinkedIn Income Statement

	2015	2014	2013	2012
Total Revenue	\$ 2.990,91	\$ 2.218,77	\$ 1.528,55	\$ 972,31
Total Operating Expenses	\$ (3.141,85)	\$ (2.182,63)	\$ (1.480,73)	\$ (915,45)
Operating Income	\$ (150,94)	\$ 36,14	\$ 47,82	\$ 56,86
Net Income	\$ (166,14)	\$ (15,75)	\$ 26,77	\$ 21,61
	En millones de dólares			

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Investing, página web.

En el cuadro superior aparecen reflejados los datos del total de ingresos, el coste total de las operaciones, el ingreso bruto y el beneficio neto. En los últimos años (2015-2014), a pesar de haber generado más ingresos brutos que en los dos años anteriores, los excesivos costes provocaron un balance negativo que se tradujo en grandes pérdidas económicas a final de año.

Sin embargo, el potencial de esta compañía va más allá de los números y de sus resultados financieros, ya que, el poder de atracción de visitas que tiene su página es enorme, alrededor de 105 millones visitantes mensuales, y es una de las ventajas competitivas de las cuales se quiere aprovechar Microsoft con esta adquisición.

Microsoft Corp.

La compañía americana Microsoft fue fundada en 1975 por Bill Gates y Paul G. Allen, actualmente es la entidad líder en el desarrollo de sistemas de software. Junto con estos programas de software, Microsoft ofrece una amplia gama de productos informáticos, como: tabletas, servicios de e-mail, dispositivos portátiles, consolas y un largo etcétera. El gigante americano lleva a cabo operaciones de investigación en varios países, incluyendo: China, Inglaterra, India y Canadá (Zachary y Hall, 2017).

En el año anterior a la operación (2015), las acciones de Microsoft Corp. cotizaban en bolsa a un precio aproximado de 55,5 dólares la acción (Macrotrends, 2015). La capitalización bursátil o “Market Cap.” de la compañía a finales de ese año 2015 era de aproximadamente 440 billones (americanos) de dólares. La capitalización bursátil recoge el valor de mercado de las compañías que son públicas, es decir, aquellas que cotizan en bolsa. Se calcula a través de multiplicar el precio de las acciones de la entidad por el número de acciones diluidas en circulación (Market Watch, 2015).

Podemos observar el enorme valor de mercado que tenía la compañía norteamericana antes de llevar a cabo la adquisición. Esta posición de poder en el mercado le permite llevar a cabo operaciones arriesgadas y asumir unas inversiones de gran calibre, como ocurre con la adquisición de LinkedIn.

En el siguiente cuadro podemos ver recogidos los datos económicos de la actividad de Microsoft Corp. en los años 2015 y 2014, para conocer la situación económica en la cual se encontraban en el momento anterior a la operación de M&A.

Figura 8: Microsoft Income Statement

	2015	2014
Total Revenue	\$ 93.580,00	\$ 77.849,00
Total Operating Expenses	\$ (75.602,00)	\$ (51.085,00)
Operating Income	\$ 17.978,00	\$ 26.764,00
Net Income	\$ 12.193,00	\$ 21.863,00
		En millones de dólares

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Investing, Página Web y Microsoft

La tabla anterior muestra la tendencia que seguía la compañía tecnológica antes de la fusión en cuanto a las ventas y los gastos. En 2015, Microsoft aumenta los beneficios obtenidos con respecto a 2014, sin embargo, los gastos también sufren un aumento con respecto a 2014. El aumento en los gastos es más elevado que el aumento de los ingresos, esto provoca una disminución del Beneficio Neto de 2015.

Actualmente, la entidad está situada #3 en el ranking mundial de marcas más valiosas con un valor de la misma de \$125.3 billones (americanos) (Forbes, 2019).

4.2.2. Motivación de la transacción y futuras sinergias

Microsoft, empresa líder en el sector tecnológico, centró su atención en la red social LinkedIn y decidió invertir en su adquisición por varios motivos de los cuales hablaré a continuación. Ambas compañías comparten una misma razón social: “conectar a personas y organizaciones a través de internet”.

Es cierto que el riesgo de la operación se elevó debido a las pérdidas en las que LinkedIn estaba incurriendo en los últimos años, sin embargo, Microsoft tenía motivos para apostar por la compra de la red laboral más grande del mundo, con más de 433 millones de usuarios en el momento de su adquisición, con un crecimiento estimado año a año de un 19%. En el año de la adquisición, LinkedIn contaba con 45 billones (americanos) de

visitas trimestrales, con una estimación de crecimiento del 34% cada año, y más de 7 millones de listas de trabajo activas (Microsoft – LinkedIn Acquisition Presentation).

El potencial de crecimiento en cuanto a número de usuarios y visitas era mayúsculo y fue uno de las motivaciones principales para que Microsoft decidiese hacerse con el control de la empresa. Microsoft ignoró las pérdidas que la compañía había generado en el año 2015, ya que, la intención de la compañía tecnológica era hacerse con el número de usuarios activos que LinkedIn tenía en el momento e introducir varias mejoras que ayudarían a catapultar la red social laboral.

Dentro de las sinergias que Microsoft espera de esta operación se encuentran las siguientes (Microsoft – LinkedIn Acquisition Presentation):

- Microsoft conseguirá entrar en el mundo de las redes sociales de forma llamativa y podrá competir en este mercado con sus principales rivales: Google y Facebook.
- Reducción de costes de 150 millones de dólares en 2018.
- Aprovecharse del potencial que tiene LinkedIn en el espacio de almacenamiento online conocido como “Cloud”.
- Aumentar los beneficios de LinkedIn a través de la puesta en marcha de sistemas propios de Microsoft como Skype.

Como podemos observar, las sinergias que se plantearon como beneficios futuros en esta operación son bastante abstractos y únicamente está reflejado en números la reducción del coste para 2018. Por lo tanto, es una adquisición en la cual los resultados estimados no se podrán medir fácilmente y son objetivos bastante inciertos.

La situación de LinkedIn en 2016 era complicada debido a las grandes pérdidas que estaba registrando, por lo tanto, para la sociedad adquirida el principal motivo para llevar a cabo la operación es el de tratar de recuperar estabilidad económica, y así, poder continuar con su actividad, la cual no podría continuar si las pérdidas seguían siendo tan elevadas como en los años 2015 y 2014.

4.2.3. Método de Pago

Esta operación fue llevada a cabo mediante un pago totalmente en efectivo por parte de Microsoft a un precio de 196 dólares por acción, asumiendo un Premium del 50% sobre el valor real de las acciones. Para poder financiar esta transacción, la compañía de Bill Gates emitirá nueva deuda, ayudando de esta forma a reducir el coste medio ponderado

de capital (Forbes, 2016). Este método de pago es el más sencillo y rápido para ambas compañías y una de las ventajas que tiene es que la identidad de la compañía y la estructura de socios se mantiene intacta. El rendimiento de la operación y el desarrollo de la misma es bastante más eficiente cuando se realiza con un pago en cash, como en este caso, que cuando se paga de forma mixta (Bijay Sankar, 2018).

Microsoft desembolsó \$26,2 billones (americanos) para poder adquirir LinkedIn, gasto fue considerado exageradamente alto por una gran multitud de inversores y analistas. Esta operación fue la más grande llevada a cabo por Microsoft en toda su historia. Dentro de los \$26.2 billones (americanos) se incluye el efectivo neto de LinkedIn.

La elección de este método de pago supone una serie de ventajas como pueden ser mantener el control interno, ya que, no se verán diluidas las participaciones de los accionistas de Microsoft existentes antes de la operación, además el pago en efectivo permitió que la operación se cerrase de una forma más rápida y efectiva. En un primer momento LinkedIn exigía un pago de 200 dólares por acción, sin embargo, tras un proceso de negociaciones el precio quedó en los 196 dólares por acción. Este precio seguía pareciendo muy elevado la gran mayoría de analistas que vieron esta transacción como arriesgada, debido a las pérdidas que LinkedIn había acumulado en el año 2014 y sobrepreciada.

4.2.4. Resultado Post-Transacción.

Esta operación, por la cual Microsoft Corp. ha adquirido la red de trabajadores más grande del mundo; LinkedIn, es compleja de analizar por varios motivos. El primero de ellos es el poco tiempo transcurrido desde el acuerdo, menos de 3 años desde que se hizo efectiva la compra; el segundo motivo es el hecho de que las sinergias que se buscaban con esta operación son difíciles de medir. Acudiremos a los mismos datos que se utilizaron en el análisis post-transacción de la operación estudiada en el punto 4.1. de este trabajo, es decir, el precio de la acción y la capitalización bursátil.

Precio de la acción

A través del precio de las acciones de cada compañía podemos ver si la confianza de los mercados ha aumentado o disminuido con respecto a la operación llevada a cabo entre Microsoft y LinkedIn. Utilizaremos como años de referencia el año anterior a la transacción, 2015 y el año actual 2019. En la siguiente tabla aparecen reflejados la

cotización de las acciones de LinkedIn en el año 2015 y la de las acciones de Microsoft en los años 2015 y 2019

Figura 9: Precio acción Microsoft - LinkedIn

	2019	2015
LinkedIn	-	\$ 225,00
Microsoft	\$ 125,80	\$ 55,48

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Macrotrends, Página Web.

El precio de cotización de las acciones de LinkedIn a finales del año 2015 era de 225 dólares por cada acción. El valor de sus acciones era bastante alto, antes de que en el año 2016 comenzase a descender como resultado de las pérdidas que la compañía estaba acumulando. Lo relevante de esta tabla es el gran aumento que han sufrido las acciones de Microsoft, pasando de cotizar, aproximadamente, a 55,5 dólares la acción en 2015, año anterior a la fusión, a 125 dólares en 2019. Este aumento sirve como primera señal del efecto positivo que ha tenido hasta el momento la operación realizada por Microsoft.

Sin embargo, estos datos son demasiado generales como para llegar a conclusiones certeras sobre el efecto de la fusión.

Capitalización Bursátil (Market Cap.)

A través del Market Cap. de las entidades que han realizado la operación podremos averiguar si el valor de mercado de las mismas ha aumentado o ha reducido tras la transacción. En el caso de la adquisición de LinkedIn por Microsoft debemos centrar la atención en el Market Cap. de ambas empresas en un momento anterior a la transacción, el año 2015, y comprar su resultado con la capitalización bursátil de Microsoft en la actualidad, año 2019.

Figura 10: Capitalización Bursátil Microsoft – LinkedIn.

	2019	2015
LinkedIn	-	\$ 24,00
Microsoft	\$ 943,00	\$ 440,00
Comparación Total Market Cap.	\$ 943,00	\$ 464,00
		En billones americanos

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Macrotrends e Investing.

A finales de 2015, LinkedIn presentaba un valor de mercado de \$24 billones (americanos). En 2016 la entidad americana sufrió una caída de su Market Cap. de \$11

billones (Huston en MarketWatch, 2016), como consecuencia de las pérdidas que acumulaba, por lo tanto, cuando Microsoft la absorbió el valor de la compañía era mucho menor que en 2015.

La tabla anterior nos muestra el aumento del Market Cap. de Microsoft con respecto al año 2015. En 2019, la entidad informática norteamericana ha alcanzado un valor de mercado de \$943 billones (americanos), superando con creces los \$440 billones (americanos) que valía en el mercado en 2015. Esto nos muestra que el resultado de la fusión está siendo positivo hasta el momento y que LinkedIn aumenta el valor de Microsoft.

Además de atender al precio de las acciones y la capitalización bursátil, otros datos son relevantes para conocer la situación de Microsoft tras la adquisición de LinkedIn.

Los datos de ventas del segundo trimestre de 2018 muestran que LinkedIn contribuyó en \$1.3 billones (americanos), sin embargo, es necesario que transcurra más tiempo para conocer el efecto real que tiene la adquisición en cuanto a las ganancias generadas por Microsoft (CBS News, 2018).

Fuera del plano financiero, el CEO de LinkedIn; Jeff Weiner conserva su posición y el cofundador de LinkedIn, Reid Hoffman, ocupa una silla en el consejo de administración de Microsoft. Esto quiere decir que la entidad sigue manteniendo su estructura organizativa y opera con un gran nivel de autonomía (CBS News, 2018).

El CEO de Microsoft, Satya Nadella, afirmó que los planes de esta adquisición van más allá de objetivos económicos, ya que, tratan de conseguir que LinkedIn sea una web más productiva y que facilite a sus usuarios oportunidades laborales reales.

Jillian Ryan, analista de eMarketer, asegura que es pronto para averiguar si la adquisición ha sido o no rentable para Microsoft, sin embargo, confía en que las señales y el rumbo que está tomando es bastante positivo (CBS News, 2018). La operación Microsoft – LinkedIn arroja resultados favorables por el momento, es necesario continuar con el seguimiento de esta adquisición en los próximos años para descubrir el valor total que LinkedIn está aportando a la corporación de Bill Gates.

5. CONCLUSIONES

Las conclusiones extraídas del estudio del tema a tratar y del trabajo realizado son las siguientes:

Las fusiones y adquisiciones de empresas, también conocidas como operaciones de M&A, son uno de los métodos de crecimiento empresarial con mayor relevancia en el mundo financiero y mercantil, han sido y son realizados por un gran número de entidades de diversas dimensiones en todo el mundo. Consisten en la unión de fuerzas entre corporaciones para alcanzar unos objetivos más ambiciosos y un mayor rendimiento con la misión de mejorar sus beneficios, de forma que, las entidades que llevan a cabo alguna de estas transacciones sean más productivas juntas que por separado.

Las operaciones de M&A pueden clasificarse atendiendo a varios grupos, existen, entre otras; operaciones horizontales, verticales o conglomerados, según su actividad, y fusiones y adquisiciones estratégicas o financieras, según el tipo de inversión.

Como cualquier inversión financiera, las M&A tienen un riesgo que puede llegar a convertirse en unas pérdidas irreparables para las entidades que se ven inmersas en este tipo de operaciones. Por lo tanto, antes de tomar la decisión de llevar a cabo una M&A es necesario analizar los riesgos y beneficios que pueden surgir.

Entre los beneficios que se buscan en las operaciones de fusión adquisición de empresas destacan las economías de escala y un gran número de sinergias, que suelen variar en función de cada entidad. Las economías de escala permiten alcanzar una reducción de costes que ampliará el margen de beneficio en las actividades productivas de las entidades. Podemos afirmar que la reducción de costes es uno de los objetivos más comunes en la mayoría de negocios de M&A.

Las sinergias son el posible beneficio que deriva de la unión de las entidades en una operación de M&A, pueden ser divididas en dos tipos; operativas y financieras. Las operativas tienen relación con la actividad productiva o de explotación de la empresa, entre ellas podemos encontrar; aumento de las ventas o reducción de costes. Las sinergias financieras son aquellas que producen un aumento del flujo de caja o reducción del coste de capital, como un aumento de la capacidad de deuda. Es de vital importancia que se fijen unas sinergias realistas en el momento anterior al acuerdo, ya que, las sinergias se han de hacer efectivas y, muchas veces, las sinergias demasiado ambiciosas llevan a objetivos inalcanzables y fracasos.

Junto con las sinergias, las entidades han de considerar y analizar los riesgos que la operación conlleva. Algunos de estos riesgos o posibles inconvenientes son; los choques culturales en las operaciones internacionales o la poco precisa y complicada integración de ambas compañías.

La valoración de los beneficios y riesgos de la operación tiene lugar en la fase de “Due diligence”, donde se ha de recabar información suficiente sobre la otra empresa que es parte en la transacción. Esta parte de la operación de M&A tiene una importancia mayúscula, ya que, de ella depende la decisión de realizar o no la maniobra financiera.

Una de las cuestiones de mayor importancia en relación con las M&A es la de forma de financiación de la transacción, es decir, el método de pago que se va a seleccionar para llevar a cabo la fusión o adquisición. Las formas principales son; el pago con acciones o “stock”, el pago en efectivo o “cash” y el pago mixto o combinado. Hay varios elementos que influyen en la decisión de financiación de la transacción, como; el nivel de control interno, la situación financiera, la asimetría de información, los impuestos y la política monetaria del momento. Atendiendo a estas variables, hay situaciones las que es más beneficioso un pago en acciones y otras en las que lo es el pago en efectivo. Por lo general, el pago en efectivo es un método más rápido y sencillo, y el pago en acciones suele ser el aplicado por las compañías cuyas acciones están sobrevaloradas.

En la última década se han producido muchas operaciones de M&A a nivel global, siendo EEUU, Europa y Asia los principales núcleos de este tipo de acuerdos, la unión de compañías es cada vez más frecuente. En este trabajo se han analizado dos operaciones con localización en los sectores alimenticios y tecnológicos de EEUU, la primera de ellas es la fusión de Heinz Company con Kraft Foods Group y la segunda es la adquisición de LinkedIn por parte de Microsoft Corp.

La fusión de dos de las compañías más grandes en el sector alimenticio americano, Heinz y Kraft, se preveía como una operación muy exitosa, sin embargo, en el último año la entidad fusionada Kraft Heinz Company ha reconocido grandes pérdidas y la confianza de los accionistas ha comenzado a perderse. Se daba el caso de una fusión horizontal, donde la sinergia estimada principal era la reducción de costes en \$1.5 billones (americanos). El método de pago fue mixto de pago en acciones y en efectivo, los accionistas de Kraft recibieron un pago de 16,50 dólares por acción y un “paquete” de acciones de la nueva compañía. El resultado de esta fusión parece bastante negativo,

siendo, en el año 2019, la capitalización bursátil de la compañía fusionada inferior a la de ambas entidades por separado en el año 2015.

La adquisición de LinkedIn por Microsoft Corp. fue la operación de M&A de mayor dimensión en la historia de la corporación de Bill Gates. Las impresiones iniciales sobre este negocio advertían de un elevado riesgo y un precio de compra demasiado elevado. Sin embargo, tres años después de la transacción, algunos datos indican que los resultados están siendo beneficiosos para Microsoft y LinkedIn.

El acuerdo se cerró en 2016, momento en el cual LinkedIn estaba pasando por una situación económica bastante complicada debido a sus numerosas pérdidas. Algunas de las sinergias esperadas eran la reducción de costes y la entrada de Microsoft en el mercado de las redes sociales. El método de pago elegido por la empresa de tecnología fue el pago en efectivo, a un precio de 196 dólares por cada acción de LinkedIn. Los resultados de esta transacción son positivos hasta el momento, la capitalización bursátil de Microsoft de 2019 es mucho mayor que el valor que tenía en el año anterior a la transacción, y las ventas han aumentado, en parte, gracias a la contribución de LinkedIn.

En mi opinión, las operaciones de M&A son la forma de crecimiento empresarial más beneficiosa y compleja que existe actualmente. La globalización mundial y el avance de las tecnologías propician el aumento del número de este tipo de operaciones en los próximos años. Como hemos visto, el método de pago, las sinergias y los riesgos son algunas de los aspectos a tener en cuenta a la hora de llevar a cabo una transacción de M&A, sin embargo, hay una infinidad de detalles que se han de considerar para que la fusión o adquisición a realizar sea exitosa.

6. BIBLIOGRAFÍA

Ahmad Ismail (2011). Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger Motives?. *Financial Management*, 40 (4).

Amihud, Y., Lev, B., & Travlos (1990). Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions. *Journal of Finance*. 45. pp. 603-616.

Chaney, P.K., Lovata, L.M., & Philipich, K.L. (1991). Acquiring Firm Characteristics and the Medium of Exchange. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 30. pp. 55-69

B.P. Bijay Sankar (2018). *Payment Methods in Mergers and Acquisitions: A theoretical Framework*. Macrothink Institute. pp. 174-175.

CSI Market. Página Web. (2013). H.J. Heinz Income Statement Annual. Obtenido el 10/02/19 de <https://csimarket.com/stocks/income.php?code=HNZ&annual>.

CBS News. Página Web. (2018). “How’s Microsoft’s marriage with LinkedIn working out?”. Obtenido el 05/06/19 de <https://www.cbsnews.com/news/microsoft-linkedin-how-marriage-is-working-out/>.

De Freitas, A. (2012). *M&A: The Acquisition of GAMESA by ABB*. Universidad Católica de Lisboa. pp. 23-25.

DiChristopher, T. (2015). *Buffett’s HJ Heinz to merge with Kraft Foods*. CNBC. Obtenido el 12/03/19 de <https://www.cnbc.com/2015/03/25/kraft-foods-group-and-hj-heinz-merge-to-create-the-kraft-heinz-co.html>.

Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532-550.

Engert, O. y Rosiello, R. (2010). *A McKinsey perspective on value creation and synergies*. McKinsey Página Web Oficial. Obtenido el 01/06/19 de https://www.mckinsey.com/client_service/organization/latest_thinking/~/_media/D74F0B9DCDAB4EAE918D2D578E7C7AF7.ashx.

Forbes. Página Web (2019). “The World’s Most Valuable Brands”. Obtenido el 1/06/2019 de <https://www.forbes.com/powerful-brands/list/>

- Foster Reed, S. (1993). *The Art of M&A: A Merger Acquisitions Buyout Guide. Cap. 1, pp. 1-4.*
- Fustero Laveda, E. (2014). *Análisis de las fusiones del sector bancario en el contexto de crisis.* Trabajo de Fin de Grado. Universidad de la Rioja. pp. 10-11.
- Harris, M. & Raviv, A. (1988). Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 20. pp. 55-86.
- Hansen, Robert G., (1987). *A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions.* *Journal of Business* 60, 75-95.
- Hartley, J. (2004). Case study research. *Essential guide to qualitative methods in organizational research*, 1, 323-333.
- Howson, P. (2003). *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions.* Gower Publishing.
- Huston, C. (2016). *LinkedIn loses more than a Twitter's worth of market cap.* MarketWatch. Página Web. Obtenido el 05/06/19 de <https://www.marketwatch.com/story/linkedin-loses-nearly-a-twitter-in-market-cap-2016-02-05>.
- Faccio, M., & Masulis, R. (2005). The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), pp. 1345-1388.
- Faulkner, D., Teerikangas, S., & Joseph, R. (2015). *The Handbook of Mergers and Acquisitions.* Oxford. Capítulo 8, pp. 198-199.
- Ferraz, J.C. y Hamaguchi, N. (2007). Introduction: M&A and Privatization in Developing Countries. *The Developing Economies*, 40, pp. 383-399. doi:10.1111/j.1746-1049.2002.tb00920.x
- Forbes. Página Web. Analysis of the Kraft – Heinz Merger. Obtenido el 2/06/19 de <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2015/03/30/analysis-of-the-kraft-heinz-merger/#569f6ecc9a8a>.
- Forbes, Página Web. “How LinkedIn Acquisition Will Help Microsoft”. Obtenido el 03/03/2019 de <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2016/06/14/how-linkedin-acquisition-will-help-microsoft/#6b2ebc875968>.

Investing. Página Web. “KHC Historical Data”. Obtenido el 5/06/19 de <https://www.investing.com/equities/kraft-foods-inc-historical-data>.

Investing. Página Web. “LinkedIn Income Statement.”. Obtenido el 20/02/2019 de <https://www.investing.com/equities/linkedin-corp.-income-statement>.

Investing. Página Web. “LinkedIn Corporation Historical Data”. Obtenido el 20/02/2019 de <https://www.investing.com/equities/linkedin-corp.-historical-data>.

Investing. Página Web. “Microsoft Income Statement”. Obtenido el 03/06/19 de <https://www.investing.com/equities/microsoft-corp-income-statement>.

Korajczyk, R., Lucas, D., & MacDonald, R. (1991). The effect of information releases on the pricing and timing of equity issues, *Review of Financial Studies*, 4, pp. 695-708.

Kraft Heinz Company. Página Web Oficial (2015). Kraft Heinz Merger Announcement Presentation. Obtenido el 10/02/19 <http://ir.kraftheinzcompany.com/static-files/44b6766d-efb8-4735-9a4c-9071d8418c79>

Kumar, Y. (2018). *Advantages and Disadvantages of M&A*.

Kumar, R. (2019). *Wealth Creation in the World's Largest Mergers and Acquisitions*.

La Monica, P. (2019). *What went wrong at Kraft Heinz*. CNN Business, Página Web. Obtenido el 5/06/19 de <https://edition.cnn.com/2019/02/22/investing/kraft-heinz-stock-strategy/index.html>.

LinkedIn. Página Web, 2019. “Acerca de LinkedIn”. Obtenido el 20/02/2019 de <https://about.linkedin.com/es-es>.

Macrotrends. Página Web. Microsoft – 33 Year Stock Price History (2015).. Obtenido el 05/06/19 de <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/MSFT/microsoft/stock-price-history>.

Market Watch. Página Web. Microsoft Corp. Market Cap. (2015). Obtenido el 05/06/19 de <https://www.marketwatch.com/investing/stock/msft/charts>.

Mascareñas Pérez-Íñigo, J. (1993). *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. McGraw-Hill.

Mayer, W. y Walker, M. (1996). An Empirical Analysis of the Choice of Payment Method in Corporate Acquisitions During 1980 to 1990. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 35 (3).

Microsoft. Página Web. “Microsoft Income Statement”. Obtenido el 03/06/19 de <https://www.microsoft.com/investor/reports/ar13/financial-review/income-statements/index.html>.

Microsoft. Página Web. “Microsoft – LinkedIn Acquisition Presentation. Obtenido el 12/02/19 de <https://www.microsoft.com/en-us/investor>.

Morck, R., Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1988). “Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers.” *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Alan J Auerbach (Ed.), 101-136. Chicago: University of Chicago Press.

Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221

Nikolaos Karampastas, Dimitris Petmezas & Nickolaos G. Travlos (2014). Credit ratings and the choice of payment method in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 25, pp. 474-493.

Prof. Roberts, A., Dr. Wallace, W., Dr. Moles, P. (2016). *Mergers and Acquisitions*. Edinburgh Business School. Herio – Watt University.

Reglero, J. (2018). *Mergers and Acquisitions – General Overview*. Universidad Pontificia Comillas. Madrid.

Shleifer, A. y Vishny, R. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Finance Economics*, 70, pp. 295-311.

Stulz, R.M. (1998). Managerial Control of Voting Rights. *Journal of Financial Economics*, 20. Pp. 25-54.

Travlos, Nickolaos, G. (1987). Corporate takeover bids, method of payment, and bidding firms’ stock returns. *Journal of Finance*, 42, pp. 943-963.

USA Government. Página Web (2014). Kraft Foods Group, Inc. Annual Report. Pág. 34. Obtenido el 10/02/19 de <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1545158/000154515815000018/krft10-k122714.htm#sD4A94FD74C443015D462774F5BB93977>

Yook, K.C., McCabe, G.M. y Shoemaker, P.A. (1992). *The Role of Taxes in Corporate Acquisitions: Effect of Tax on the Choice of Method of Payment*. Southern Business Review, 18. Pp. 54-70.

Zachary, G.P y Hall, M.(2017). “*Microsoft Corporation*”. Obtenido el 03/03/2019 de <https://www.britannica.com/topic/Microsoft-Corporation>.

Zozaya González, N. (2007). *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*. Dirección General de Política de la PYME. Ministerio de Industria, Turismo y Comercio de España. pp. 5-7.