



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

LAS FUSIONES & ADQUISICIONES Y SU CREACIÓN DE VALOR

¿Es posible garantizar la creación de valor mediante las fusiones y adquisiciones?

Autor: Juan Jiménez-Alfaro Lafita
Director: Esther Vaquero Lafuente

MADRID | Abril 2021

RESUMEN

En este trabajo se analiza la creación de valor en las fusiones y adquisiciones (F&A). Las F&A se han convertido en los últimos años en operaciones cada vez más comunes entre las empresas como recurso para generar valor a los *stakeholders*, y en concreto a los accionistas. Esta estrategia de crecimiento inorgánico puede aportar muchos beneficios a las empresas como la creación de sinergias de ingresos o de costes, el acceso a nuevos mercados y la complementariedad de productos o servicios. Sin embargo, en la práctica no siempre estos beneficios se terminan materializando en mayor valor para los accionistas debido a los riesgos asociados con estas operaciones. Los principales factores que influyen en la creación de valor son el uso de métodos de valoración adecuados, la estimación de sinergias realista y la alineación entre los equipos directivos de las partes integrantes. El estudio de la fusión de Essilor y Luxottica así como la adquisición de Nokia por Microsoft nos permite comprobar en la práctica la influencia de los principales factores y riesgos de las F&A.

PALABRAS CLAVE

F&A, creación de valor, accionistas, mercado, riesgos

ABSTRACT

This research paper analyzes value creation in mergers and acquisitions (M&A). In recent years, M&A has become increasingly common among companies as a resource to generate value for stakeholders, specifically for shareholders. This inorganic growth strategy can bring many benefits to companies, such as creating income or cost synergies, access to new markets, and the complementarity of products or services. However, in practice, these benefits do not always end up materializing in greater value for shareholders due to the risks associated with these operations. The main factors that influence value creation are the use of appropriate valuation methods, the estimation of realistic and achievable synergies, and the alignment between the companies' management teams. The study of the merger of Essilor and Luxottica and the acquisition of Nokia by Microsoft allows us to verify in practice the influence of the main factors and risks of M&A.

KEY WORDS

M&A, value creation, shareholders, operation, market, synergies, risks

ÍNDICE DE CONTENIDO

| | |
|---------------------------------------------------------------|-----------|
| RESUMEN | 2 |
| PALABRAS CLAVE | 2 |
| ABSTRACT | 3 |
| KEY WORDS | 3 |
| ÍNDICE DE CONTENIDO | 4 |
| ÍNDICE DE FIGURAS | 6 |
| ÍNDICE DE TABLAS | 7 |
| | |
| <u>CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN</u> | <u>8</u> |
| | |
| 1.1. CONTEXTO | 8 |
| 1.2. OBJETIVOS | 11 |
| 1.3. JUSTIFICACIÓN | 12 |
| 1.4. METODOLOGÍA | 12 |
| | |
| <u>CAPÍTULO 2. FUSIONES Y ADQUISICIONES</u> | <u>14</u> |
| | |
| 2.1 EL PROCESO DE LAS F&A | 14 |
| | |
| <u>CAPÍTULO 3: LA CREACIÓN DE VALOR.....</u> | <u>17</u> |
| | |
| 3.1. LAS SINERGIAS..... | 19 |
| 3.2. RAZONES A FAVOR Y EN CONTRA DE LAS F&A | 22 |
| 3.3. FACTORES PARA LA CREACIÓN DE VALOR | 23 |
| 3.4. LA DESTRUCCIÓN DE VALOR EN LAS F&A..... | 24 |
| 3.4.1. LA TOMA DE DECISIONES | 26 |
| 3.4.2. EL TIEMPO EN F&A..... | 27 |
| | |
| <u>CAPÍTULO 4: CASOS PRÁCTICOS DE CREACIÓN DE VALOR</u> | <u>28</u> |
| | |
| 4.1 CASO PRÁCTICO: LA INTEGRACIÓN DE ESSILOR LUXOTTICA..... | 28 |

| | |
|-----------------------------------------------------------------|-----------|
| 4.1.1. ESSILOR PRE-INTEGRACIÓN | 28 |
| 4.1.2. LUXOTTICA PRE-INTEGRACIÓN | 30 |
| 4.1.3 LA CREACIÓN DE VALOR DE ESSILOR-LUXOTTICA | 32 |
| 4.1.4. PROBLEMÁTICAS DE LA OPERACIÓN | 34 |
| 4.1.5. RESULTADO | 36 |
| 4.2. CASO PRÁCTICO: DESTRUCCIÓN DE VALOR MICROSOFT Y NOKIA..... | 38 |
| 4.2.1. NOKIA PRE-INTEGRACIÓN..... | 39 |
| 4.2.2. MICROSOFT PRE-INTEGRACIÓN | 39 |
| 4.2.3. RAZONES DE LA DECADENCIA DE NOKIA..... | 41 |
| 4.2.4. MICROSOFT Y NOKIA | 42 |
| 4.2.5. RESULTADO DE LA OPERACIÓN..... | 44 |
| <u>CAPÍTULO 5. CONCLUSIONES.....</u> | <u>46</u> |
| <u>BIBLIOGRAFÍA.....</u> | <u>49</u> |
| <u>ANEXO.....</u> | <u>57</u> |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | |
|---------------------------------------------------------------------|----|
| Figura I. Estrategias de Crecimiento Empresarial | 10 |
| Figura II. Volumen Global de F&A 2002-2018 (\$tn) | 11 |
| Figura III. Sinergias | 21 |
| Figura IV. Condición para crear valor mediante sinergias | 22 |
| Figura V. Valor creado por Sinergias..... | 22 |
| Figura VI: Estructura de Capital Essilor 2016 | 30 |
| Figura VII. Ejemplos de marcas de gafas de Luxottica | 31 |
| Figura VIII: EssilorLuxottica Cotización 2016-2019 | 35 |
| Figura IX: Valor de Mercado creado por la fusión (€ Millones) | 38 |

ÍNDICE DE TABLAS

| | |
|----------------------------------------------------|----|
| Tabla I. Resultados Essilor 2015-2017 | 29 |
| Tabla II. Resultados Luxottica 2015-2017 | 31 |
| Tabla III: DCF EssilorLuxottica (€ Millones) | 34 |
| Tabla IV. Essilor Luxottica Resultados 2019 | 38 |

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

Este trabajo de investigación se centra en el análisis de la creación de valor mediante las fusiones y adquisiciones (F&A), así como en los riesgos asociados a estas operaciones. Ha habido multitud de operaciones de F&A muy variadas, algunas de las cuales han generado valor a largo plazo a los distintos *stakeholders*, en particular a los accionistas, mientras que otras no.

El trabajo se divide en cinco capítulos. En primer lugar, se lleva a cabo una introducción en la que se describe el contexto del trabajo, la metodología usada para llevarlo a cabo, la justificación de la investigación y los objetivos establecidos. A continuación, se realiza un análisis teórico del proceso de las fusiones y adquisiciones. En tercer lugar, se acotan las motivaciones, factores y riesgos de la creación de valor en las F&A. Una vez analizada la teoría sobre la creación de valor de las fusiones y adquisiciones se analizan dos casos prácticos para así examinar la relación entre la teoría y la práctica. Por un lado, veremos la fusión entre Essilor y Luxottica en la que se creó un gigante de la óptica y hubo una clara generación de valor. Por otro lado, evaluaremos la adquisición de Nokia por Microsoft donde los resultados no fueron los esperados y hubo una destrucción de valor para los accionistas. Por último, en el capítulo cinco, concluyo explicando las dificultades a las que hacen frente las empresas a la hora de ejecutar una F&A que cree valor. Por último, se llega a la conclusión de que no se puede establecer una lista de factores específicos y objetivos que garanticen la creación de valor. Aún así, se demuestra que existen factores favorecedores para la creación de valor en las F&A.

1.1. Contexto

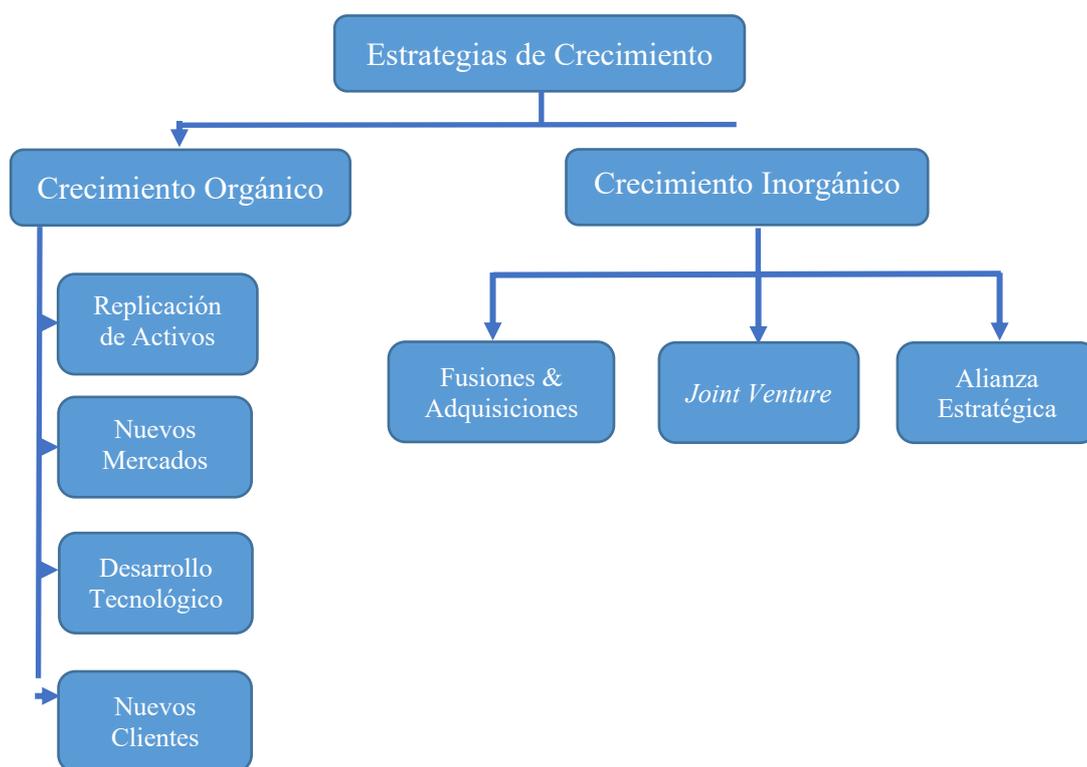
El entorno empresarial actual se caracteriza por su dinamismo y su evolución constante. Existen muchas variables que influyen en el mercado como son la competencia, la innovación sobre nuevos productos y servicios, el proceso productivo y los hábitos de consumo, los clientes y los cambios tecnológicos entre otras. El desarrollo es continuo y no solo es necesario adaptarse a los cambios si no que además hay que superar a los competidores e innovar para sobrevivir y crear valor.

Con el objetivo de hacer frente a estos retos empresariales existen dos estrategias de crecimiento para las empresas (Agnihotri, 2014):

- a) Crecimiento orgánico: Las empresas desarrollan y utilizan sus propios recursos para crear valor.
- b) Crecimiento inorgánico: Las empresas usan operaciones corporativas para crear valor.

La mayoría de las empresas globales utilizan ambas estrategias. Crecen orgánicamente pero también adquieren o se fusionan con otras dada la exigencia del mercado (Jacob, 2006). Igualmente, la presión que ejercen los *stakeholders*, en particular los accionistas, sobre las prácticas empresariales para la obtención de retornos elevados y crecimiento constante es muy alta (Toesland, 2017). Esto hace que, en muchas ocasiones, resulte fundamental usar una estrategia de crecimiento inorgánico para satisfacer a los mercados.

Figura I. Estrategias de Crecimiento Empresarial



Fuente: Adaptado de Chari, 2006.

Las F&A son por lo tanto una estrategia utilizada por muchas empresas para generar valor. Estas operaciones son utilizadas globalmente debido al crecimiento que suponen para las compañías (Ramakrishnan, 2010) y el número de F&A completadas ha incrementado significativamente durante las últimas décadas (Li et al., 2021). Las empresas utilizan esta estrategia para crecer, pero en determinadas situaciones también para sobrevivir en el mercado.

En una fusión, dos o más empresas deciden unir sus patrimonios y crear una nueva corporación. Por otro lado, una adquisición significa la compra total o parcial del patrimonio o capital social de una empresa por otra (Martínez Sanz Abogados, 2020). Gracias a este crecimiento inorgánico o externo una empresa es capaz de entrar en nuevos mercados, ampliar sus clientes, reducir la competencia, consolidar y crecer en tamaño rápidamente, utilizar nuevas tecnologías etc. (Chari, 2006). A la hora de ejecutar una operación corporativa, ya sea fusión o adquisición, el objetivo principal será crear valor para la empresa y en concreto para los accionistas. Los principales accionistas de

las empresas, es decir, aquellos cuya participación les permite influir en la operativa de la misma, buscarán siempre que estas operaciones creen valor para ellos.

En la actualidad las F&A forman un mercado de varios trillones de dólares (Li et al. 2021). A pesar del volumen de las operaciones de F&A, existe una tendencia la cual afirma que las operaciones corporativas de F&A destruyen más a menudo más valor del que crean (Alexandridis, 2017).

Figura II. Volumen Global de F&A 2002-2018 (\$tn)



Fuente: Elaboración propia a partir de J.P. Morgan "2019 Global M&A Outlook"

1.2. Objetivos

Este TFG persigue el siguiente objetivo:

- 1) Análisis de los distintos factores que favorecen la creación de valor y de los principales riesgos de las operaciones:
 - a) Definir qué se entiende por creación de valor en este ámbito y como se puede medir
 - b) Vinculación entre los factores y el riesgo

- c) Análisis de una fusión en la que se creó valor y otra en la que no, a fin de comprobar la influencia de los factores en estas operaciones

1.3. Justificación

En la actualidad, las empresas recurren a las F&A de forma cada vez más habitual dados los beneficios que estas operaciones ofrecen. A pesar de la variedad de motivaciones empresariales existentes, todas las empresas poseen un objetivo común a la hora de completar una fusión y adquisición: la máxima creación de valor (Mascareñas, 2011). Sin embargo, y aún siendo las F&A categorizadas como la estrategia más importante del crecimiento inorgánico, es muy común encontrar ejemplos de estas operaciones las cuales no han creado valor (Fernández, 2020). Durante muchos años ha sido más probable que estas operaciones corporativas resultarán en una pérdida de valor para las empresas que las llevaron a cabo (Fernández, 2020).

1.4. Metodología

Para lograr los objetivos mencionados previamente se ha llevado a cabo una metodología cuantitativa y cualitativa con un enfoque inductivo.

En los primeros capítulos, se ha llevado a cabo un análisis teórico de la literatura existente sobre las F&A y la creación de valor empresarial a través de estas operaciones. Para ello he usado la base de datos de ICADE Econlit, mediante la cual he podido obtener acceso a libros, artículos académicos y otro tipo de fuentes relacionadas con la investigación.

En el capítulo cuatro del TFG, mediante el análisis de dos operaciones se relaciona la teoría con dos casos reales. Una operación de creación de valor en la que se contempla la buena ejecución de la operación gracias a los factores explicados previamente y otra en la que los riesgos de las F&A provocan una destrucción de valor. Se han elegido dos ejemplos reales muy dispares el uno del otro para poder apreciar la efectividad de la teoría analizada previamente como la efectividad de las sinergias y la importancia de los riesgos. En este capítulo se ha buscado analizar estas dos operaciones reales con el fin de poder hallar conclusiones relacionando teoría y práctica. Las empresas analizadas cotizan en

bolsa por lo que se han utilizado sus cuentas anuales, sus páginas web y las opiniones de sus directores, empleados y expertos para analizar si las operaciones crearon valor.

CAPÍTULO 2. FUSIONES Y ADQUISICIONES

La globalización y la integración económica han provocado un aumento de la conectividad entre los distintos países y, consecuentemente, se ha experimentado un notable crecimiento en la competencia empresarial, tanto en su dimensión interna como externa (Coppelli, 2018). Esta apertura a nuevos competidores ha traído consigo una mayor exposición al riesgo empresarial y a la incertidumbre del mercado. Por consiguiente, las F&A se han convertido en una estrategia corporativa más que interesante en las finanzas globales y un fenómeno recurrente en todo tipo de empresas, pues por medio de las mismas aumentan su competitividad y dimensión (Zozaya, 2007).

2.1 El proceso de las F&A

Normalmente, las F&A se llevan a cabo cuando las empresas localizan oportunidades en el mercado que puedan generar valor para sus *stakeholders* (Caiazza y Volpe, 2015). El proceso es el siguiente (Caiazza y Volpe, 2015):

- 1) Identificación de oportunidades o motivaciones para F&A: Los motivos pueden ser muy variados destacando fortalecer el negocio, expandirse internacionalmente, diversificar los negocios de la empresa y el riesgo, adquirir una ventaja competitiva o reducir la presión de los acreedores.
- 2) Selección del *Target*: Elegir a la compañía con la que se va a llevar a cabo la operación. Esto es una de las decisiones más importantes para la creación de valor. El fracaso en esta fase, es decir escoger al *target* inadecuado, puede causar problemas financieros y tener un impacto negativo en los activos intangibles de la empresa (Craig, 2005). Los activos intangibles son por ejemplo la imagen de la empresa, la fidelización de los clientes y la motivación de los empleados (Craig, 2005). El equipo corporativo deberá llevar a cabo un análisis previo de los distintos *targets* para reducir los riesgos.
- 3) Determinar la estructura de capital y las negociaciones: Las empresas deben determinar cómo van a financiar la operación y planificar la negociación con el *target*. Las fuentes de financiación de una empresa son la deuda, el capital de los

accionistas, los recursos propios y por último instrumentos híbridos como podrían ser las acciones preferentes o la deuda convertible. La estructura de capital de la operación, es decir, la combinación de fondos propios y deuda para financiar la operación buscará minimizar el coste de capital de la empresa. Para determinar la estructura de capital óptima será clave analizar los retornos del nuevo grupo, así como las necesidades de liquidez en el corto y medio plazo. Por otro lado, la negociación es el proceso por el cual las empresas se ponen de acuerdo para completar la operación de tal manera que se genere valor para los accionistas de las dos partes, tanto para los de la empresa compradora como para los de la vendedora (Grava, 2016). Una buena negociación implica un plan claro durante y después de la F&A (Weber et al, 2013). Estos dos pasos son claves para realizar una buena oferta al *target*.

4) *Due Diligence*: Este paso es para conocer el aspecto más técnico de las empresas. Consiste en informes realizados generalmente por parte de terceros independientes sobre el *target*. Incluye entre otros:

- Auditoría de compatibilidad: medidas que indican el conjunto de ajustes estratégicos
- Auditoría financiera: nivel de liquidación de la corporación objetivo o *target* y su estabilidad actual del flujo de efectivo
- Auditoría macro-ambiental: mide la intensidad de la respuesta del mercado
- Auditoría legal
- Auditoría comercial
- Auditoría de producción (si se fabrican productos)
- Auditoría del sistema de información
- Auditoría de conciliación

A través de estas auditorías, la empresa adquiriente podría medir el valor agregado de la posible F&A (Gillman, 2001).

5) Protección de derechos de propiedad: Incluye las funciones del equipo directivo y los intereses de inversores minoritarias. En las fusiones, al completarse la

operación, es posible que surjan discrepancias en la toma de decisiones entre las partes integrantes. La integración de dos o más empresas provoca que distintos estilos de dirección trabajen juntos. Por lo tanto, es habitual que existan discordancias entre las empresas y si no es posible llegar a un acuerdo habrá un alto riesgo de fracaso (Ganitsky et al., 1991).

- 6) Resolución de conflictos: Los conflictos son prácticamente inevitables entre las partes involucradas en las fusiones y adquisiciones. Estos tienden a causar frustración, disgusto e insatisfacción (Fey, 2010). Por lo tanto, para conseguir el éxito a largo plazo es muy importante que la empresa recién formada tenga un mecanismo de seguimiento para minimizar cualquier desacuerdo (Fey, 2010). La planificación de la integración, que incluye el intercambio de información y la coordinación en las operaciones, es muy útil para facilitar la transición. También es fundamental definir con antelación unas directrices y un reparto de los roles. Sin esto, la complejidad de los procesos internos tendría consecuencias que podrían ser perjudiciales ya que podría conducir a la obstaculización en la toma de decisiones y por tanto limitar la creación de valor (Hebert, 1994).

CAPÍTULO 3: LA CREACIÓN DE VALOR

El objetivo fundamental de las empresas es la creación de valor para los accionistas (Milla, 2009; Rappaport, 1998; Segal et al, 2021). Esta opinión ha sido muy criticada por académicos como Pamela Queen (2015) ya que una empresa no está compuesta sólo de accionistas. Una empresa está formada por muchos más actores, los denominados *stakeholders*. Los *stakeholders* son todas las partes interesadas en una empresa ya sean personas, organizaciones u otras empresas, incluyendo entre otros los empleados, los proveedores, los acreedores y muchos más, entre ellos los propios accionistas. La realidad nos demuestra que existe una correlación positiva entre la creación de valor para los accionistas y para el resto de los *stakeholders* del grupo (Jensen, 2001). Sin embargo, ¿Cuándo se crea valor para un accionista? Una empresa crea valor para sus accionistas, cuando el crecimiento orgánico e inorgánico les genera riqueza. Pablo Fernández (2005) utiliza la siguiente fórmula para definir la creación de valor:

“Aumento del valor para los accionistas = Aumento de la capitalización de las acciones + Dividendos pagados en el año + Otros pagos a los accionistas - Desembolsos por ampliaciones de capital - Conversión de obligaciones convertible” (Fernández, 2005, p. 13.)

En el crecimiento inorgánico, en particular en las F&A, los accionistas esperan que gracias a la operación se produzca un aumento de valor de la empresa y por lo tanto les genere riqueza. Para ello es necesario que la F&A sea rentable para la empresa. La rentabilidad absoluta se calculará mediante la diferencia entre la inversión realizada y el retorno obtenido, la cual ha de ser positiva. Pero no basta con que la operación sea rentable, ya que una empresa creará valor para sus accionistas siempre y cuando la rentabilidad obtenida por ejecutar la operación sea superior a la mínima exigida por sus accionistas (Fernández, 2005). En cualquier caso, esta rentabilidad para los accionistas ha de ser estimada por la dirección para poder así decidir si ejecutar la operación. Por esta razón es necesario valorar la posible creación de valor, para evaluar si se adapta a la política de la empresa (Ray, 2010).

Con el fin de analizar la rentabilidad y la posible creación de valor, las empresas a la hora de comprar o fusionarse con otras, deben realizar un análisis minucioso previo a la integración. La literatura sobre finanzas, estrategia y gestión muestra que las compañías utilizan distintas combinaciones de métodos cuantitativos y cualitativos para analizar la creación de valor que la operación puede aportar (Mellen y Evans, 2010). Entre los distintos métodos destaca el de Descuento de Flujos de Caja (DCF).

El DCF es uno de los métodos más utilizados en finanzas corporativas y permite obtener el valor económico añadido actual de una F&A (Schweiger, y Very, 2003). El valor económico añadido, que está directamente relacionado con la creación de valor, se obtiene mediante la diferencia entre la inversión inicial y el descuento a valor presente de los flujos de caja futuros de una empresa (Schweiger, y Very, 2003). El valor creado para el accionista se basará en el aumento del flujo de efectivo esperado por los accionistas gracias a la operación (Rigail y Jurado, 2016). En este caso, el flujo de caja disponible para el accionista es el efectivo restante después del pago del servicio de la deuda. Eso se denomina el flujo de caja apalancado (Rigail y Jurado, 2016).

Los flujos de caja de las empresas se descontarán de acuerdo con su coste medio ponderado de capital (Rigail y Jurado, 2016). El coste medio ponderado de capital de una empresa se calcula, generalmente, utilizando la fórmula del wacc que considera tanto el coste de la deuda como el del capital social. Cada categoría del capital de la empresa se pondera proporcionalmente para llegar a una tasa combinada y la fórmula considera cada tipo de deuda y capital en el balance general de la empresa, incluidas las acciones ordinarias y preferentes, los bonos y otras formas de deuda. En los casos en los que las empresas utilicen solo capital social para financiar la operación, el coste de capital se determinará directamente utilizando la rentabilidad exigida por los accionistas. Por otro lado, si la F&A está financiada únicamente con deuda, el coste estará determinado por el coste de la deuda el cual está directamente relacionado a las tasas de interés.

Gracias a este análisis será posible proyectar la Tasa Interna de Retorno (TIR) de la operación. En F&A, una empresa crea valor para sus accionistas cuando la TIR de sus flujos de caja (FC) proyectados es superior a la tasa del coste medio ponderado del capital (Milla, 2009). La TIR indicará si la operación crea valor y en que medida. Es importante destacar que el DCF se basa en proyecciones de los futuros flujos de caja. Por ello, al ser

estimaciones, las hipótesis utilizadas para el cálculo utilizado serán claves para poder crear valor.

3.1. Las sinergias

Desde un punto de vista económico, las sinergias se crean cuando el valor económico que generan las empresas una vez integradas es superior al valor que generaban por separado (Rivas y Londoño, 2017). El valor añadido a raíz de las sinergias es el principal motivo por el que dos o más compañías justifican su integración (Harrison et al. 1991). Por lo tanto, al anunciar la operación, ya sea fusión o adquisición, la creación de valor está directamente condicionada a las sinergias que se creen.

La creación de valor por el efecto de las sinergias en las F&A se divide en dos etapas (Rivas y Londoño, 2017):

- I. Al anunciarse la fusión o adquisición: El mercado valora el valor creado por las sinergias.
- II. Se integran los dos modelos de negocio: Se evalúa el desarrollo de la actividad tras haberse completado la integración entre las empresas, lo que se conoce como la materialización de las sinergias.

La segunda fase tiene más peso que la primera ya que se comprueba el efecto real de la integración mientras que la primera es más bien una estimación en base a hipótesis preliminares. Esto no quiere decir que la valoración del mercado al anunciarse la fusión no sea importante ya que los accionistas de las empresas verán como su valor aumenta o disminuye inmediatamente. No obstante, el mercado no es capaz de predecir con seguridad si la operación creará o no valor en el largo plazo.

Principales tipos de sinergias (Damodaran, 2005):

- Sinergias operativas: son aquellas que se crean por la combinación de las actividades económicas de las empresas. Este tipo sinergias afectan al resultado

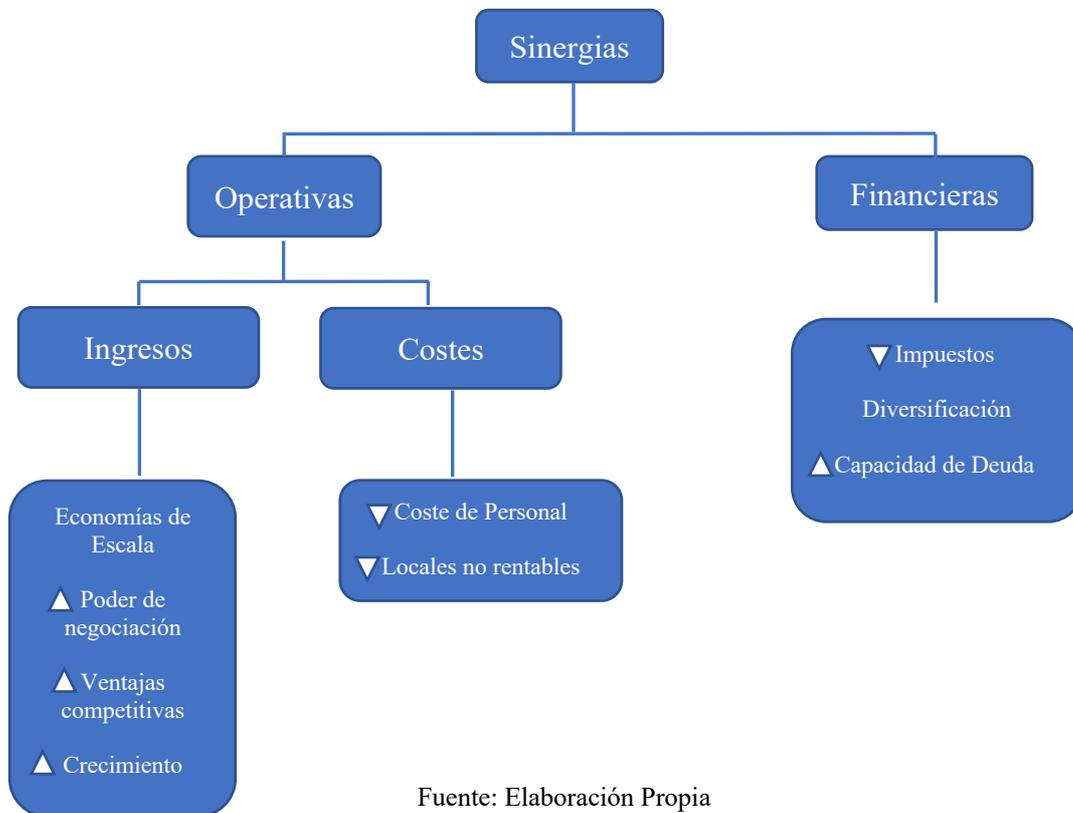
de explotación de la *newco*¹. Las sinergias operativas pueden ser de ingresos y/o de costes. Las sinergias operativas de ingresos se clasifican generalmente en las siguientes: 1) las economías de escala; 2) mayor poder a la hora de establecer los precios y márgenes superiores debido al aumento de la cuota de mercado y de la reducción de competencia; 3) combinación de distintas ventajas competitivas como línea de productos, habilidades en diferentes áreas como marketing, ventas ... 4); Mayor tasa de crecimiento en nuevos mercados. Por otro lado, las sinergias de costes tendrán lugar por la reducción de costes que supone la operación. Las sinergias de costes más importantes son las que implican: 1) reducción del coste de aprovisionamiento o de distribución en las F&A verticales; 2) reducción de costes los costes de control y de coordinación también en las integraciones verticales; 3) reducción de costes fijos y de producción por las economías de escala.

- Las sinergias financieras: Lewellen (1971, p. 522.) definió las sinergias financieras como “el aumento del valor de las empresas fusionadas creado por ventajas estrictamente financieras vinculadas a las fusiones y absorciones, que no pueden ser alcanzadas por los inversores particulares mediante la gestión privada de su cartera de títulos”. Las sinergias financieras afectan positivamente a la capacidad financiera de las empresas. Uno de los principales beneficios de las sinergias financieras es la reducción del coste ponderado de capital de las empresas. Esto se produce gracias a la mejora en el riesgo económico-financiero que provoca la integración de dos o más empresa. Si mediante una F&A se reduce el riesgo, la tasa de interés de la deuda bajará y por lo tanto se podrá aumentar la cantidad de deuda y reducir el capital que aportan los accionistas. La reducción del coste de financiación de una empresa permite obtener rentabilidades más altas en sus inversiones. Además, también aumenta su poder adquisitivo ya que pueden hacer ofertas de adquisición más altas y seguir cumpliendo con la rentabilidad exigida por sus accionistas. Este beneficio será especialmente importante cuando compitan con otras en una F&A. La magnitud de las sinergias financieras depende de la tasa impositiva que existe en el país donde se realice la operación, de los costes de insolvencia, del tamaño de la operación y del riesgo al que estén sujetas las empresas (Leland, 2007). La existencia de impuestos y de la deuda, sujeta a

¹ Newco: Término derivado del inglés utilizado para designar a la nueva entidad una vez integradas las empresas

intereses, hacen que las sinergias financieras sean clave para la creación de valor (Leland, 2007). Sin embargo, al no ser constantes ni la tasa impositiva ni los intereses de la deuda, la proyección de las sinergias financieras cuya proyección resulta bastante compleja. La estructura de capital y el nivel de riesgo determinarán el coste medio ponderado de capital de cada empresa. Los ejemplos más comunes de sinergias financieras son las que tienen efectos positivos en los impuestos que paga una compañía, el incremento de la capacidad de deuda, la diversificación y reducción del coste de capital.

Figura III. Sinergias



Las sinergias crearán valor siempre y cuando el valor de la compañía combinada resultante sea superior a la suma de las empresas que se integran. En consecuencia, el valor creado por la creación de de sinergia será igual al valor de la *newco* menos la suma de valor de las compañías previo a la integración.

Figura IV. Condición para crear valor mediante sinergias

$$\text{Valor de la compañía combinada resultante} > \left(\text{Valor de Compañía "A"} + \text{Valor de Compañía "B"} \right)$$

Fuente: Elaboración propia

Figura V. Valor creado por Sinergias

$$\text{Valor Creado por la Sinergias} = \text{Valor de la compañía combinada resultante} - \left(\text{Valor de Compañía "A"} + \text{Valor de Compañía "B"} \right)$$

Fuente: Elaboración Propia

En las F&A se lleva a cabo una planificación estratégica con el objetivo de que el valor conjunto de la empresa resultante sea superior al valor de las empresas previo a la integración. Por lo tanto, al aplicar el modelo de DCF, se apreciarán las sinergias proyectadas cuando al descontar las proyecciones de los flujos de caja cuando estas superen el precio de la compra aún pagando una prima por la compra de otra empresa. Al hacer las proyecciones se tienen en cuenta las posibles sinergias para que el análisis sea lo más preciso posible.

3.2. Razones a favor y en contra de las F&A

Los motivos principales para llevar a cabo estas operaciones son entre otros (Weston et al, 2014):

- Sinergias
- Aumentar la capacidad utilitaria
- Mejorar la posición competitiva en el mercado
- Romper barreras de entrada
- Conseguir un mercado más amplio

- Adquisición de nueva tecnología

No obstante, también existen factores que dificultan la creación de valor en las F&A. Los principales son (Weston et al, 2014):

- El uso de un exceso de flujos de caja de la empresa para financiar la operación
- Ambición del consejo de administración en los casos en los que el equipo de dirección quiere aumentar su valor con la operación, pero no el de los accionistas.

3.3. Factores para la creación de valor

La globalización ha aumentado la competencia entre las empresas llegando a unos niveles extremos (Zozaya, 2007). Por ello las F&A han aumentado, siendo muy importantes e incluso prioritarias, ya que es una estrategia para adquirir ventajas competitivas en un periodo corto de tiempo (Zozaya, 2007). Los casos de éxitos de estas operaciones, en los cuales se ha generado valor, han captado mucha la atención de académicos (Wang y Zajac, 2007). Estos casos son comúnmente encontrados en adquisiciones de empresas en las cuales el *target* tiene un ratio de precio entre valor contable bajo (Rhodes et al., 2005). Los factores principales para el éxito de la operación son: a) experiencia previa por parte de la empresa que adquiere o que se fusiona; b) la relación entre las empresas que llevan a cabo la operación; c) el tiempo para completar la operación; d) el uso adecuado de métodos de valoración

En primer lugar, la experiencia de la empresa está totalmente ligada a la figura de los directivos. Aquellas entidades que cuenten con un equipo de dirección con una amplia experiencia en el ámbito de las F&A tendrán una mayor capacidad de evaluación y comprensión de las complejidades y riesgos vinculados a este tipo de operaciones. Estos directivos serán más ágiles en la toma de decisiones y en gestionar la reestructuración organizativa y la integración. En añadidura, la experiencia también aporta capacidades de ejecución, las cuáles son esenciales durante el proceso de F&A (Meschi y Metais, 2006). Además, los directivos acostumbrados a ejecutar este tipo de operaciones pueden ayudar a las empresas a elegir al *target* adecuado, establecer prioridades durante la operación y trabajar eficazmente. Las empresas cuentan con recursos limitados y su buen uso para la elaboración de la estrategia y la ejecución del plan es clave durante la operación.

En segundo lugar, la tasa de éxito será mayor cuanto más cercano sean los negocios entre las compañías. Las F&A conglomeradas son las que tienen mayor probabilidad de destruir valor en comparación con las horizontales y las verticales (Rozen, 2018) ya que el principal motivo por el que son llevadas a cabo es la diversificación lo que hace más difícil el desarrollo de sinergias.

En tercer lugar, el factor tiempo ha recibido poca atención en la literatura, aunque es importante ya que cuanto más se alargue la operación más probabilidades existen de fracaso. La duración de la operación es el tiempo desde que se anuncia hasta que se completa.

Por último, el uso adecuado de métodos de valoración es fundamental para poder saber con exactitud cuanto estamos dispuestos a pagar por una empresa teniendo en cuenta sinergias y oportunidades que surjan a raíz de la compra. La inversión inicial para ejecutar la operación y la valoración actualizada de los flujos de caja futuros determinarán el valor económico añadido de la operación y consecuentemente la creación de valor (Schweiger, y Very, 2003).

3.4. La destrucción de valor en las F&A

La destrucción de valor en las F&A está generalmente relacionada con la infravaloración de las empresas a los riesgos existentes en todas estas operaciones corporativas. La mayoría de la literatura referente a la no creación de valor en F&A no se centra en los riesgos de las operaciones, sino en la actuación de los directivos y accionistas, en los aspectos financieros y en la estrategia. Los estudios más habituales hacen referencia al impacto de las F&A en los *stakeholders*, a la experiencia de la dirección, a los aspectos financieros de una operación como el beneficio y el crecimiento y a aspectos no financieros como la capacidad de dirección, el nivel tecnológico y la cultura.

Existe un alto nivel de fracaso en las F&A debido a todos los riesgos que implica su ejecución (Weber et al, 2012). A pesar de la importancia y prevalencia de las F&A, no todas estas operaciones alcanzan sus objetivos estratégicos y/o financieros. Los estudios empíricos en la literatura del siglo XX revelan que las operaciones de F&A suelen

beneficiar a los accionistas de la empresa adquirida pero no a los de la empresa adquiriente (Datta et al., 1992; Ravenscraft y Scherer, 1989). Por ejemplo, Datta et al. (1992) concluyeron que el *target* generaba un 20% de rentabilidad gracias a la operación mientras que la empresa adquiriente no ganaba nada o generaba pérdidas.

A principios del siglo XX tres de cada cuatro operaciones fallaban. Los resultados financieros de las integraciones no alcanzaban los valores estimados y suponían una destrucción de valor para las empresas (Marks et al., 2001). Durante los años previos a la crisis de 2008, el porcentaje de fracaso aumentó. Nueve de cada diez operaciones no alcanzaban sus objetivos, siendo la destrucción de valor más usual que la creación (Nic, 2007). Más recientemente, tras la crisis de la eurozona, el 50% de las operaciones resultaban ser exitosas.

Es muy importante analizar los riesgos para reducir la probabilidad de fracaso. Al unirse dos compañías se producirán cambios corporativos y estos pueden causar incertidumbre en la dirección y en la estructura organizativa. Además, también pueden surgir diferencias culturales, sobre todo en operaciones transnacionales. La forma de razonar y el estilo de trabajar pueden ser muy distintos, así como la aversión al riesgo o la manera de tomar decisiones. Esto puede provocar conflictos que se traducen en una falta de eficiencia tras completarse la operación. No obstante, es muy habitual ver a empresas que pasan por alto los riesgos asociados a la operación. Existen diversos factores que propician la destrucción de valor o que imposibilitan el cumplimiento de las expectativas en las F&A (Gomes, 2013). Destacan entre ellos una falta de atención durante el pre-análisis de la operación, la sobreestimación del efecto de las sinergias y el uso de métodos inadecuados e irracionales durante la integración (Gomes, 2013).

Las compañías tienen que realizar un análisis previo y tener un plan elaborado para llevar a cabo la operación. Esto les permitirá saber en qué medida la operación creará valor y les prevendrá de operaciones arriesgadas y costosas. Llevar a cabo correctamente el análisis correspondiente de forma previa a la operación permitirá conocer los riesgos asociados a la misma, pudiendo tomar decisiones para intentar mitigarlos y, por ende, una mayor probabilidad de éxito de la F&A.

Las causas más comunes del fracaso, es decir aquellos que hayan supuesto una destrucción de valor, en las F&A son: a) discordancia en el tamaño de la empresa que adquiere a la otra; b) escaso ajuste estratégico; c) ajuste organizacional deficiente; d) pago excesivo; e) falta de experiencia en F&A; f) ajuste cultural deficiente; g) evaluación incorrecta del *target*; h) diligencia incompleta o inadecuada; i) deficiente integración; j) atención inadecuada a los problemas; k) falta de comunicación (Park et al., 2009).

3.4.1. La toma de decisiones

La toma de decisiones viene siempre acompañada de riesgos debidos principalmente a la incertidumbre presente en todas las F&A. En muchos casos la información sobre el *target* y el mercado es muy limitada e impredecible por lo que resulta complicado tomar las decisiones en el momento adecuado. Este riesgo, provocado principalmente por la incertidumbre, existe desde el principio de la operación y no solo al integrar las empresas.

La literatura existente se ha centrado mucho en la toma de decisiones a la hora de integrar las empresas una vez completada la operación (Amy et al, 1996). No obstante, las decisiones tomadas en el análisis previo a la materialización de la operación tendrán una repercusión e importancia considerable en la posterior creación de valor.

El análisis previo a la operación se realiza cuando las compañías escogen el *target* adecuado para después analizar si vale la pena llevar a cabo la inversión. Además, en esta fase, se analiza si los recursos necesarios como el capital y documentos estarán disponibles en los momentos críticos de la operación. Es esencial para las compañías medir y analizar todo con precisión, especialmente las fortalezas y debilidades del *target*, para conocer y entender bien a la compañía y después poder llevar a cabo el *due diligence* de forma eficiente. Una evaluación pobre suele estar asociada a una falta de experiencia en este tipo de operaciones y probablemente cause una sobrevaloración de los resultados o infraestimación de las inversiones que requiere la operación.

Por lo tanto, la toma de decisiones es fundamental en varios de los pasos del proceso de F&A. Cuanto mejores sean esas decisiones mejor se desarrollará la operación y mejor será el resultado tras la integración (Jemison y Sitking, 1986). La toma de decisiones afecta directamente al grado de éxito. Por ejemplo, las aptitudes del consejo de

administración y de accionistas de una empresa en cuanto al riesgo influyen mucho en la toma de decisiones y en la creación de valor.

3.4.2. El tiempo en F&A

Cumplir con el tiempo programado es esencial y uno de los requisitos para crear valor en las F&A. Las compañías buscan obtener más información relevante sobre el *target* para poder realizar una valoración más segura. Esta búsqueda de seguridad puede provocar retrasos en la operación y la posible pérdida de oportunidades que hubieran provocado una mayor creación de valor durante momentos críticos de la operación. El tiempo, debido a su importancia, debe ser concretado durante el pre-análisis en la toma de decisiones.

De acuerdo con el modelo empírico y analítico de Sam y Sabyasachi (2010), completar las operaciones de F&A en un periodo corto puede proporcionar una mayor probabilidad de la materialización de las sinergias, reducir los costes como el precio de la adquisición, y que la empresa compradora o que se fusiona adquiera mayor control y maneje mejor el proceso de integración. Igualmente, si el proceso de evaluación tarda más de lo normal es muy probable que la operación no se complete en el momento más adecuado (Sam y Sabyasachi, 2010).

CAPÍTULO 4: CASOS PRÁCTICOS DE CREACIÓN DE VALOR

En esta parte del TFG se analizan dos operaciones de F&A. En primer lugar, la fusión entre Essilor y Luxottica en la que se creó valor. En segundo lugar, la adquisición de Nokia por Microsoft en la que se destruyó valor. En este capítulo se relaciona la teoría analizada en el capítulo dos y tres con dos casos reales.

4.1. Caso Práctico: La integración de Essilor Luxottica

La fusión entre Essilor y Luxottica tuvo lugar en noviembre de 2018 tras casi dos años de negociaciones (Mergermarket, 2018). Se ha elegido analizar esta fusión ya que, además de ser un claro ejemplo de creación de valor, muestra la importancia de las sinergias y de la resolución de conflictos en las F&A.

4.1.1. Essilor pre-integración

Essilor International S.A. es una empresa multinacional francesa fundada en 1972 aunque con orígenes en el siglo XIX, cuando la empresa Essel se dedicaba a la producción y desarrollo de lentes (Essilor, 2021). Essel era líder en lentes oftálmicas y durante la primera guerra mundial producía casi ocho millones de lentes al año. En 1972, Essel se fusionó con Silor, creando el grupo Essilor (Essilor, 2021).

Essilor es un líder mundial en la venta de productos de óptica oftalmológica. La empresa es la mayor fabricante mundial de lentes oftálmicas y actualmente opera en más de 70 países. La actividad del grupo se centra en la investigación y el desarrollo. Essilor creó la lente Varilux para corregir la presbicia, así como la tecnología *Transition* (los lentes *Transition* se adaptan la luz del ambiente y consiguen así cuidar la vista de las personas) (Essilor, 2021). Essilor obtuvo €7.5 mil millones de ingresos en 2017, de los cuales el 87% fueron gracias a las ventas de lentes oftálmicas (Essilor, 2018).

Tabla I. Resultados Essilor 2015-2017

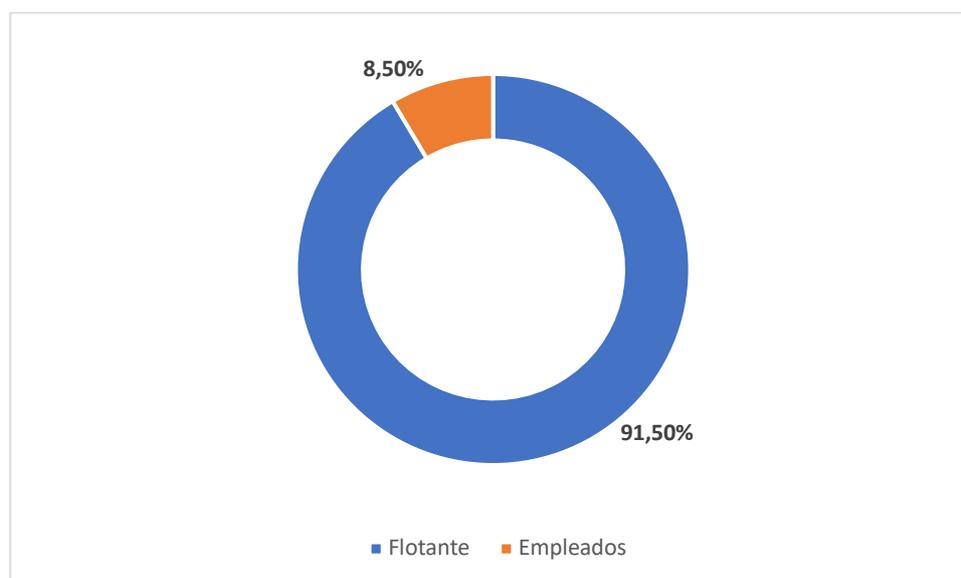
| Resultados Essilor 2015-2017 (€ millones) | | | |
|---------------------------------------------|---------|------|------|
| | 2015 | 2016 | 2017 |
| Ventas | 6716 | 7115 | 7490 |
| Resultado Operativo antes de depreciaciones | 4009 | 4183 | 4346 |
| Resultado Operativo | 1263 | 1345 | 1301 |
| Beneficio | 757 | 813 | 833 |
| | | | |
| Valor de Mercado 31/01/2017 | 24758,3 | | |

Fuente: Essilor Resultados 2015-2017

En el corazón de la estrategia de Essilor se encuentra la innovación. Esta abarca todos los aspectos de la empresa, desde los productos y servicios, hasta el modelo comercial e incluso la gobernanza. La innovación como principio rector diferencia significativamente la forma en la que Essilor opera con respecto a sus competidores, y la manera en la que establece sus objetivos. Entre 2010 y 2018, la empresa fue clasificada por Forbes entre las 100 empresas más innovadoras del mundo (Essilor, 2018). Todo esto es posible gracias a sus inversiones en investigación y desarrollo (I+D) que alcanzan los 200 millones de euros al año (Essilor, 2018). En este sentido, cabe destacar que solo en 2017 solicitó 143 nuevas patentes (Essilor, 2018).

Essilor era innovadora también en su modelo de gobierno, que está representado por la diversidad, el equilibrio y la apertura, reflejando la fuerte cultura corporativa. Los empleados de Essilor formaban el grupo más grande de accionistas, poseían más del ocho por ciento de su capital social siendo uno de cada cuatro trabajadores accionista. Su consejo de administración tenía el compromiso de compartir el valor generado en su negocio, prestando mucha atención a los grupos de interés, en concreto de los empleados, en las principales decisiones. Esta implicación de los empleados era uno de los pilares fundamentales de Essilor, la cual es clave para su sostenibilidad. Igualmente, permite un estilo original de gobernanza original en comparación con la mayoría de empresas y promueve el diálogo a la hora de decidir sobre aspectos importantes de la compañía.

Figura VI. Estructura de Capital Essilor 2016



Fuente: Essilor Cuenta de Resultados 2016

4.1.2. Luxottica pre-integración

Luxottica es líder en el diseño, producción y distribución de gafas de moda, lujo y deportivas. Ofrece productos de alta calidad con un estilo refinado y con la misión de brindar protección ocular y embellecer el aspecto de personas en todo el mundo, creando las mejores gafas posibles. Creada en 1961 por Leonardo Del Vecchio, a lo largo de los años, Luxottica ha obtenido una gama de marcas que incluye algunos de los nombres de gafas más buscados, con una cartera muy equilibrada entre marcas propias y con licencias. Por ejemplo, Luxottica es dueña de marcas de gafas como Ray-Ban, Oakley y tiene licencias para producir las gafas de marcas como Chanel, Prada y Miu Miu.

La compañía trabaja en mantener y fortalecer su posición en los mercados en los que opera, así como en evaluar oportunidades de penetración en mercados emergentes. Luxottica es un claro ejemplo de empresa que ha creado valor gracias a su estrategia de crecimiento inorgánico. Ejemplos de esta estrategia fueron la adquisición en 1999 de Ray-Ban y en 2007 la de Oakley. A través de adquisiciones y licencias con marcas consiguió desde muy pronto convertirse en un referente en la distribución de gafas y monturas. En 2017, el grupo obtuvo ingresos por valor de €9.1 bn de los cuáles más de un 50% provinieron de sus ventas en Estados Unidos.

Tabla II. Resultados Luxottica 2015-2017

| Resultados Luxottica 2015-2017 (€ millones) | | | |
|---------------------------------------------|------|----------|------|
| | 2015 | 2016 | 2017 |
| Ventas | 8837 | 9086 | 9157 |
| Resultado Operativo antes de depreciaciones | 6001 | 5932 | 5875 |
| Resultado Operativo | 1376 | 1345 | 1301 |
| Beneficio | 804 | 848 | 1038 |
| Valor de Mercado 31/12/2017 | | | |
| | | 24868,92 | |

Fuente: Luxottica Resultados 2015-2017

Como podemos observar ambas en las tablas 1 y 2, las empresas eran muy parejas antes de su integración al ser sus valores de mercado casi iguales.

Figura VII. Ejemplos de marcas de gafas de Luxottica



Fuente: Elaboración Propia a partir de Luxottica (2021)

4.1.3. La creación de valor de Essilor-Luxottica

La fusión a iguales² entre ambas compañías (consultar anexo 1) creó un gigante de la óptica, una empresa valorada en más de 50 mil millones de euros. Hubert Sagnières, el director general de Essilor en 2017, declaró en una entrevista: “¿Cómo podemos desarrollar gafas conectadas si no ponemos a nuestros equipos a trabajar juntos?” (Stothard y Sanderson, 2017). “Tenemos la marca, lo que nos falta es la calidad de los lentes” dijo Leonardo del Vecchio, fundador y presidente de Luxottica, a sus inversores (Stothard y Sanderson, 2017). De acuerdo con Gordon Illet, miembro de la asociación de optometristas de Reino Unido, esta fusión permitió al grupo controlar todos los pasos del proceso de producción, desde la producción hasta la distribución al usuario final (Pollock, 2017).

El análisis realizado por las dos compañías previo a la integración incluía, entre otros, los siguientes puntos para la creación de valor:

- a) Sinergias: La integración de las dos empresas crearía sinergias ya que muchas actividades de las empresas mejorarían y por lo tanto incrementaría la eficiencia en la cadena de trabajo. Los servicios de EssilorLuxottica mejorarían mucho porque los clientes y consumidores los recibirían de forma mucho más rápida. Las sinergias operativas proyectadas en 2017 fueron de entre 400 y 600 millones (Tillson y Gauvillé, 2017). En primer lugar, entre 200 millones y 300 millones de euros en sinergias derivadas de la aceleración del crecimiento del mercado, incluidas las ventas en línea y el crecimiento de mercados emergente (BSIC, 2017). Entre 150 y 200 millones de euros por sinergias de optimización en la cadena de suministro y por último de 70 a 100 millones de euros por reducción de costes administrativos y de compras (BSIC, 2017).
- b) Potencial de crecimiento: La fusión creó una empresa con ventas mayores de €15 mil millones, más de 140 000 empleados y presencia en más de 150 países (BSIC, 2017). Esta nueva empresa con muchas fortalezas y capacidades financieras

² Fusión a iguales: Integración en una sola entidad comercial entre dos o mas empresas aproximadamente del mismo tamaño.

mejoradas estaría idealmente posicionada para disfrutar de oportunidades futuras. Ambas empresas tenían presencia global, lo que permite aprovechar las oportunidades de crecimiento y acelerar el desarrollo globalmente, en particular en los países con claras oportunidades para ampliar su cuota de mercado. Estos países son en los que la compañía tiene una presencia inferior a su media global. Pero también permitiría mejorar su presencia en mercados donde las empresas ya poseían una cuota significativa como en Estados Unidos y en Europa. Además, la demanda del mercado de gafas y lentes ha aumentado a lo largo de los años debido a la creciente necesidad de gafas correctivas y protectoras³ (Stothard et Sanderson, 2017). En 2017 se consideraba que el 63% de la población tenía problemas de visión (miopía, hipermetropía, astigmatismo y presbicia), pero menos del 50% de estos usaban gafas, lentillas o se habían sometido a una operación quirúrgica (Stothard et Sanderson, 2017). También hay que tener en cuenta que la mayoría de la población necesita una intervención en la vista, especialmente en Asia, África y América Latina (Stothard et Sanderson, 2017). Con la fusión, el grupo estaría en mejores condiciones de abordar todas estas oportunidades de crecimiento. Igualmente, el grupo se beneficiaría de un balance sólido y una fuerte generación de flujo de caja, lo que le daría la flexibilidad financiera para invertir en oportunidades de crecimiento externo, como son las F&A, y en el crecimiento interno gracias al aumento de inversión en innovación y tecnología (BSIC, 2017). Estas razones muestran que el margen de crecimiento gracias a la integración ha sido muy importante para la creación de valor.

- c) Empresas Complementarias: Essilor y Luxottica son empresas que están en el mismo mercado, pero no se dedicaban a lo mismo, por lo que esta integración fue vertical. Luxottica y Essilor integradas aportarían experiencia complementaria en lentes oftálmicos, monturas y gafas de sol. Mediante la integración serían capaces de desarrollar nuevas ofertas de productos y servicios para los consumidores (Tillson y Gauvillé). Finalmente, se diseñan y fabrican dos productos que son naturalmente complementarios y serán distribuidos desde la misma empresa.

³ Gafas protectoras: Gafas con lentes oscurecidos para proteger los ojos de la luz

Ambas empresas son muy activas en la investigación y el desarrollo, con una fuerte obsesión por la innovación.

Tabla III: DCF EssilorLuxottica (€ millones)

| DCF EssilorLuxottica (€ millones) | | | | | | | | | |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | TV |
| Ventas | 17097 | 18054 | 19300 | 20883 | 22240 | 23486 | 24425 | 26086 | |
| % crecimiento | 5,8% | 5,6% | 6,9% | 8,2% | 6,5% | 5,6% | 4,0% | 6,8% | |
| EBITDA | 3796 | 4189 | 4497 | 5033 | 5560 | 5895 | 6131 | 6287 | |
| Margen EBITDA | 22% | 23% | 23% | 24% | 25% | 25% | 25% | 24% | |
| D&A | -1076 | -1134 | -1239 | -1246 | -1243 | -1301 | -1407 | -1729 | |
| EBIT | 2720 | 3055 | 3258 | 3787 | 4317 | 4594 | 4724 | 4558 | |
| Impuestos | -680 | -764 | -817 | -947 | -1079 | -1148 | -1181 | -1139 | |
| Tasa Impositiva | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | |
| ▲WK | -52 | -136 | -143 | -59 | -148 | -147 | -153 | -180 | |
| CAPEX | -1179 | -1276 | -1219 | -1263 | -1324 | -1379 | -1444 | -1729 | |
| Flujo de Caja Libre | 1885 | 2013 | 2318 | 2764 | 3009 | 3220 | 3353 | 3238 | 3238 |
| WACC | 7,30% | | | | | | | | |
| Crecimiento Terminal | 1,50% | | | | | | | | |
| Periodo | 0,5 | 1,5 | 2,5 | 3,5 | 4,5 | 5,5 | 6,5 | 7,5 | |
| Flujo de Caja Libre Actualizado | 1819 | 1811 | 1944 | 2160 | 2191 | 2186 | 2121 | 1909 | 33781 |
| Valor de la empresa por DCF | 49922 | | | | | | | | |

Fuente: Adaptado de Pommier y Guan (2021)

4.1.4. Problemáticas de la operación

Como he mencionado en la primera parte del TFG, existen muchas ventajas en las F&A, pero también riesgos. En este caso, apreciamos claramente en su valor de mercado en la Figura VIII que, sin existir ninguna crisis o problema con respecto a su actividad, hubo problemas en la post integración de las empresas.

Figura VIII: EssilorLuxottica Cotización 2016-2019



Fuente: Google Finance

Tras integrarse en 2018, vemos señalado en la Figura 5 como la acción estuvo en niveles muy bajos durante 2019, llegando a estar por debajo de los 100 euros por acción. En concreto EssilorLuxottica perdió alrededor de un 12% de su valor de mercado en los primeros cuatros meses de 2019 mientras que su índice de referencia, el CAC 40, aumentó alrededor de un 17% su valor de mercado en las mismas fechas (Google Finance). Además, la beta de EssilorLuxottica es muy cercana a 1 por lo que esta disminución de su valor de mercado estuvo totalmente ligada a problemas con la integración.

Esta cotización significaba que la capitalización bursátil de EssilorLuxottica era menor a 44 mil millones de euros (Google Finance). Aquí observamos como en este punto, la fusión no estaba creando valor ya que las empresas integradas tenían un valor de mercado inferior a su suma cuando eran independientes, no había un valor agregado resultante de la operación. Esto fue debido a los conflictos que causó la integración entre el director general de Essilor y el de Luxottica.

La fusión era a iguales, se unían los activos y pasivos de las dos empresas para crear valor y por lo tanto el poder estaría distribuido a iguales entre las dos empresas. El señor Del Vecchio en una entrevista con el periódico francés Le Figaro en marzo de 2019 afirmaba que Hubert Sagnières solo aceptaba lo que él proponía y que, durante la primera

reunión tras la integración, el 29 de noviembre de 2018, actuó como si Essilor hubiese comprado Luxottica (Lentschener y Segond, 2019). Por el otro lado, desde Essilor se acusaba a Del Vecchio de intentar poner como director general a un miembro de Luxottica, Francesco Milleri, por lo que el grupo no contaba con Essilor en lo más alto de la dirección. La actitud del consejo de administración de las empresas no era la adecuada para la creación de valor ya que cada uno miraba por sus propios intereses y no por los de la empresa. Este lanzamiento de mensajes en público produjo una gran preocupación en el mercado. Para el buen funcionamiento de la empresa era clave resolver los conflictos.

Estos problemas pudieron solucionarse en mayo de 2019, cuando EssilorLuxottica anunció que había llegado a un acuerdo y que los directores Huguert y Del Vecchio volverían a empezar con buen pie esta vez las relaciones entre ellos. La solución final fue poner a un francés, Laurent Vacherot, y a Francesco Milleri al frente de la nueva compañía con poderes iguales. Además, se iniciaba la búsqueda de un nuevo director general que sería nombrado durante los próximos años. Este sería elegido por las dos partes bajo igualdad de poderes. El acuerdo significaba básicamente que las dos empresas tendrían el mismo poder tras la fusión y marcarían juntas las estrategias y la manera de llevarlas a cabo.

4.1.5. Resultado

La creación de EssilorLuxottica, es un ejemplo de una fusión que ha creado valor. La empresa a marzo de 2021 tiene un valor de mercado alrededor de 60 mil millones de euros. Con respecto al proceso de las operaciones de F&A, analizado en el capítulo 2, se llevaron a cabo de forma acertada todas las fases, a excepción de las dos últimas: protección de derechos de propiedad, incluyendo las funciones del equipo directivo y de las inversiones minoritarias y la resolución de conflictos. Los comentarios en público de los dos directores causaron mucha incertidumbre en los inversores que no sabían si las empresas iban a ser capaces de convivir juntas. Finalmente resolvieron sus conflictos y se creó valor a los accionistas como consecuencia del incremento del precio de la acción.

Por primera vez en la historia del sector, todas las fases se unieron bajo un mismo techo, desde la Innovación y el Desarrollo (I+D) de tecnologías de lentes hasta la

distribución de monturas. Esto permitió la difusión de información y conocimientos de departamentos diferentes pero complementarios, mejoró la estabilidad y la posibilidad de satisfacer las crecientes necesidades del mercado de gafas y permitió disfrutar de una amplia red de distribución para atender mejor a los clientes y crear valor a todos los *stakeholders*. Estas mejoras representan la fortaleza de EssilorLuxottica, ya que su fusión permitió un mayor control sobre toda la cadena de valor dando lugar a una mejor entrega del producto final, lo cual es una clara ventaja competitiva.

La creación de valor para los accionistas se aprecia directamente al comparar el valor de mercado de las empresas por separados y una vez integradas ya que no hubo ni desembolsos por ampliaciones de capital ni conversiones de obligaciones convertible. Usamos esta medida de creación de valor ya que nos muestra la riqueza que generó la operación para los accionistas. Los entornos macro al comparar sus valores de mercado eran distintos al estar en distintos años. En 2017, Essilor aumentó su valor de mercado en 7% mientras que el CAC 40, índice de referencia francés, un 9,2%. En cambio, a posteriori de la integración, EssilorLuxottica aumentó su valor de mercado en 28,7%, teniendo en cuenta dividendos pagados, batiendo al mercado de referencia el cual generó una rentabilidad de 26,3%.

La materialización de sinergias juega un papel fundamental en esta operación ya que existe una creación de valor gracias a el aumento de ingresos y reducción de costes que supone la operación. Esto ha sido posible gracias a un estudio minucioso pre-integración por parte de las compañías y el buen uso de los métodos de valoración y de sus proyecciones.

Tabla IV. Essilor Luxottica Resultados 2019

| EssilorLuxottica (€ Millones) | | |
|-------------------------------|-------|-------|
| | 2018 | 2019 |
| Ventas | 16194 | 17390 |
| Beneficio Operativo Ajustado | 2618 | 2812 |
| Beneficio Neto Ajustado | 1866 | 2054 |
| | | |
| Valor de Mercado 31/12/19 | 60000 | |

Fuente: Cuentas anuales EssilorLuxottica 2018-2019

Figura IX: Valor de Mercado creado por la fusión (€ Millones)

$$\begin{aligned} &\text{Valor de Mercado} \\ &\text{Creado por} &= &60000 &- &(24758,3^{\text{iv}} &+ &24828,92^{\text{v}} &= &10412,7 \\ &\text{EssilorLuxottica} \end{aligned}$$

Fuente: Elaboración Propia

4.2. Caso Práctico: Destrucción de valor Microsoft y Nokia

En septiembre de 2013, Microsoft anunció su intención de adquirir Nokia (Alibage y Weber, 2018). La transacción se completó en marzo del siguiente año (Alibage y Weber, 2018). Microsoft pagó €3790 millones por la división de dispositivos y servicios y €1650 millones por las patentes de Nokia, sumando un total de €5440 millones (Alibage y Weber, 2018).

Analizando esta operación observamos claramente que el pre-análisis realizado por Microsoft no fue adecuado ya que pasó por alto los riesgos que la operación conllevaba. Igualmente, el desarrollo de las empresas ya integradas tampoco fue eficaz.

La adquisición de Nokia por Microsoft ha sido un ejemplo claro de lo dinámico que es el mercado y de la importancia de la toma de decisiones en las F&A. La ambición de

^{iv} Valor de Mercado Essilor a 31/12/2017.

^v Valor de Mercado Luxottica a 31/12/2017.

Microsoft de convertirse en un referente en la industria de los móviles terminó rápidamente tras la venta de su división de teléfonos por €293 millones a FIH Mobile Limited en 2016 (Alibage y Weber, 2018). Al comparar el precio de compra y el precio de venta observamos que esta operación de F&A fue un fracaso y que destruyó valor a Microsoft.

4.2.1. Nokia Pre-integración

El grupo Nokia o *Nokia Corporation*, es una empresa finlandesa fundada en 1967 resultante de la adquisición de Nokia Aktiebolag por Finnish Rubber Works Ltd. (Bownman et al, 2014). En sus inicios Nokia se dedicaba principalmente a la fabricación de productos electrónicos y de cables. En 1979 la empresa se adentró en la industria de los móviles al fusionarse con otra empresa, Salora (Bownman et al, 2014). En algo más de diez años, en concreto en 1991, Nokia se proclamó líder en la producción de equipos con tecnología GSM, de sus siglas en inglés *Global System for Mobile communications*, la tecnología más utilizada en todo el mundo para conectar los móviles (Bownman et al, 2014). Nokia decidió a raíz de su tamaño e importancia en esta tecnología enfocarse solo en la producción de sistemas móviles y sistemas de comunicaciones vendiendo el resto de sus divisiones (Bownman et al, 2014).

Durante la última década de los 90 y la primera del siglo XXI, Nokia fue la empresa líder de los móviles (Bownman et al, 2014). Se destacan los siguientes datos acerca de los logros de Nokia durante este periodo: 1) El beneficio operativo de Nokia pasó de un casi un billón de euros en 1995 a cuatro billones en 1999 (Nokia, 1995-2000); 2) En octubre de 1998 la empresa se posicionó como la mayor vendedora de teléfonos; 3) Nokia consiguió aumentar sus ventas de 1998 a 1999 en un 48% (Nokia, 2000); 4) En 2004, la compañía sacó al mercado 36 modelos de móviles de distintos precios (Yueh, 2014); 5) En 2005 alcanzaron el billón de dispositivos vendidos (Yueh, 2014).

4.2.2. Microsoft Pre-Integración

Microsoft es una empresa fundada en 1975 por Bill Gates y Paul Allen (Hall et al, 2020). Un año después de su fundación Steve Ballmer se incorpora a la empresa y Microsoft comienza un proyecto con IBM para crear un nuevo sistema operativo (Hall et

al, 2020) El sistema operativo tiene éxito, aunque su uso es complicado para la mayoría de los usuarios (Hall et al, 2020). En 1983 empieza el desarrollo de Windows, el nuevo sistema operativo que ha llevado a Microsoft a lo más alto. Desde este momento Microsoft ve como su popularidad se multiplica por días y en 1988 tras el desarrollo de Windows 2.0 es el líder mundial en sistemas operativos para ordenadores (Hall et al, 2020).

En 1993 se consolida Microsoft Corporation, empresa dedicada al desarrollo y venta de diversos productos y servicios de software (Hall et al, 2020). La expansión continúa en los siguientes años y es en 1995 cuando el 80% de todos los ordenadores del mundo cuentan con el sistema operativo de Microsoft. A comienzos del año 2000, su fundador y protagonista del crecimiento exponencial de la empresa, Bill Gates, se retira como CEO y Steve Ballmer pasa a tomar las riendas de Microsoft (Hall et al, 2020).

Microsoft ya estaba presente antes de aliarse con Nokia en el mercado de sistemas operativos para móviles. Es más, su sistema era el segundo más utilizado entre 2006 y 2008 por detrás de Symbia, el sistema operativo de Nokia. Tras el lanzamiento del primer iPhone en 2007, el director general de Microsoft, Steve Ballmer, fue preguntado por el acontecimiento. Para Ballmer el nuevo *smartphone* no era un competidor para Microsoft ya que el grupo vendía millones de teléfonos al año y Apple ninguno (Business Casual, 2018). Igualmente, este afirmó que un móvil sin teclado no era adecuado para el trabajo (Business Casual, 2018). No obstante, Apple se convirtió en los años siguientes en el líder del mercado de los móviles. Apple contaba con una ventaja muy clara con respecto a sus competidores: la empresa producía el móvil y el sistema operativo siendo así una empresa muy integrada (Business Casual, 2018). Esto permitió a la empresa liderada por Steve Jobs cobrar una prima sobre sus competidores por no contar con terceros en el proceso de producción y convertirse en un caso de verdadero éxito en los siguientes años.

Microsoft fue perdiendo cuota de mercado paulatinamente a lo largo de los años (consultar Anexo II). Esto convirtió a Apple en una amenaza cada vez más grande (Business Casual, 2018) y empujó a Microsoft a adentrarse en la producción de móviles táctiles. En 2010, dos años después del comienzo de la producción, Microsoft empezó a vender sus primeros teléfonos completamente táctiles (Business Casual, 2018). Intentó competir con Apple en este mercado, pero la gran diferencia entre estas dos empresas fue

que Microsoft no fabricaba sus propios teléfonos si no que encargaba la producción a empresas especializadas (Business Casual, 2018). A los fabricantes de teléfonos se les hacía muy difícil trabajar con Microsoft ya que ejercía un control estricto sobre ellos. Microsoft era muy riguroso ya que su objetivo principal era competir con Apple por lo que debía adaptar el hardware a la experiencia del usuario de la mejor forma posible como hacia la compañía que lideraba Steve Jobs (Business Casual, 2018).

4.2.3. Razones de la decadencia de Nokia

La decadencia de Nokia empezó en 2007, cuando Steve Jobs presentó el primer iPhone de Apple. Entraba en escena un nuevo concepto de móvil, el denominado móvil inteligente o *smartphone*. Todos los fabricantes se habían concentrado en producir un móvil inteligente con teclado y Apple cambió las reglas del juego al introducir un móvil táctil (Business Casual, 2018). Esta innovación facilitaba el uso del dispositivo por parte del usuario y una mejor experiencia del mismo principalmente por el mayor tamaño de la pantalla al no tener teclado. (Business Casual, 2018). Es cierto que el declive de Nokia no fue inmediato, pero este acontecimiento marcó un antes y un después debido al auge de los móviles inteligentes en los siguientes años.

Los resultados de Nokia a partir de 2008 eran cada año más decepcionantes, sobre todo en cuanto a su cuota de mercado (consultar Anexo II). Hubo varios factores que provocaron esta situación. En primer lugar, Nokia no supo hacer frente a la llegada del iPhone y al desarrollo de Samsung (Alibage y Weber, 2018). No asumieron al iPhone como una amenaza y este junto a Samsung fueron poco a poco arrebatando a Nokia su cuota de mercado. Nokia tampoco apreció que las necesidades del mercado habían cambiado. Ya no se trataba solo de producir teléfonos que hagan llamadas, envíen mensajes de texto y se conecten a internet. La demanda primaria pedía más funciones junto con las que ya existían (Alibage y Weber, 2018). Igualmente, muchos expertos como Ahonen (2013) describieron al director general de Nokia desde 2010 a 2014, Stephen Elop, como el peor de todos los tiempos durante sus años al frente de Nokia. En añadidura, al ser vendido a Microsoft, Elop recibió un bonus de 18 millones de dólares lo que causó mucha controversia. Por último, los directivos se enfocaron en la competición interna y en sus intereses personales (Ahonen, 2013).

Vuori y Hui (2015) a través de un estudio realizado sobre la decadencia de Nokia entre 2005-2010 señalan al factor humano y cultural como el principal culpable. Destaco de su trabajo las observaciones que se explican a continuación.

Los empleados de Nokia tenían miedo a la propia organización. Por un lado, el equipo directivo de nivel medio no quería alertar sobre lo que estaba pasando por si les despedían. Por otro lado, la alta dirección tenía miedo a no cumplir con los objetivos cuatrimestrales. Asimismo, los ejecutivos no querían reconocer la superioridad tecnológica de Apple por si perdían inversores, proveedores o clientes. Además, existía una falta de conocimiento técnico en los altos directivos de la empresa lo que limitó el desarrollo de Nokia. Otro fallo importante fue la mala utilización de sus recursos: en vez de utilizarlos para el desarrollo de su sistema operativo en el largo plazo, Nokia decidió producir móviles para la demanda del corto plazo (Vuori y Hui, 2015).

4.2.4. Microsoft y Nokia

La historia de Microsoft y Nokia comienza en 2009 con una alianza de las dos compañías (Microsoft, 2009). Esta alianza permitía a las compañías trabajar juntas para mejorar sus productos y servicios. Elop, director general de Nokia desde 2010 afirmó que esta alianza permitiría a Microsoft desarrollarse en la industria de los móviles. Además, al ser Nokia la compañía más grande del sector en el momento permitía a Microsoft a trabajar junto a los mejores profesionales. Por el otro lado, Nokia se beneficiaría de esta alianza al incorporar los programas de Office, como Microsoft Word, Power Point y Excel a sus productos y trabajar junto a la empresa líder en software.

Expertos relacionados con el sector vio valor en esta alianza ya que gracias a la combinación de los conocimientos informáticos de Microsoft a Nokia, teóricamente, las dos compañías integradas serían capaces de satisfacer las necesidades del mercado de los móviles (Mims, 2013; Blagdone, 2013). Tras la alianza, Nokia abandonó su sistema operativo *Symbian* para enfocarse en el sistema operativo de *Windows* y unir así sus conocimientos bajo un mismo sistema. Las primeras ventas de móviles con el sistema operativo de Microsoft llegaron en 2011 (Bowman et al, 2014). El gran problema fue el auge de iPhone y Samsung, lo cual provocó que la mayoría de las empresas desarrollaran sus aplicaciones para los sistemas de estas compañías (iOs y Android), y no para el de

Microsoft (Bowman et al, 2014). Por ejemplo, la aplicación YouTube no estaba disponible en la *Windows Phone App store* (Bowman et al, 2014).

En marzo de 2014, Microsoft compró oficialmente Nokia y las razones según la empresa líder en software fueron las siguientes (Singh, 2014): Microsoft quería competir con Samsung y Apple y ganar cuota de mercado en la industria. 2) Mediante el crecimiento de las ventas de móviles Microsoft, las ventas de sus *tablets* y de sus ordenadores también subirían. 3) La compra se realizó en efectivo, sin tener que emitir nuevas acciones por lo que la adquisición no tendría un efecto negativo para los accionistas. 4) Un plan elaborado permitiría crear valor de la operación. El equipo de Nokia se uniría a Microsoft, pero seguirían trabajando desde Finlandia.

La compra se completó bajo el mando de Satya Nadella, director general de Microsoft en ese momento. No obstante, Satya Nadella fue nombrado CEO de Microsoft en febrero de 2014 cuando la compra ya estaba casi completada. El propio Satya afirma en una entrevista que el votó en contra de la compra por la baja cuota de mercado de Nokia (Singh, 2017).

Muchos expertos como Cringel (2013), Rogowski (2013) y Wilhem (2013) dieron su opinión sobre la adquisición y otras posibles razones por las que esta operación podría crear valor. Destaco entre ellas: 1) Microsoft ahora tendrá control absoluto de su división de móviles, ya que el acuerdo entre Nokia y Microsoft pasaba a ser historia; 2) La operación convierte a Microsoft en una verdadera compañía multinacional y podría contar así con mayor flexibilidad a la hora de pagar impuestos; 3) Mediante la adquisición se evitaba que Nokia fuera comprada por la competencia; 4) Apple y Google estaban desarrollándose en el sector y Microsoft no quería quedarse atrás; 5) La integración de dos equipos con mucha experiencia permitiría a Microsoft aumentar su cuota de mercado y sus beneficios en el sector de los móviles y fortalecería las oportunidades de la compañía en el futuro.

4.2.5. Resultado de la operación

Microsoft compró Nokia en 2014 y tan solo un año después, en julio de 2015, tuvo que cancelar la inversión en su balance y trasladarla a pérdidas. Además, ese mismo año despidieron a unos 8000 empleados de Nokia.

La operación no creó valor ya que en 2016 Microsoft vendió Nokia, su división de telefonía móvil básicos por tan solo €293 millones (frente a los €5440 millones pagados por la compra). Fue un fracaso para Microsoft, no generó ninguna rentabilidad y perdió mucho dinero. La culpa de la decadencia de Nokia no fue solo de Microsoft, si bien fue su decisión comprarla y por tanto destruyó valor para los accionistas de Microsoft. Es interesante observar la reacción del mercado ante la noticia de la posible integración al anunciarse el 3º de septiembre de 2013: las acciones de Microsoft cayeron alrededor de un 6%, perdiendo alrededor de 15 mil millones de dólares su valor de mercado y las de Nokia subieron un 40% (Reuters, 2013). Como se señaló en la parte teórica de este trabajo, los accionistas de la empresa adquirida generaron valor y los de la empresa adquiriente perdieron en una primera valoración del mercado.

Microsoft se encontró en los siguientes años a la transacción en una situación muy complicada debido a la imposibilidad de hacer rentable la inversión. La gestión después de la integración tampoco fue adecuada. Un claro ejemplo fue el desarrollo del móvil inteligente Nokia Lumia con el que Microsoft quería hacer frente a Apple y Samsung. Este modelo incorporaba la tecnología de Windows Phone desarrollado por Nokia durante su alianza previa a la integración. Un gran error en la estrategia fue el cambio de nombre del modelo Nokia Lumia a Microsoft Lumia en octubre de 2014. Nokia tenía una reputación en el sector de los móviles y Microsoft no. Los consumidores no reconocían a Microsoft como una compañía de teléfonos y tras adquirir Nokia hubiese sido más adecuado usar su fama para llamar la atención de los consumidores.

En esta adquisición se aprecian claramente los riesgos de las F&A. Como se ha mencionado en la parte teórica de este trabajo, el riesgo y la toma de decisiones van asociadas en las F&A. La toma de decisiones de Microsoft no fue adecuada y supuso una destrucción de valor para la compañía. En primer lugar, menospreciaron a la competencia y sobre todo a Apple al no analizarla como una amenaza si no como una empresa mucho

más pequeña que no tendría futuro. En segundo lugar y relacionado con el primer factor, subestimaron al mercado. El cambio fue muy rápido, Nokia fue el líder indiscutible de los teléfonos y en cuestión de tres años vieron como su cuota de mercado se redujo sustancialmente. Microsoft compró Nokia en un momento en el que la compañía ya no era el líder, la gente demandaba otros productos y las empresas desarrollaban sus aplicaciones para otros sistemas operativos. El iPhone era una realidad y Nokia pasaba a ser una compañía con muy poca fuerza con respecto a sus competidores en los teléfonos inteligentes. Esto provocó que cuando quisieron entrar en la industria ya había otros actores que se habían desarrollado mucho y Nokia estaba en decaída al perder cuota de mercado año tras año.

La continua caída de las ventas y las pérdidas provocadas hicieron que Microsoft vendiera Nokia en mayo de 2016 y abandonara a finales de 2016 su proyecto de móviles inteligentes. La ambición de Microsoft de tener el control sobre la producción de sus teléfonos acabó por significar una destrucción de valor para la empresa.

CAPÍTULO 5. CONCLUSIONES

Tras el estudio de la creación de valor a partir de las fusiones y adquisiciones, podemos emitir ciertas conclusiones en torno al concepto de la creación de valor. Antes de ello, es importante resaltar que las fusiones y adquisiciones son procesos complejos donde participan multitud de partes interesadas como son los directivos, empleados, accionistas y acreedores, entre otros. Es por ello, que ante la multitud de partes implicadas existen diferentes teorías sobre la definición de la creación de valor ya que mientras para un accionista prima más el retorno financiero inmediato o en otros casos a largo plazo, para un directivo puede ser la ambición por el control de una compañía de mayor tamaño o el poder. No obstante, es posible mediante la teoría previamente analizada, articular una definición de creación de valor y respaldar esta, con los casos prácticos expuestos.

Existe cierto consenso entre los autores, afirmando que la creación de valor se genera cuando se logra la generación de riqueza para los accionistas (Fernández, 2005). Como menciona Jensen (2001) hay una relación directa entre la creación de valor para los accionistas y para los *stakeholders*. Esta nos permite afirmar que, si nos orientamos al accionista, generaremos valor para el resto de *stakeholders*. Por tanto, la creación de valor para el accionista permite extrapolar ese valor a otros grupos. Tomando esta definición como elemento del que partir, la gestión de la empresa pasa entonces por adoptar un modelo de gestión específico, en torno al accionista. Las corporaciones y sus respectivos equipos directivos deberán de ejecutar decisiones en torno a las necesidades de retorno de los accionistas, generando, de esta forma, valor tras su ejecución en el medio y largo plazo (Lazonick y O'Sullivan, 2000).

El análisis de la fusión entre Essilor y Luxottica apoya este primer punto teórico. Las empresas una vez fusionadas dejaron de crear valor a sus accionistas debido al surgimiento de un conflicto entre sus respectivos directivos relacionado con el control y el poder de las compañías. Como resultado, la combinación no creaba valor para el resto de los grupos de interés que tenían una ruptura del acuerdo. Las empresas seguían siendo complementarias, las sinergias se podían seguir creando, pero sin un acuerdo los accionistas no generaban riqueza y por lo tanto no se creaba valor al resto de *stakeholders*. Una vez resueltos los conflictos entre las dos empresas su precio de mercado volvió a subir y consiguió crear valor para el resto de *stakeholders*.

La resolución de conflictos entre las partes integrantes en las F&A es otro factor clave en la creación de valor. Essilor y Luxottica integradas controlaban todo el proceso productivo de la industria en la que operan, desde la producción de lentes y monturas solares hasta su distribución al consumidor. No obstante, la falta de una asignación de roles clara previo a la integración provocó que la resolución de conflictos, una vez las compañías ya estaban integradas, fuese igual de importante que las sinergias para crear valor a los accionistas.

Estas teorías apoyadas por el primer caso práctico analizado nos permiten llegar a las primeras conclusiones:

- 1) La creación de valor en las F&A debe centrarse en el accionista ya que de esta manera se creará valor al resto de *stakeholders*.
- 2) El equipo gestor debe en todo caso estar alineado con los accionistas si queremos generar valor a largo plazo.
- 3) La resolución de conflictos entre las partes integrantes es uno de los principales factores de la creación de valor en las F&A

La fusión entre Essilor y Luxottica y la adquisición de Nokia por Microsoft junto con la teoría analizada en los capítulos 2 y 3 nos permiten concluir con factores clave en la creación de valor. Los factores principales para la creación de valor son:

- 1) La proyección y materialización de sinergias
- 2) El uso adecuado de métodos de valoración
- 3) La importancia de escoger al *target* adecuado

En primer lugar, la mayoría de las F&A se han justificado a raíz de las sinergias debido al valor añadido que suponen para las empresas. Sin embargo, es fundamental ser cautos a la hora de proyectarlas para poder cuantificarlas correctamente ya que de lo contrario se hace muy difícil la creación de valor. En el primer caso práctico apreciamos la importancia de la creación de sinergias operativas debido al incremento de eficiencia en los procesos productivos, el aparejamiento de dos empresas complementarias y el margen de crecimiento de la *newco*. Al comparar los valores de mercado de las empresas previos a la integración y una vez integradas apreciamos claramente el valor añadido. Además, la comparación con el índice de referencia nos indica que la generación de riqueza a los accionistas fue debido a las sinergias.

En segundo lugar, el uso adecuado de métodos de valoración será otro de los factores principales para la creación de valor. Destacamos en este TFG la importancia del DCF como método para calcular el valor económico añadido de las operaciones. El requisito para la generación de valor será que la rentabilidad de la operación cumpla con las exigencias de los accionistas, y por tanto su retorno deberá ser siempre superior al coste medio ponderado de capital. Desde este punto de partida, las empresas serán capaces de proyectar bajo hipótesis el valor económico añadido de la operación para decidir si llevarla a cabo.

En tercer lugar, escoger a un *target* inadecuado conlleva a una muy probable destrucción de valor. Destacamos como *target* inadecuado a una empresa que no satisface las necesidades actuales o potenciales del mercado. Esta operación resultará con mucha probabilidad una destrucción de valor para las empresas integrantes. Los mercados siempre escogerán el producto o servicio que mejor satisfaga sus necesidades dándole una importancia relativa al pasado. La creación de valor es un desafío para las empresas ya que los mercados actuales son muy dinámicos y el éxito es un reto. La adquisición de Nokia por Microsoft nos muestra esta evolución constante y la dificultad de la creación de valor bajo estas condiciones.

Por último, concluimos que todos los riesgos existentes en estas operaciones estarán además siempre aparejados a un cierto elemento de incertidumbre lo cual imposibilita garantizar la creación de valor en las F&A.

BIBLIOGRAFÍA

- Agnihotri, A. (2014). Corporate reputation based theory of choice between organic, hybrid and inorganic growth strategies. *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 19 No. 3, pp. 247-259. <https://doi.org/10.1108/CCIJ-11-2012-0080>
- Ahonen, T., y Moore, A. (2013). Nokia Final Q4 Smartphones As Expected: 6.6M Total means Market Share now 3% (from 29% exactly 2 years ago). *Communities Dominate*. Acceso el 15 de marzo de 2021 de: <https://communities-dominate.blogs.com/brands/2013/01/nokia-final-q4-smartphones-as-expected-66m-total-means-market-share-now-3-from-29-exactly-2-years-ag.html>
- Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, Nickolaos G. (Agosto de 2017). Value Creation from M&As: New Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, páginas 632-650. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.010>
- Alibage, A., & Weber, C. (2018). Nokia Phones: From a Total Success to a Total Fiasco: A Study on Why Nokia Eventually Failed to Connect People, and an Analysis of What the New Home of Nokia Phones Must Do to Succeed. *Portland International Conference on Management of Engineering and Technology (PICMET)*, Honolulu, páginas. 1-15.
- Amy, L.P., Sim, B.S., & David, B.J. (1996). Acquisition decision –making processes: The central role of risk. *Journal of Management*, 22(5), pp. 723-746. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(96\)90020-3](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(96)90020-3)
- Blagdon, J. (3 de septiembre de 2013). With Nokia, Microsoft wants to triple Windows Phone market share by 2018. *The Verge*. Acceso: 7 de marzo de 2021 de: <http://www.theverge.com/2013/9/3/4688962/with-nokia-microsoft-wants-to-triple-windows-phone-marketshare-by-2018/in/4453001>.
- Bouwman, H., Christer, C., Joanna, C., Shahrokh, N., Anna, S., Pirkko, W. (2014). How Nokia failed to nail the Smartphone market, 25th European Regional Conference of the International Telecommunications Society (ITS): "Disruptive Innovation in the ICT Industries: Challenges for European Policy and Business". *International Telecommunications Society (ITS)*.
- Bruner, R. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- BSIC. (2017). Dreams Come True: Luxottica and Essilor to Merge. Bocconi Students Investment Club. http://www.bsic.it/wp-content/uploads/2017/02/Luxottic_Essilor_vf.pdf

- Business Casual. (9 de noviembre de 2018). ¿Por qué falló Windows Phone y cómo podrían haberlo guardado? <https://www.youtube.com/watch?v=m60m25m3sD8>
- Caiazza, R., y Volpe, T. (2015). M&A process: a literature review and research agenda. *Business Process Management Journal*, Vol. 21 No. 1, pp. 205-220. <https://doi.org/10.1108/BPMJ-11-2013-0145>
- Chari, L. (2006). Inorganic growth strategies: An empirical analysis of who benefits from them. <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.512.1324&rep=rep1&type=pdf>
- Coppelli, G. (2018). La globalización económica del siglo XXI. Entre la mundialización y la desglobalización. *Estudios internacionales* (Santiago), 50(191), 57-80. <https://dx.doi.org/10.5354/0719-3769.2019.52048>
- Craig, C.J. (2005). *International Joint Venture Performance in South East Asia*. Edwar Elgar
- Damodaran, W. (30 de octubre de 2005). The value of synergy. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.841486>
- Datta, D., Pinches, G., & Narayanan, V. (1992). Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: A Meta- Analysis. *Strategic Management Journal*, 13(1), 67-84. <http://www.jstor.org/stable/2486611>
- ESSILOR. (2016). *2015-2016 annual report*.
- ESSILOR. (2017). *2016-2017 annual report*.
- ESSILOR. (2018). *2017-2018 annual report*.
- ESSILOR. (21 de Junio de 2018). Essilor moves up in Forbes' World's 100 Most Innovative Companies annual ranking. Francia. Recuperado el 10 marzo de 2021 de: https://www.essilor.com/essilor-content/uploads/2018/06/Essilor_Press_Release_Forbes_2018_100_Most_Innovative_Companies_June_21_2018.pdf
- ESSILORLUXOTTICA. (2020). *2019 annual report*.
- ESSILORLUXOTTICA. (2021). <https://www.essilor.com/en/>
- F, Evans., y Mellen, C. (2010) *Valuation for M&A: building value in private companies*. Wiley

- Fernández, N. (2020). The Value Killers. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/01/08/the-value-killers/>
- Fernández, P. (2005). Creación de valor para los accionistas: definición y cuantificación. *Universia Business Review*, ISSN 1698-5117, N°. 6, pags. 10-25.
- Ganitsky, J., Scrinivasa, R., S., & Watzke, G.E. (1991). Time perspectives in international joint ventures: Implications for marketing management. *Journal of Global Marketing*. https://doi.org/10.1300/J042v05n01_03
- Gillman, L. F. (2001). *Due Diligence: A Strategic and Financial Approach*. Butterworths.
- Gomes, E., Angwin, D.N., Weber, Y., & Tarba, S. (2013), Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance. *Thunderbird International Business Review*. Pags: 13-35. <https://doi.org/10.1002/tie.21521>
- Google Finance. (2021). Acceso el 1 de marzo de 2021, de <https://www.google.com/finance/quote/EL:EPA?window=5Y>
- Google Finance. (2021). Recuperado el 1 de marzo de 2021, de <https://www.google.com/finance/quote/PX1:INDEXEURO?window=5Y>
- Grava, D. (2016) M&A Negotiations. Versailles group. Acceso el 20 marzo 2021 de: <https://www.versaillesgroup.com/m-and-a-blog/ma-negotiations>
- Hall, M. y Zachary, G. (2020). Microsoft Corporation. Encyclopedia Britannica. Acceso el 21 de marzo de 2021 de: <https://www.britannica.com/topic/Microsoft-Corporation>.
- Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (1991). Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations. *Journal of Management*, 17(1), 173–190. <https://doi.org/10.1177/014920639101700111>
- Hebert, L. (1994). Division of Control, Relationship Dynamics and Joint Venture Performance. <https://ir.lib.uwo.ca/digitizedtheses/2400>
- J.P. Morgan. (2019). 2019 Global M&A Outlook. J.P. Morgan Chase, página 2.
- Jacob, M. (2006). Organic Vs Inorganic Growth: A case study. Acceso el 2 de febrero de 2021 de https://www.academia.edu/1996738/Organic_Vs_Inorganic_Growth_A_Case_Study

- Jemison, D. y Sitkin, S. (1986). Corporate Acquisitions: A Process Perspective. *The Academy of Management Review*, 11(1), 145-163. <https://doi.org/10.2307/258337>
- Jensen, M. (2001). Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *European Financial Management*, 7: 297-317. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00158>
- Jurado, E., & Rigail, A. (2016). El flujo de caja libre, operativo y del accionista, los elementos creadores de valor. Los value drivers o inductores de valor corporativos. *INNOVA Research Journal*, 1(3), 21-75. <https://doi.org/10.33890/innova.v1.n3.2016.15>
- Lazonick, W., y O'Sullivan, M. (2002). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. Palgrave Macmillan. Corporate Governance and Sustainable Prosperity. (pp.11-36). *The Jerome Levy Economics Institute Series*. https://doi.org/10.1057/9780230523739_2
- Leland, H. (2007), Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Structured Finance. *The Journal of Finance*, 62, pags: 765-807. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01223.x>
- Lentschner, K., & Segond, K. (Marzo de 28 de 2019). Le Figaro. Acceso el 15 de marzo de 2021 de <https://www.lefigaro.fr/societes/leonardo-del-vecchio-essilor-ou-le-dernier-combat-du-condottiere-de-luxottica-20190328>
- Lewellen, A. (1971). A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger. *Journal of Finance* 26: 521-537. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1971.tb00912.x>
- Li, Shahzadi. y Zheng, M. et al. (2021). The impacts of executives' political connections on interactions between firm's mergers, acquisitions, and performance. *Econ Change Restruct. Journal of International Business Studies*, 44(8), 833-852. <https://doi.org/10.1007/s10644-021-09327-7>
- Marks, M., Mirvis, P., & Leo F. Brajkovich. (2001). Making Mergers and Acquisitions Work: Strategic and Psychological Preparation. *The Academy of Management Executiv*, 80-94. <https://doi.org/10.5465/ame.2001.4614947>
- Martínez Sanz Abogados. (2020). Diferencias entre fusión, adquisición y escisión de empresas. Acceso 25 de Diciembre 2020 de: <https://martinezsanzabogados.com/diferencias-entre-fusion-adquisicion-y-escision-de-empresas-2/>.
- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Madrid: Ecobook Editorial del Economista.

- Mergermarket. (2018). Essilor & Luxottica. Acceso: 1 de Marzo de 2021, de: <http://www.mergermarket.com/Common/Mergermarket/Deals/DealDetails.aspx?dealsysid=774194&extern=19&id=8786&contextid=1027469462&zone=205¤cyCode=EUR>
- Meschi, P., y Metais, E. (2006). International acquisition performance and experience: A resource-based view. Evidence from French acquisitions in the United States (1988–2004). *Journal of International Management*, 12(4), pags. 430– 448. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2006.05.001>
- Milla, A. (2009). *Creación de valor para el accionista*. Madrid: Díaz de Santos.
- Mims, C. (2013). Who wins and who loses in Microsoft’s acquisition of Nokia. Acceso: 26 marzo de 2021, de: <http://qz.com/120817/who-wins-and-who-loses-in-microsofts-acquisition-of-nokia/>.
- Nic, P. (2007). Nine Out of Ten M&As Fail to Deliver. Management-Issues. Acceso 5 de marzo 2021 de: <https://www.management-issues.com/news/4045/nine-out-of-10-mas-fail-to-deliver/>
- Park, B.I., y Glaister, K.W. (2009). Technology acquisition and performance in international acquisitions: The role of compatibility between acquiring and acquired firms. *Journal of East-West Business*, 15, 248–270. DOI: 10.1080/10669860903436150
- Pollock, I. (16 de Febrero de 2017). Why the merger of Essilor and Luxottica matters. BBC NEWS. Acceso el 20 de Marzo de: <https://www.bbc.com/news/business-38899892>
- Pommier, G., y Guan, Y. (2021). *EssilorLuxottica Case Study*. TrainingYou. Paris.
- Queen, P. (2015). Enlightened Shareholder Maximization: Is this Strategy Achievable? *Journal of Business Ethics*, 127(3), 683-694. DOI: 10.1007/s10551-014-2070-6
- Ramakrishnan, K. (2010). Mergers in Indian industry: Performance and impacting factors. *Business Strategy Series*, 11(4), pp. 260–268. <https://doi.org/10.1108/17515631011063794>
- Rappaport, A. (1998). *La creacion de valor para el accionista. Una guia para inversores y directivos*. Bilbao: Deusto
- Ravenscraft, D., y Scherer, F.M. (1989). The profitability of mergers, *International Journal of Industrial Organization*, 7 (1), 101-116. [https://doi.org/10.1016/0167-7187\(89\)90048-9](https://doi.org/10.1016/0167-7187(89)90048-9)

- Ray, K., (2010). *Mergers and Acquisitions : Strategy, Valuation and Integration*
- Reuters. (2013). Microsoft swallows Nokia's phone business for \$7.2 billion. Acceso el 25 marzo 2021, de: <http://in.reuters.com/article/2013/09/03/microsoft-nokia-idINDEE98202R20130903>.
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D.T., & Viswanathan, S., (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*. pp. 561-603. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.015>
- Rivas, L., y Londoño-Correa, D. (2017). Revisión de tema de sinergias corporativas: origen, resultados y beneficiarios. *Estudios Gerenciales*. Páginas: 153-162 <https://doi.org/10.1016/j.estger.2017.04.004>
- Rogowsky, M. (2013), Microsoft Wants To Outdo Google And Apple, Buying Nokia Helps With Neither. *Forbes*. Acceso: 15 Marzo 2021 de: <https://www.forbes.com/sites/markrogowsky/2013/09/03/microsoft-wants-to-outdo-google-and-apple-buying-nokia-helps-with-neither/>
- Rozen, Z. (2018). Comparison of merger and acquisition (M&A) success in horizontal, vertical and conglomerate M&As: industry sector vs. services sector. *The Service Industries Journal*. Pags: 492-518, DOI: 10.1080/02642069.2017.1405938
- Sam, R., y Sabyasachi, M. (2010). Target age and the acquisition of innovation in high-technology industries. *Management Science*. pp. 2076-2093. DOI: 10.1287/mnsc.1100.1223.
- Schweiger, D.M. y Very, P. (2003), "Creating value through merger and acquisition integration", *Advances in Mergers and Acquisitions (Advances in Mergers & Acquisitions, Vol. 2)*, Emerald Group Publishing Limited, Bingley, pp. 1-26. [https://doi.org/10.1016/S1479-361X\(03\)02002-7](https://doi.org/10.1016/S1479-361X(03)02002-7)
- Segal, S., Guthrie, J., y Dumay, J. (2021). Stakeholder and merger and acquisition research: a structured literature review. *Account Finance*. <https://doi.org/10.1111/acfi.12688>
- Singh, M. (2017 de Septiembre de 28). Microsoft CEO Satya Nadella on Nokia Acquisition in Hit Refresh Book. *Gadgets 360*. Acceso 10 de marzo de: <https://gadgets.ndtv.com/mobiles/news/microsoft-ceo-satya-nadella-on-nokia-acquisition-in-hit-refresh-book-1756415-smartphones-as-expected-66m-total-means-market-share-now-3-from29-exactly-2-years-ag.html>.

- Singh, N. (2014). MICROSOFT ACQUIRED NOKIA IN UNIPOLAR OPERATING SYSTEM MARKET. *Independent Journal of Management & Production*. Pags: 598-622. DOI: 10.14807/ijmp.v5i3.166
- Stephens, M. (2013). Why Microsoft really bought Nokia. Cringely. Acceso el 20 de marzo de: <https://www.cringely.com/2013/09/03/microsoft-really-bought-nokia/>
- Stothard, M., y Sanders, R. Luxottica and Essilor connected vision with €50bn merger, Financial Times. Acceso el 20 de Marzo de: <https://www.ft.com/content/62751154-dc08-11e6-86ac-f253db7791c6>
- Sudarsanam, S., y Sorwar, G. (2010). Determinants of Takeover Premium in Cash Offers: An Option Pricing Approach. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37: 687-714. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02190.x>
- Tillson, C. y Gauvillé, G. (2017). Essilor International SA. Seeing EssilorLuxottica clearly. Credit Suisse Equity Research. https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=em&document_id=x758866&serialid=7F1%2bJHWuATFjG65B0OsL%2bQ%3d%3d
- Toesland, F. (29 de Noviembre de 2017). CEOs struggle to balance shareholder returns and growth. Raconteur. Acceso el 21 de marzo de: <https://www.raconteur.net/ceos-struggle-balance-shareholder-returns-growth/>
- Vuori, T.O., y Huy, Q.N. (2015). Distributed Attention and Shared Emotions in the Innovation Process: How Nokia Lost the Smartphone Battle. *Administrative Science Quarterly*. 61(1):9-51. DOI: 10.1177/0001839215606951
- Wang, L.H., y Zajac, E.J. (2007). Alliance or acquisition? A dyadic perspective on inter-firm resource combinations. *Strategic Management Journal*, 28, 1291– 1317. <https://doi.org/10.1002/smj.638>
- Weber, Y., Rachman-Moore, D., & Tarba, S. Y. (2012). HR practices during post-merger conflict and merger performance. *International Journal of Cross Cultural Management*, 12(1), 73–99. <https://doi.org/10.1177/1470595811413111>
- Weston, F., Mitchell, M., & Mulherin, H. (2004). *Takeover, Restructuring and Corporate Governance*. New Jersey: Prentice Hall.
- Wilhelm, A. (2013). Why Microsoft Had No Choice But To Purchase Nokia's Handset Business. Techcrunch. Acceso 10 de marzo 2021 de: <http://techcrunch.com/2013/09/03/why-microsoft-had-no-choice-but-to-purchasenokias-handset-business/> years ago).

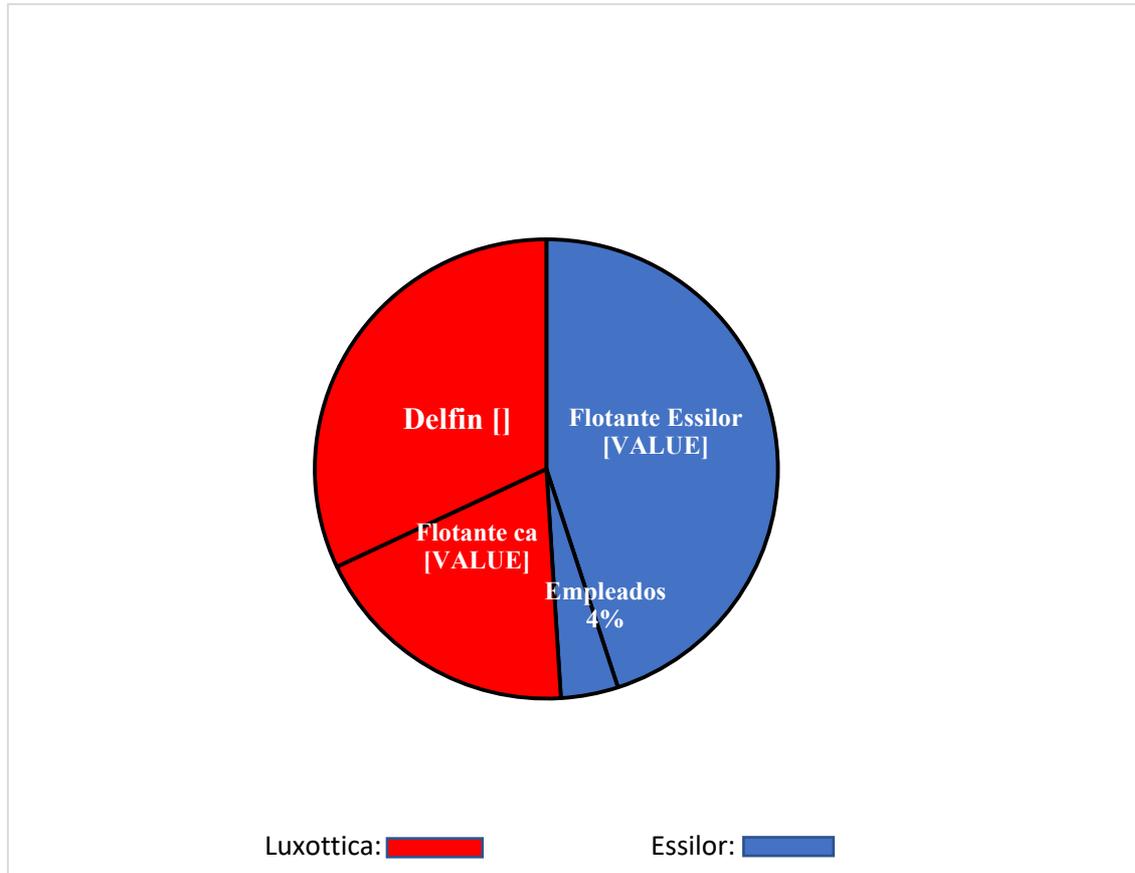
Yildiz, H., y Fey, C. (2010). Compatibility and unlearning in knowledge transfer in mergers and acquisitions. *Scandinavian Journal of Management*. 26. 448-456. <https://doi.org/10.1016/j.scaman.2010.09.010>

Yueh, L. (2014). Nokia, Apple and creative destruction. BBC News. Acceso marzo 20. <https://www.bbc.com/news/business-27238877>

Zozaya, N. (2007). Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa. <http://www.ipyme.org/publicaciones/las%20fusiones%20y%20adquisiciones%20como%20formula%20de%20crecimiento%20empresarial.pdf>

ANEXO

ANEXO I: Estructura de capital de fusión a iguales EssilorLuxottica



Fuente: Pommier, G., y Guan, Y. (2021). *EssilorLuxottica Case Study*. TrainingYou. Paris.

ANEXO II. Cuenta de Resultados Nokia 1998-2014

| Año | Corporación Nokia (€ Millones) | | |
|------|--------------------------------|---------------------|----------------------------|
| | Ventas Netas | Beneficio Operativo | Cuota de Mercado (Móviles) |
| 1998 | 13326 | 2489 | 23% |
| 1999 | 19772 | 3908 | 27% |
| 2000 | 30376 | 5776 | 31% |
| 2001 | 31191 | 3362 | 35% |
| 2002 | 30161 | 4780 | 35% |
| 2003 | 29533 | 4960 | 35% |
| 2004 | 29371 | 4326 | 31% |
| 2005 | 34191 | 4639 | 33% |
| 2006 | 41121 | 5488 | 35% |
| 2007 | 51058 | 7985 | 38% |
| 2008 | 50710 | 4966 | 39% |
| 2009 | 40984 | 1197 | 36% |
| 2010 | 42446 | 2070 | 27% |
| 2011 | 38659 | -1073 | 12% |
| 2012 | 30176 | 2303 | 3% |
| 2013 | 12709 | 519 | 14% |

Fuente: Cuentas anuales Nokia 1998-2013; Cuota de mercado: statista.com