



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales - ICADE

**LA CREACIÓN DE VALOR EN LOS PROCESOS DE FUSIONES Y
ADQUISICIONES**

CON ESPECIAL INCIDENCIA EN EL MÉTODO DE PAGO

Autor: Manuel Fernando de Almansa Garrido

Director: Jesús Javier Reglero Sánchez

Madrid | Junio 2023

Resumen

Las operaciones de fusiones y adquisiciones son modificaciones estructurales que permiten a las empresas adaptarse al medio donde operan. Hoy en día, vivimos en un mercado donde los cambios ocurren de manera exponencial y constante. La pandemia del COVID-19, la guerra en Ucrania o la evolución de la Inteligencia Artificial son algunos indicadores de los recientes cambios mundiales que en apenas unos años han modificado de manera inesperada la oferta y demanda del mercado. Ante esta evolución acelerada, las empresas se ven obligadas a transformar su estructura societaria para seguir compitiendo. Gracias a las operaciones de fusiones y adquisiciones, las empresas tienen la herramienta para poder hacerlo.

El objetivo principal de las empresas en las operaciones de fusiones y adquisiciones es la creación de valor. Esto es posible debido a las sinergias, eficiencias, el crecimiento y la diversificación producida tras la consolidación empresarial. Además, en función del método de pago, la empresa puede llegar a optimizar los factores para maximizar la creación de valor

En el presente trabajo estudiará la creación de valor como objetivo en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Se estudiarán las variables directas que afectan de manera directa al valor añadido que tiene la consolidación para la empresa y se analizará como la elección del método de pago para cada una de las partes intervinientes es un factor determinante para la crear el mayor valor posible.

Palabras Clave

Fusiones y Adquisiciones, método de pago, creación de valor, sinergias, pago en efectivo y pago por acciones.

Abstract

Mergers and acquisitions are structural changes that allow companies to adapt to the environment in which they operate. Today, we live in a market where changes occur exponentially and constantly. The COVID-19 pandemic, the war in Ukraine or the evolution of Artificial Intelligence are some indicators of recent global changes that in just a few years have unexpectedly modified market supply and demand. In the face of these accelerated developments, companies are forced to transform their corporate structure in order to remain competitive. Thanks to mergers and acquisitions, companies have the tools to do this.

The main objective of companies in M&A transactions is value creation. This is possible due to synergies, efficiencies, growth and diversification following business consolidation. Furthermore, depending on the method of payment, the company can optimise the factors to maximise value creation.

This paper will study value creation as an objective in M&A transactions. It will study the direct variables that directly affect the added value of consolidation for the company and will analyse how the choice of payment method for each of the parties involved is a determining factor in creating the greatest possible value.

Key Words

Mergers and Acquisitions, payment method, value creation, synergies, cash payment and share-based payment.

I.	INTRODUCCIÓN.....	7
II.	LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	10
	A) Las modificaciones estructurales	10
	a) La operación de adquisición de empresas.....	12
	b) La operación de fusión de empresas	14
III.	LA CREACIÓN DE VALOR EN LOS PROCESOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES	17
	A) El valor	19
	B) Variables de la creación de valor	20
	a) Ganancia por sinergias.....	20
	b) Ganancia por eficiencia	25
	c) Crecimiento	27
	d) Diversificación.....	29
	C) Medidores de la creación de valor	31
	a) Indicadores contables.....	31
	b) Indicadores económicos	32
	c) Indicadores del mercado	33
IV.	LOS MÉTODOS DE PAGO DENTRO DE LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	34
	A) Los diferentes métodos de pago.....	34
	B) El pago en efectivo	35
	C) El pago a través de acciones	36
	D) Factores que afectan a una mayor creación de valor según el método de pago	37
	a) La liquidez.....	38
	b) Riesgo de la operación.....	39
	c) Los resultados extraordinarios	40
	d) Control sobre la empresa	41
	e) Cotización de la empresa.....	42
	f) Fiscalidad	43
V)	CONCLUSIONES.....	45
VI)	BIBLIOGRAFÍA	47

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Total Value of US M&A in 2013 Dollars.....	12
Ilustración 2: Correlación entre número de operaciones de M&A y el EV.....	18
Ilustración 3: Correlación entre número de operaciones de M&A y TSR.....	18
Ilustración 4: Evolución de los de deals internacionales entre 1985 y 2021.....	29

I. INTRODUCCIÓN

Las reestructuraciones societarias son operaciones que llevan a cabo las empresas para poder adaptar su estructura empresarial a las necesidades del momento. Las empresas se ven obligadas a adaptarse a los cambios constantes del mercado. Para que una empresa pueda seguir siendo competitiva en el mercado, tiene que amoldar su oferta de servicios a la demanda del momento. Como dice Jeff Boss, adaptarse implica ofrecer el producto correcto en el momento indicado (2016).

Para cumplir con las exigencias del mercado, las empresas buscan modificaciones empresariales a través de una ingeniería mercantil que les permita alcanzar sus objetivos empresariales. Dentro de las herramientas empresariales para la adaptación y el rápido crecimiento encontramos las operaciones de fusiones y adquisiciones o Mergers and Acquisitions¹. Por ejemplo, según un informe de la consultora *Pricewaterhouse Coopers*, el aumento en la actividad de fusiones y adquisiciones se ha visto impulsada por la gran demanda actual de nuevos mercados tecnológicos, digitales y de todos aquellos relacionado con el análisis de datos (2021).

Las operaciones de M&A son operaciones de consolidación de empresas y negocios a través de transacciones mercantiles (Hayes, 2023). Las empresas buscan reagruparse o crecer para así poder hacer frente a las exigencias del mercado. Según Gaughan, los dos objetivos más comunes para llevar a cabo una reestructuración empresarial son la búsqueda de sinergias y acelerar el crecimiento empresarial (2015). Este crecimiento permite a las empresas crecer a una escala que de lo contrario, tardarían años. Además, este crecimiento puede tener un objetivo internacional donde la empresa busque operar en un mercado exterior y para lo cual, adquiera otra empresa que ya opere en ese país.

Con las operaciones de M&A, las empresas pueden adaptarse según las exigencias del mercado. Como dice Boss, la adaptabilidad de una empresa no supone que el órgano directivo la haga cambiar como entidad, sino que sepa evolucionar manteniendo su esencia (2016).

¹ A partir de ahora referidas como M&A por sus siglas comúnmente utilizadas en inglés

Hoy en día, vivimos en un siglo que evoluciona de forma exponencial donde los cambios ocurren de forma constante y cada vez más acelerada. Lo que antes era una evolución de diez años, hoy en día se consigue en apenas uno. La era tecnológica y la revolución digital han hecho que la velocidad en la que avanzamos se haya incrementado. Los avances tecnológicos en muchas ocasiones progresan de manera exponencial en vez de lineal, acelerando la innovación y obligando a las empresas, gobiernos y a la sociedad a adecuarse (*The ascent of the machine*, 2021).

Un hito revolucionario que nos ha hecho avanzar en la revolución digital ha sido la pandemia COVID-19. Tras dos años de confinamientos y medidas extraordinarias de aislamiento social, la sociedad se ha visto obligada a dar un salto al mundo digital para poder mantener el contacto y las relaciones incluso en situaciones de cuarentena. Según LaBerge, las medidas adoptadas durante la época COVID-19 han acelerado el uso de la tecnología en años y muchas de las medidas han llegado para quedarse (2020). Ante este cambio, la mentalidad no es la misma. El mundo ya no usa la digitalización como una herramienta adicional sino como el medio principal para desarrollar el trabajo y operar en el día a día. Es aquí donde las operaciones de M&A han permitido a muchas empresas adaptarse al mercado tecnológico emergente y poder hacer frente a las barreras digitales del momento. Pero ¿cómo se benefician exactamente las empresas de las operaciones de fusiones y adquisiciones? A través de la creación de valor.

Los procesos de M&A son una herramienta muy útil en las estructuras societarias ya que son una fuente de creación de valor para las empresas. Según Rapport, la maximización de la creación de valor debería ser el principal objetivo de las empresas en este tipo de operaciones societarias (1998). La creación de valor en los procesos de M&A puede ocurrir de diversas maneras (Langford y Brown, 2004; Rabier, 2007). Por ejemplo, muchas empresas son capaces de generar sinergias tras una operación de fusión al crear una economía de escala y reducir costes, o por el acceso a una mayor financiación gracias al mayor tamaño. Por otro lado, en una adquisición de empresa, la parte adquirente normalmente se beneficia del exceso de valor generado tras la operación de M&A (Singh y Montgomery, 1987).

Todo esto es posible gracias a las sinergias. La sinergia es el mayor valor creado cuando dos empresas operan de forma conjunta. La unión de las empresas tiene un mayor valor que la suma de las empresas por separado (Barone, 2022). Las sinergias en la unión de empresas juegan un papel fundamental en el resultado del beneficio al aumentar los ingresos o disminución los costes.

Un factor determinante en la creación de valor en una operación de M&A es el método de pago elegido. Palmer apunta que el método de pago es un indicador que anticipa las sinergias que puede haber tras una operación de M&A (2021). En el mismo artículo, Palmer señala que los inversores pueden deducir la capacidad de la empresa adquirente para crear valor en función de la elección entre pago en efectivo, a través de acciones o con el pago mixto. La elección método de pago adecuado puede aumentar y maximizar la creación de valor fruto de una operación de fusión o adquisición de empresa.

En el presente trabajo se va a llevar a cabo un análisis de la creación de valor en los procesos de fusiones y adquisiciones con especial incidencia en el factor del método de pago. En primer lugar se introducirán las distintas operaciones de fusiones y adquisiciones. A continuación, se verá qué significa la creación de valor para las empresas. El trabajo estudiará las diferentes variables que afectan a la creación de valor de forma directa como son las ganancias por sinergias, las ganancias por eficiencia, el crecimiento y la diversificación. Por otro lado, se estudiarán varios indicadores para medir la creación de valor: indicadores contables, económicos y del mercado. En último lugar, se estudiará el caso concreto del método de pago como indicador de creación de valor dentro de las operaciones de fusiones y adquisiciones. En búsqueda de una óptima creación de valor, se investigará qué método de pago sería más beneficioso para cada una de las partes.

II. LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

A) Las modificaciones estructurales

Las modificaciones estructurales son cambios fundamentales de organización y funcionamiento que pueden llevar a cabo una sociedad mercantil que se caracterizan por su trascendencia económica y por el cambio organizativo de la empresa (Faus, s.f.). Las modificaciones estructurales son herramientas para las empresas que les permiten crecer y adaptarse a las evoluciones del mercado o a sus necesidades operativas.

En una economía de mercado, las empresas tienen que evolucionar para poder seguir compitiendo y dar un servicio que se adecúe a las necesidades del consumidor. A nivel societario, las reestructuraciones empresariales permiten a las empresas seguir evolucionando, obtener objetivos de crecimiento y rentabilidad e incluso poder superar dificultades económicas o financieras.

La realidad económica es un hecho cambiante. La transición en los diferentes sectores de la economía, fruto de una evolución natural de la sociedad, obliga a sus integrantes a ajustar su tamaño o configuración. Ante la necesidad de cambio, los procesos de modificación y reorganización empresarial permiten a las sociedades configurarse en virtud de sus necesidades operativas (García de Enterría, 2018).

Para hacer frente a la realidad económica, las empresas reestructuran sus patrimonios. Las modificaciones estructurales son cambios en una empresa que van más allá de los simples cambios estatutarios sino que llegan a alterar el patrimonio de la sociedad (Ley sobre las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, 2009, preámbulo). Dentro de las operaciones de reestructuración empresarial se encuentran las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas o las *Mergers and Acquisitions*.

La operación M&A permite a las empresas crecer y adquirir nuevos recursos. Por ejemplo, a nivel financiero, un aumento en el patrimonio permite a una empresa tener mayor acceso al mercado de capitales e incluso disminuir el coste de deuda. Por otro lado,

una fusión empresarial o una adquisición de una empresa dentro del mismo mercado permitirá aumentar la cuota de mercado y hacer a la sociedad más fuerte a nivel competitivo. Todo este crecimiento a través de la creación de valor se explicará más adelante en el trabajo.

Las grandes olas de operaciones de fusiones y adquisiciones son fruto de shocks tecnológicos, regulatorios y de la economía (Mitchell et al., 1996).

Los avances tecnológicos suponen grandes cambios en las industrias e incluso, la creación de nuevas industrias (Harford, 2005). Razones como la digitalización o nuevos proyectos de inversión hacen que los avances tecnológicos exijan mayor capacidad productiva o liquidez a las empresas. Como veíamos, según el informe de la consultora *Pricewaterhouse Coopers*, el aumento en la actividad de fusiones y adquisiciones se ha visto impulsada por la gran demanda actual de nuevos mercados tecnológicos, digitales y de todos aquellos relacionado con el análisis de datos (2021).

Los shocks regulatorios pueden venir por la disminución en las barreras que impiden la agrupación de empresas. Aquellas barreras que impiden la consolidación de empresas (Gaughan, 2015) incluyen toda la regulación intervencionista que previene al mercado de grandes concentraciones empresariales y busca reducir la presencia o el impacto de monopolios en el mercado.

En los crecimientos económicos, las empresas buscan adaptarse para poder hacer frente al gran crecimiento de la demanda agregada. Además, cambios en los tipos de interés pueden ser también un aliciente a las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas. Este fue el caso de una gran ola de operaciones de M&A que ocurrió en Estados Unidos durante los años 2001 y 2007, tras el atentado del 9 de noviembre de las Torres Gemelas.

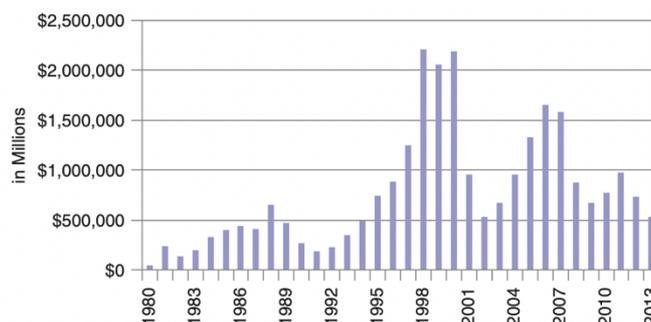


Ilustración 1: Total Value of US M&A in 2013 Dollars

Fuente: *Mergerstat Review, 2014*.

Como vemos en la gráfica, el valor en dólares por operaciones de M&A en Estados Unidos entre los años 2001 y 2007 aumentaron hasta tres veces. Tras el atentado del 9 de noviembre de 2001, la Reserva Federal decidió bajar los tipos de interés para controlar el shock económico que supuso (Gaughan, 2015). Los bajos tipos de interés dieron lugar a una gran burbuja inmobiliaria por el bajo coste de las hipotecas. Por otro lado, el bajo nivel de los tipos de interés supuso el despegue de los fondos de *private equity* ya que las compraventas apalancadas daban gran rentabilidad por el bajo coste de la deuda (Gaughan, 2015). En conclusión, los cambios financieros y shock económicos traen consigo grandes olas de M&A.

a) La operación de adquisición de empresas

Una operación de adquisición de una empresa es un contrato de compraventa a través del cual una empresa se hace con el dominio otra. Según Kenton, una adquisición de una empresa es la compra de todas o la mayoría de las acciones o activos de una empresa de manera que al controlar más del 50%, la empresa adquirente tiene control sobre la empresa objetivo (2022).

Las operaciones de adquisiciones se agrupan en dos tipos: las *Leveraged Buy Out* o compraventas apalancadas y la OPA u oferta pública de acciones.

i) Leveraged buy out

Una *leveraged buy out* es una operación de toma de participación en el capital social de una empresa mediante el recurso a un alto nivel de endeudamiento por parte del adquirente que, en última instancia y en gran medida, se repagará y/o garantizará con los recursos y patrimonio de la propia sociedad adquirida (Saavedra et al., 2011). La empresa adquirente financia la operación con recursos ajenos al endeudarse. Posteriormente, el repago de la deuda se lleva a cabo con los flujos de caja de la empresa adquirida. La operación tiene un bajo coste de financiación por los recursos ajenos frente a los propios y gracias a la disminución del riesgo, la empresa adquirente se puede asegurar una alta rentabilidad en la inversión.

Las operaciones de compraventa de empresas apalancadas persiguen dos fines. Por un lado, el apalancamiento minimiza los recursos propios del inversor y permite a la empresa inversora abarcar un mayor número de transacciones. Además, al reducir el uso de recursos propios la empresa adquirente se asegura **abaratar los costes de financiación**. Por otro lado, esta operación mercantil busca **maximizar la rentabilidad del inversor**, obteniendo un mayor retorno respecto a los recursos empleados (Saavedra et al., 2011).

El nivel de endeudamiento característico de estas operaciones hace que los aspectos relativos a la financiación y garantías de la operación cobren una gran importancia. De esta forma, se busca asegurar el buen fin perseguido sin perjudicar a terceros no participantes como son acreedores o accionistas.

Otra característica de estas operaciones es su vocación temporal. *‘El objetivo de los adquirentes es maximizar el valor de la sociedad adquirida en un periodo de tiempo relativamente corto, que en reglas generales suele oscilar entre los 3 y los 7 años, para luego proceder a la desinversión por medio de una venta privada de su participación o, eventualmente, por medio de una oferta pública de venta en el mercado de la salida a bolsa de la sociedad adquirida, materializando de este modo el incremento de valor experimentado por la empresa adquirida durante este periodo’* (Saavedra et al., 2011, páginas 197). La empresa adquirente busca aumentar el valor a través de una mejor

gestión de la sociedad y así poder liquidar esta ganancia a través de la plusvalía obtenida en la venta de la empresa objetivo.

ii) OPA

Una oferta pública de acciones es una operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan adquirirlas a cambio de un precio. Este precio puede ser un pago en efectivo, a través de acciones o con ambas (Comisión Nacional del Mercado de los Valores, s.f.).

b) La operación de fusión de empresas

Como señala Sánchez Calero Guilarte, desde un punto de vista económico “*la fusión ha de situarse dentro de los fenómenos de integración económica tendentes hacia el fortalecimiento de las empresas y hacia nuevas organizaciones de la actividad económica*” (2010, p.716). Una fusión es un acuerdo por el cual dos empresas existentes se unen para crear una nueva empresa (Hargrave, 2022).

Desde un punto de vista jurídico, la fusión es una operación de reestructuración empresarial encuadrable dentro de las modificaciones estructurales de las sociedades.

La fusión es aquella operación en la que dos o más sociedades mercantiles inscritas se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios y la atribución a los socios de las sociedades que se extinguen de acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante, que puede ser de nueva creación o una de las sociedades que se fusionan (Ley sobre las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, 2009, artículo 22).

La fusión es una operación jurídica compleja que recoge aspectos contractuales y societarios. Resumiendo la reestructuración mercantil que se produce, en una operación

de fusión al menos una de las sociedades se extingue mediante disolución pero sin liquidación y se ha de ampliar el capital de la sociedad beneficiaria de la fusión para que pueda absorber a las demás o bien crear una nueva sociedad resultante de la fusión (SSTC de 17 de mayo de 1999, 10 de noviembre de 2000 y 8 de febrero de 2007). En función de las negociaciones de las empresas y las preferencias de los accionistas y de la propia sociedad, se decidirá la ampliación de capital con el riesgo de dilución de la participación de los accionistas existentes o la creación de una nueva sociedad para integrarse los patrimonios de las dos fusionadas.

En función del tipo relación que guardan entre sí las empresas fusionadas, en cuanto a su actividad básica o principal, podemos diferenciar tres tipos de fusión (Mascareñas, 2005): fusión horizontal, vertical y conglomerado.

Por un lado, está la fusión horizontal. Esta operación se trata de una combinación de dos empresas del mismo género de actividad comercial. Un claro ejemplo de esta fusión es la aquella unión de dos empresas competidoras. De esta forma, la empresa resultante se asegura un crecimiento económico a través del aumento en la cuota de mercado.

Por otro lado, la fusión puede ser vertical. Este tipo fusiones tiene lugar entre empresas que se encuentran en distintas etapas de la cadena de producción. Pueden producirse hacia el consumidor o hacia la fuente de la materia prima utilizada, denominándose respectivamente integración hacia delante e integración hacia atrás. Estas fusiones son un claro ejemplo de una búsqueda de creación de valor a través de la reducción de costes en la producción de producto que se fabrique.

Finalmente, encontramos los conglomerados donde la fusión entre varias empresas con diferentes tipos de negocio. En los conglomerados, las empresas buscan la diversificación de su actividad para así diversificar el riesgo.

Siguiendo el texto de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, hay tres tipos de fusiones en función del procedimiento llevado a cabo.

La fusión por creación (art. 23.1 LME) donde la nueva sociedad supone la extinción de cada una de las sociedades que se fusionan y la transmisión en bloque de los respectivos patrimonios sociales a la nueva entidad, que adquirirá por sucesión universal los derechos y obligaciones de aquellas. En segundo lugar, si la fusión hubiese de resultar de la absorción de una o más sociedades por otra ya existente, esta adquirirá por sucesión universal los patrimonios de las sociedades absorbidas, que se extinguirán aumentando, en su caso, el capital social de la sociedad absorbente en la cuantía que proceda (art. 23.2 LME). En último lugar están las fusiones especiales o simplificadas.

Por último, atendiendo a la nacionalidad de las sociedades hay fusiones nacionales o internas (artículo 27.1 LME) fusiones transfronterizas intracomunitarias (art. 54.1 LME) y fusiones internacionales (art. 27.2 LME).

III. LA CREACIÓN DE VALOR EN LOS PROCESOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

La tendencia global en la industria del M&A es alcista. Así lo recoge la consultora Price Waterhouse Coopers, en un artículo donde analiza los datos históricos de las operaciones de M&A llevadas a cabo a nivel global (2021). En esta publicación, la consultora habla que el número de operaciones de M&A había aumentado en un 24% con respecto al año 2020: *‘el valor de las operaciones publicadas alcanzó un máximo histórico con 5,1 billones de dólares (...) lo que arroja un crecimiento del 57% con respecto a 2020 y pulveriza el récord de 4,2 billones de dólares registrado en 2007’*.

La actividad de M&A tiende a ralentizar su ritmo en situaciones de incertidumbre y gran volatilidad del mercado. Esta es la situación que hemos vivido en los últimos años. Tras una pandemia mundial, y el comienzo de la guerra en Ucrania, la situación financiera vive una situación de mucho riesgo. Las relaciones con Rusia y las restricciones impuestas por los países han hecho que suban los precios y junto a una subida natural por un shock en la demanda tras el COVID-19, los Bancos Centrales se han visto obligados a subir los tipos de interés para poder controlar la inflación.

En este marco financiero, la financiación se encarece y los costes aumentan. Sin embargo, el número de operaciones de M&A sigue aumentando. ¿Cómo puede ser que aun encareciéndose la deuda por la subida de los tipos de interés el número de operaciones siga al alza año tras año?

La razón por el aumento del número de operaciones con independencia a la situación macroeconómica es la creación de valor que se genera para las empresas. Un estudio llevado a cabo por la consultora Ernst & Young, muestra que existe una gran correlación positiva entre el crecimiento del *enterprise value* (EV) y el *total shareholder returns* (TSR) y el número de operaciones de M&A concluidas por una empresa (2021).

El *total shareholder return* es una métrica utilizada para analizar la creación de valor de una empresa, la cual emplea el precio de la acción a lo largo del tiempo. El *enterprise*

value, por otro lado, mide el valor total de una empresa, a modo de alternativa a la capitalización bursátil.

Usando estas dos métricas, la consultora EY encontró una alta correlación positiva entre el número de operaciones de M&A y el EV y TSR de las empresas consultadas. Para el estudio, se usó una base de datos de un total de 6000 empresas y unas 13 000 operaciones de M&A.

Figure 1: Median EV CAGR (2015-19)

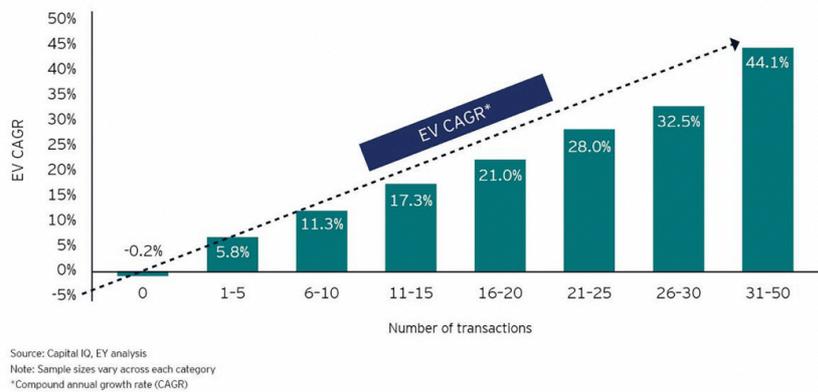


Ilustración 2: Correlación entre número de operaciones de M&A y el EV

Fuente: Capital IQ, EY análisis

Figure 2: Median TSR CAGR (2015-19)

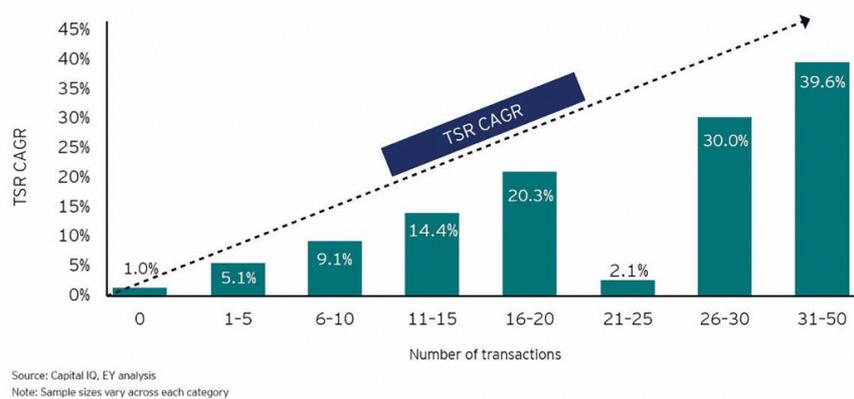


Ilustración 3: Correlación entre número de operaciones de M&A y TSR

Fuente: Capital IQ, EY análisis

En ambas gráficas podemos observar que hay una alta correlación positiva entre el número de operaciones de M&A que lleva a cabo una empresa entre los años 2015 y 2016 y el *enterprise value* y el total *shareholder return* de la misma.

Tras este análisis, podemos ver que el número de operaciones de M&A crea valor para una empresa. Cuando las dos empresas se juntan, son capaces de optimizar recursos, crear sinergias y eficiencias como para que al operar de manera conjunta aporten un valor añadido.

En el siguiente apartado se hablará de la creación de valor para las empresas tras una operación de M&A y se analizará qué supone el valor añadido que se genera. Se verán las variables que afectan a la creación de valor: las sinergias, eficiencias, crecimiento y diversificación. Finalmente, se plantearán distintos indicadores para la medición de la creación de valor de la empresa.

A) El valor

La creación de valor es la capacidad de aumentar el valor de algo para llegar encajar con unas expectativas buscadas (Indeed Editorial Team, 2022). El valor añadido por una empresa puede resultar tanto de las sinergias generadas tras la operación como de la eficiencia por la consolidación de empresas, cosa que no pasaría si las empresas operasen por separado (Harrison et al., 1991; Capron 1999; Damodaran, 2005).

Aunque los motivos que pueden impulsar una fusión son muy variados, el objetivo principal debe ser la creación del máximo valor (Rapport, 1998). En definitiva, se ha de buscar optimizar los recursos de ambas empresas o que su valor conjunto sea mayor que operando de forma independiente. Cuando esto ocurre, se dice que la operación de M&A ha creado valor.

B) Variables de la creación de valor

La creación de valor en las operaciones de M&A puede ocurrir de diferentes formas (Langford y Brown, 2004; Rabier, 2017). Desde el punto de vista del accionista, la creación de valor en una empresa se refleja en cuatro aspectos fundamentales: las ganancias por sinergias, las ganancias por eficiencia, el crecimiento de la empresa, la diversificación (Roberts et al. 2012; Motis 2007; DePamphilis 2010; Gaughan 2015).

a) Ganancia por sinergias

En el mundo de la ciencia, la palabra sinergia hace referencia a un tipo de reacción que ocurre cuando dos elementos o factores, al combinarse, producen un mayor resultado que con la suma de ambos (Gaughan, 2015). Según la RAE, la palabra sinergia es la acción de dos o más causas cuyo efecto es superior a la suma de los efectos individuales.

En el caso de operaciones de M&A, cuando dos empresas se unen y tienen una mayor capacidad económica y financiera que la suma individual de ambas, podemos hablar de sinergia en la combinación de las empresas. Mellen y Evans (2010) definen las sinergias como una combinación de empresas que hace que la suma de dos más dos sea igual a cinco. Las sinergias son un proxy a la creación de valor (Seth, 1990; Harrison et al., 1991; Ana Cunha, 2018; Ekkayokkaya y Paudyal, 2019). Además, se miden a través de la variación en las ventas (Bakher, 2018). A fin de cuentas, las sinergias cobran especial relevancia pues son un indicador del rendimiento de una empresa.

Las ganancias por sinergias de una empresa se pueden dividir en tres: sinergias operacionales, sinergias financieras y las sinergias de dirección (Martynova et al., 2006; Ross et al., 2010; Depamphilis, 2010).

i) *Las sinergias operacionales*

La sinergia operacional se produce cuando el valor y el rendimiento de dos empresas combinadas es superior a la suma de las empresas por separado y, como tal, permite a las

empresas aumentar sus ingresos de explotación y lograr un mayor crecimiento (Divestopedia, 2017). Dentro de las sinergias operacionales encontramos el poder de mercado y los recursos complementarios.

En primer lugar, encontramos el poder de mercado. El poder de mercado es la capacidad que tiene una empresa, como integrante, de controlar el precio, la cantidad o la naturaleza de los productos vendidos en un mercado. Aquella empresa que tiene poder de mercado sobre otras empresas lo empleará para generar beneficios adicionales. Este uso del poder se ve de forma clara en los monopolios.

Según Stigler, las empresas llevan a cabo operaciones de fusiones y adquisiciones para adquirir un mayor poder de mercado o para levantar barreras de entrada a competidores potenciales (1950). El poder de mercado en las concentraciones horizontales suele dar lugar a mayores oportunidades de colusión, lo que se traduce en beneficios para los participantes en el mercado a través de mayores ingresos (Stigler, 1965). Además, las fusiones pueden poner a las empresas en situación de ejercer actividades anticompetitivas, como las ventas vinculadas o los acuerdos recíprocos (Lorie y Halpern, 1970).

Por todo lo visto, el aumento en el poder de mercado supone para la empresa fusionada un incremento de los ingresos de explotación gracias a las sinergias operacionales.

En segundo lugar, encontramos los recursos complementarios. Barney define los recursos de una empresa como todos los activos, capacidades, procesos organizativos, atributos de la empresa, información, conocimientos controlados por una empresa que le permiten concebir y aplicar estrategias que mejoran su eficiencia y eficacia (1991). Cuando dos empresas combinan diferentes de recursos que se complementan de manera conjunta, podemos hablar de que hay una sinergia a partir de recursos complementarios. La complementariedad de los recursos supone la creación de nuevas oportunidades y la mitigación de amenazas y riesgos. A través de las sinergias creadas por la complementariedad de los productos, la empresa consigue reducir los costes. Es esta reducción en los costes lo que se conoce como economías de alcance. Existen economías de alcance cuando la producción conjunta de dos productos es menos costosa que el coste de producción de estos bienes por dos empresas separadas (Severiens, 1991). Las economías de alcance están estrechamente relacionadas con las economías de escala. Si las economías descritas se logran en un entorno de un solo producto, se denominan

economías de escala, pero si se logran en un entorno multiproducto, se denominan economías de alcance (Seth, 1990 B).

Otros conjuntos de recursos complementarios más comunes son las líneas de productos, las tecnologías, los conocimientos técnicos, los mercados geográficos y los grupos de clientes complementarios (Teece, 1980). Estas categorías de recursos complementarios suelen tener como objetivo la mejora de los ingresos más que la reducción de costes.

Toda esta reducción en los costes es fruto de las sinergias producidas por la complementariedad de los productos tras la fusión que, en última instancia, suponen una creación de valor para la empresa fusionada.

ii) *Las sinergias financieras*

La sinergia financiera es el impacto que una operación de fusión o adquisición tiene sobre el coste de capital de una empresa (Gaughan, 2015). Cuando dos empresas se fusionan o una empresa adquiere a otra, la nueva empresa resultante tiene un menor riesgo que las dos anteriores. Esta reducción en el riesgo viene por varias razones como por ejemplo la mayor capacidad de repago de deuda o la diversificación de los flujos de caja no correlacionados. La bajada en el riesgo suele tener como principal efecto un mayor acceso a financiación o una reducción en el coste para la empresa. Como veremos a continuación, son varios los resultados directos e indirectos en la situación financiera de las empresas tras la operación de M&A.

En primer lugar, una fusión reduce el riesgo de quiebra de las empresas. La operación de fusión de empresas disminuye la volatilidad de los flujos de caja a través de la diversificación. Esto se produce ya que la combinación de dos empresas independientes hace que los flujos de caja de la empresa resultante no estén correlacionados (Higgins y Schall, 1925). Al tener un bajo grado de correlación, el riesgo de la empresa resultante es menor que el de las dos empresas por separado. Esta reducción de la volatilidad de los flujos de caja hace que el riesgo de quiebra la empresa se reduzca.

Un efecto tras la reducción del riesgo de quiebra es que el coste de financiación de la nueva empresa se reduce. Al disminuir el riesgo de la empresa, el coste al que los acreedores prestarán a la empresa será menor. Todo esto está explicado por Higgins y Schall (1925) a través del *debt coinsurance*. Según la teoría de *debt coinsurance*, si la

correlación de los flujos de ingresos de dos empresas es menor que uno, el riesgo de bancarrota se reduce. La sinergia se cumple con la operación mercantil pues el riesgo de la nueva empresa es menor que la suma de los riesgos de las empresas por separado. Higgins y Schall explican que *'debt-coinsurance effect'* sucede ya que los ingresos se redistribuyen entre los proveedores de financiación de la empresa (1925). Lewellen también defiende que los *stockholders* ganan en este tipo de combinaciones (1971).

En segundo lugar, las operaciones de fusiones y adquisiciones tienen un efecto directo en la rentabilidad de los bonos de las empresas. Billet, King y Mauer (2004) estudiaron los efectos en los beneficios tanto de la empresa adquirente como de la empresa objetivo entre los años 1980s y 1990s en Estados Unidos. En su estudio descubrieron que los bonos de la empresa objetivo que eran inferiores al grado de inversión antes de la operación obtuvieron rendimientos significativamente positivos durante el periodo de anuncio. Por el contrario, los bonos de la empresa adquirente obtuvieron rentabilidades negativas durante el periodo del anuncio.

Ante un aumento en la rentabilidad de los bonos, su precio cae. Esto supone que el valor de la deuda emitida por la empresa fusionada disminuye al aumentar su rentabilidad.

En tercer lugar, una operación de fusión entre dos empresas de distinto tamaño de aumenta el acceso de la empresa pequeña al mercado de capitales. En los mercados financieros, una de las grandes ventajas de una gran empresa es que el coste de financiación de la empresa es menor. Cuanto mayor es el tamaño de una empresa, mejor acceso tendrá a los mercados de capital. Esto se debe a que el riesgo disminuye con el tamaño. Por lo tanto, el riesgo en la inversión que supone prestar capital a una empresa es menor cuanto mayor es su tamaño. Es por eso por lo que muchas entidades de crédito no prestan a pequeñas empresas. Sin embargo, tras una operación de M&A, el acceso a financiación por parte de las entidades de crédito aumenta por reducirse el riesgo.

A través de la operación de fusión, las grandes empresas adquirentes dan acceso a las pequeñas empresas objetivo a un mercado de capital interno que, de otra manera, no tendrían o sería más costoso (Billet y Mauer, 2002). Esto ha sido justificado con estudios que demuestran que las empresas diversificadas, que suelen ser más grandes que las

empresas no diversificadas, tienen una mayor calidad crediticia y un mejor acceso al mercado de capital (Dimitrov, 2006).

Las sinergias financieras también operan en el caso de que una empresa aporte liquidez y otra empresa aporte proyectos de inversión rentables. Por un lado, una empresa tiene grandes recursos financieros y liquidez, pero escasea en proyectos con grandes TIRs. Por otro lado, la empresa objetivo tiene falta de liquidez pero opera en proyectos con grandes TIRs. Esto sería un deal 'win-win' donde la empresa adquirente aporta la financiación mientras que la empresa adquirente aporta sus fondos de proyectos con mayores TIRs. (Gaughan, 2015).

Todas estas sinergias permiten que la nueva empresa cree valor al poder aumentar su rentabilidad por acción. Como demuestran Higgins y Schall, tras una operación de fusión, la rentabilidad de la empresa aumenta al tener acceso a una deuda más barata (1975). Con una financiación abaratada, la nueva empresa fusionada tendrá una mayor capacidad de apalancamiento, cosa que aumentaría su ratio de deuda y patrimonio neto. El aumento en el ratio de deuda-fondos propios hace que la empresa dé más rentabilidad para los inversores de la operación. Finalmente, el aumento en la rentabilidad también se plasmaría en un ahorro fiscal por el pago de intereses de la deuda (Galai y Masulis, 1976).

iii) Las sinergias de dirección

El concepto de sinergia de dirección se basa en la idea de que las distintas empresas tienen diferentes niveles de eficacia debido a la capacidad del órgano de dirección. Hay ciertos órganos administrativos que son más eficientes gestionando su empresa que otros. Los equipos directivos compiten por dirigir una empresa. Si la dirección de una empresa rinde por debajo de su potencial, un equipo directivo más eficiente adquirirá la empresa y sustituirá a la dirección ineficiente. Esto hace que las adquisiciones de empresas se consoliden como una fuerza disciplinaria de manera que tras la reorganización empresarial, la adquisición garantiza que el equipo directivo más eficiente sea el que gestione la empresa.

La combinación de los activos de la empresa y los nuevos recursos de gestión resultantes de la adquisición se denomina sinergia de dirección. Manne (1965) fue uno de los

primeros en reconocer que las adquisiciones proporcionan un mecanismo para una gestión más eficiente de los activos de la empresa adquirida. La mayor eficiencia se reconoce en una mejora de los resultados operativos o en una mayor valoración del capital.

Martin y McConenell (1991), así como Jarrell et al. (1988), encontraron pruebas empíricas de apoyo al descubrir rendimientos anormales de las cotizaciones bursátiles de una empresa tras una adquisición que va acompañada de un cambio de dirección.

Como vemos, todos estos autores consiguen demostrar que un cambio en la dirección por una adquisición empresarial puede crear valor para la empresa.

La sinergia de dirección es el principal de algunas adquisiciones de empresas, especialmente en caso de una reestructuración.

b) Ganancia por eficiencia

La eficiencia hace referencia a la necesidad de menores asignaciones de factores para la producción de un determinado nivel de bienes y servicios (Sánchez, 2018). La eficiencia es un concepto muy importante a nivel empresarial ya que supone que el reparto de recursos es considerado la mejor opción posible entre las existentes.

Tras una operación de M&A, una empresa tiene ganancias por eficiencia ya que adquiere nuevos recursos y es capaz de reorganizar el reparto de éstos de una manera óptima. Las ganancias por eficiencia incluyen las economías de escala, economías de alcance y las economías de integración vertical a través de la racionalización de los recursos y la mejora en la eficiencia operacional y la reducción en los costes de producción (Brealy, 2010; Ross et al. 2010; Depamphilis, 2010).

i) *Las economías de escala*

La economía de escala es una situación en la que una empresa reduce sus costes de producción al expandirse. Al aumentar la producción, el coste unitario se reduce (Kiziryan, 2020). La reducción en el coste unitario no viene por la disminución en el coste

de las materias primas, sino que es fruto del mayor número de productos entre los que se divide el gasto de la maquinaria empleada.

En una operación de M&A, la economía de escala es el resultado de la reducción de los costes de producción, obtenidos por operar a un mayor nivel de capacidad y a través de un sistema de distribución compartido. Al juntarse ambas empresas, se reducen los costes fijos por unidad de producción, asociados normalmente a la reducción de gastos de ventas, generales y administrativos mediante la consolidación de la sede central y las funciones de apoyo (Gaughan, 2015). Las áreas funcionales de una empresa donde aparece el beneficio de las economías de escala son la publicidad, la investigación y el desarrollo, la optimización de la distribución y el aprovisionamiento mediante la reducción de los costes de transacción en la cadena de suministro (Porter, 1980; Scherer, 1980).

Tras una operación de M&A, también encontramos economías de escala financiera, fruto de una disminución los costes de transacción y costes de emisión (Levy y Sarnat, 1970). De esta forma, la nueva empresa fusionada es capaz de obtener financiación a un menor coste, lo que supondría una mayor rentabilidad en la inversión.

Las economías de escala están muy relacionadas con la eficiencia operativa. Por lo tanto, las sinergias por economías de escalan dependen de la adecuación entre las empresas consolidadas y su estructura de costes (Severiens, 1991). Cuanta mayor relación haya entre las operaciones de las empresas fusionadas, mayor economía de escala habrá y más probable será la realización de las sinergias de reducción de costes.

ii) Las economías de alcance

Las economías de alcance se dan cuando la producción conjunta de dos productos reduce su coste en comparación al coste de producción de los bienes de forma separada (Severiens, 1991). En el apartado de las sinergias por productos complementarios ya vimos la creación de valor para la empresa por economías de alcance. Remito a ese apartado del trabajo para ver la explicación de las economías de alcance y como son una reducción de los costes para las empresas.

iii) Las economías de integración vertical

La integración vertical es una estrategia empresarial que permite a una empresa racionalizar sus operaciones al adquirir varias etapas del proceso de producción en lugar de depender de proveedores externos (Hayes, 2023). Para alcanzar una integración vertical, las empresas adquieren los establecimientos de sus proveedores, fabricantes, distribuidores o establecimientos minoristas en lugar de subcontratarlos.

El principal potencial de una integración vertical es que permite a la empresa adquirente ganar control sobre la cadena de producción. La adquisición supone que la empresa adquirente ya no depende de un productor externo y por tanto, puede llegar a reducir los costes al internalizarlos (Hayes, 2023). Con la reducción de los costes de producción, aumenta la eficiencia operativa, aumentando los márgenes de beneficio (WallStreetPrep, s.f.).

Gaughan habla de una fuente de suministro fiable como motivo para llevar a cabo una integración vertical (2015). En esta obra, el autor defiende que la fiabilidad de una fuente de suministro no solo se puede determinar en términos de disponibilidad del suministro, sino que a través del mantenimiento de la calidad y la puntualidad de las entregas también se asegura. El acceso puntual a los suministros ayuda a las empresas a suministrar sus propios productos de forma fiable.

Gracias a las economías de integración vertical, las empresas pueden ganar control sobre las cadenas de producción, de manera que crean valor para la empresa a través de una mayor independencia y una reducción en los costes de producción.

c) Crecimiento

El crecimiento de la empresa es un motivo estratégico por el que una empresa puede decidir llevar a cabo una operación de M&A. Junto con las ganancias por eficiencias, sinergias y la diversificación, el crecimiento de la empresa es una de las razones por las que la operación de fusión o adquisición crea valor para la empresa (Roberts et al. 2012; Motis 2007; DePamphilis 2010; Gaughan 2015). En este apartado nos centraremos en el crecimiento de la empresa dentro de su propia industria o sector y en siguiente, veremos el crecimiento hacia nuevas industrias o diversificación de la empresa.

El ritmo al que crece una empresa dependerá del crecimiento interno y la velocidad a la que avance su mercado. Sin embargo, las empresas pueden optar como alternativa por un crecimiento acelerado a través de una fusión de empresas o adquiriendo una tercera.

Según Gaughan, cuando una empresa busca crecer en su sector, muchas veces no se pueden permitir hacerlo al ritmo del mercado por la presencia de los competidores (2015). Muchas oportunidades se dan de forma limitada en el tiempo y si la empresa no es capaz de aprovecharlas, los competidores pueden crecer más rápido y arrebatarles la cuota de mercado (Gaughan, 2015).

Frederiksen (2023) recoge cinco situaciones en las que una operación de M&A es una buena estrategia de crecimiento para la empresa. Estas situaciones son las siguientes: cubrir lagunas en la oferta de servicios, adquirir talento humano y propiedad intelectual, añadir un nuevo modelo de negocio a la empresa, ahorrar tiempo y largas curvas de aprendizaje.

Un claro ejemplo de esta última situación es el crecimiento de la empresa a otras regiones geográficas. Como dice Gaughan (2015), el crecimiento de la empresa a partir de una adquisición de una empresa en esa región puede ser mucho menos arriesgado y más rápido que procurar entrar en ese nuevo mercado creciendo de manera interna. En el caso de una expansión internacional, se requieren muchos elementos para tener éxito en el nuevo mercado geográfico. La empresa necesita conocer los matices del nuevo mercado, contratar nuevo personal y hacer frente a muchos obstáculos como pueden ser barreras lingüísticas, culturales o incluso aduaneras. A través de una adquisición de una empresa local, la empresa internacional puede facilitar su entrada en el nuevo mercado.

Según la base de datos Statista, el número de operaciones de M&A transfronterizas ha aumentado de forma exponencial a nivel mundial en los últimos cuarenta años.

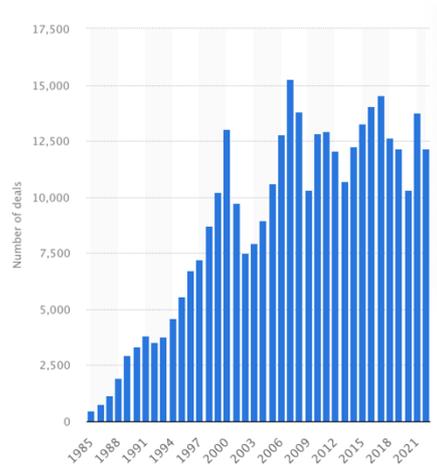


Ilustración 4: Evolución de los de deals internacionales entre 1985 y 2021

Fuente: Statista, Financial Service

Como vemos en la gráfica, desde los años ochenta el número de operaciones de M&A enfocadas al mercado internacional se ha multiplicado hasta cinco veces. Con la globalización, las empresas han buscado evolucionar hacia el mercado internacional. La interconexión entre los países y la internacionalización de la cadena de producción ha impulsado a las empresas a buscar nuevos países donde poder producir y comerciar sus productos. Según lo expuesto *supra*, las operaciones de M&A aportan a las empresas una mayor capacidad y velocidad de crecimiento que de lo contrario, no podrían alcanzar. Todo ello les permite aprovechar el nuevo mercado internacional y sacar el máximo rendimiento.

En conclusión, el crecimiento empresarial es un motivo estratégico que crea valor a las empresas y gracias a las operaciones de fusiones y adquisiciones, se puede llegar a crecer a un ritmo suficiente que le permita a la empresa operar en mercados internacionales o alcanzar nuevos objetivos.

d) Diversificación

De manera abstracta, la diversificación consiste en hacer heterogéneo aquello que antes era homogéneo, de manera que todo lo que antes era uniforme, ahora tiene diferentes variaciones (Rus, s.f.). En el ámbito financiero, la diversificación es una estrategia de

gestión del riesgo en una cartera donde se busca mezclar una gran variedad de inversiones en diferentes activos. La lógica de la diversificación es que las carteras construidas a partir de diferentes tipos de activos tendrán una mayor rentabilidad en función de un tipo de riesgo asumido o todo lo contrario, su nivel de riesgo será menor para una cantidad de rentabilidad obtenida (Segal, 2022).

La diversificación se puede alcanzar bien a través de una inversión en distintos tipos de activos como pueden ser de renta fija o variable, como también a través de la inversión en diferentes países, industrias o tipos de empresa. En cualquier caso, la diversificación se mide a través de la correlación entre las inversiones. Cuanto menor sea el grado de correlación entre los flujos de caja de las empresas, mayor diversificación habrá.

Cuando se habla de diversificación en el mundo del M&A, la diversificación de una empresa significa que ésta decide crecer fuera de su industria actual. Para ello, la empresa expande su inversión operativa en productos, servicios, mercados e industrias no relacionados con los suyos. De esta forma, consigue adquirir una empresa cuyos flujos de caja no estén correlacionados con los suyos.

Según Williams (2023), la diversificación empresarial puede ser una buena idea para un negocio en ciertas situaciones: cuando el mercado se encuentra saturado, para poder llegar a alcanzar nuevos clientes, para gestionar, protegerse y reducir el impacto del riesgo; para aumentar la competitividad de una empresa ofreciendo una mayor variedad de productos y servicios y por último, para mejorar su estabilidad y ser menos dependiente de un único producto.

La diversificación de una empresa es una decisión que no siempre lleva a buen puerto. Aunque la ampliación en la gama de productos puede reducir el riesgo que asume una empresa, la entrada a nuevos mercados puede suponer grandes pérdidas para la empresa. Es por eso por lo que Markides, en su publicación en la revista *Harvard Business Review*, hace la reflexión que cuando una empresa decide diversificar su producto, no tiene que preguntarse qué es lo que hace su empresa sino qué es lo que mejor hace su empresa en comparación con sus competidores (1997). Junto a esto, Markides también habla sobre

los activos estratégicos y cómo la empresa también se tiene que plantear si verdaderamente tiene la capacidad como para entrar dentro del nuevo mercado.

En resumen, toda operación de M&A puede crear valor para la empresa por la diversificación. En mayor o menor medida, al fusionarse dos empresas o al adquirir una nueva empresa, disminuye la correlación entre los flujos de caja de tal forma que la empresa resultante es menor arriesgada.

C) Medidores de la creación de valor

Los indicadores o medidores de creación de valor de una empresa se pueden organizar en tres grandes grupos (Vernimmen et al., 2014): indicadores contables, económicos y del mercado.

a) Indicadores contables

Los medidores contables son el Return on Equity ratio (ROE) y el Return on Capital Employed (ROCE).

En primer lugar, el Return on Equity ratio (ROE) es una ratio de rentabilidad financiera que permite determinar la capacidad que tiene una empresa para generar valor para sus accionistas (Dulitel, 2021). Es la ratio más empleada por los analistas financieros y mide la rentabilidad de la compañía sobre sus fondos propios además de medir la capacidad que tiene la empresa de generar beneficios para sus accionistas. Es el beneficio que obtiene la empresa por cada unidad monetaria invertida. El ROE se calcula dividiendo el beneficio neto obtenido por la empresa en relación con sus fondos propios. Tras una operación de M&A, el ROE permite comparar la rentabilidad de las empresas

En segundo lugar, el ROCE es una ratio financiera que se emplea para evaluar la rentabilidad de una empresa y la eficiencia de su capital. Ayuda a comprender hasta qué punto una empresa está generando beneficios a partir de su capital empleado (Hayes,

2023). Cuanto mayor es el ROCE, más rentable es la empresa. El ROCE toma en consideración las deudas y el patrimonio neto, a diferencia del ROE que solo tiene en cuenta el patrimonio neto. Esto permite neutralizar el análisis del resultado financiero de las empresas con alto grado de endeudamiento.

El uso de indicadores contables para medir la creación de valor tras una operación de M&A tiene varias ventajas. Por un lado, el uso de indicadores contables permite obtener una visión mucho más integrada de la operación de M&A y su resultado (Ansoff et al., 1970). Por otro lado, a la hora de poder analizar el valor creado tras la operación, hay que tener en cuenta que las sinergias se realicen. Por ello, la realización de las sinergias se puede apreciar a partir del medio y largo plazo y es con los indicadores contables que se puede recoger todo este efecto futuro (Hitt et al., 1998).

b) Indicadores económicos

Los indicadores económicos son el Valor Actual Neto (VAN) y el Economic Value Added.

El Valor Actual Neto (VAN) es la diferencia entre el valor actual de las entradas de efectivo y el valor actual de las salidas de efectivo a lo largo de un periodo de tiempo. El VAN permite conocer la rentabilidad de un proyecto. Para su cálculo, se descuentan a valor actual un flujo futuro de pagos, utilizando el tipo de descuento adecuado. El tipo al que se descuentan los flujos de caja puede reflejar su coste de capital o los rendimientos disponibles en inversiones alternativas de riesgo comparable (Fernando, 2023).

A través del VAN, se puede analizar si la operación de M&A es rentable. Cuando el VAN es mayor que cero, significa que la operación de M&A será rentable para los accionistas. Sin embargo, si el VAN es menor que cero significa que el valor actual del desembolso de la operación es mayor que el valor actual de los flujos de caja que se reciben y por tanto, la operación no es rentable. Siempre se buscará invertir en operaciones de M&A con VAN positivas y más altas.

El Economic Value Added es una medida del resultado financiero de una empresa basada en la diferencia incremental de la tasa de rentabilidad sobre el coste de capital de una

empresa. Se calcula deduciendo el coste de capital al beneficio de explotación, ajustando los impuestos (Chen, 2022). El Economic Value Added mide el valor que una empresa genera a partir de los fondos invertidos en ella. Si el valor es positivo significa que la empresa adquirida o fusionada genera valor del capital invertido en ella. *A contrario sensu*, si el valor es negativo significa que la operación de M&A no ha tenido creación de valor tras la inversión.

c) Indicadores del mercado

Los indicadores de mercado son Market Value Added, el Total Shareholder Return y el Abnormal Return.

El Market Value Added es la diferencia entre el valor de mercado de una empresa y la contribución a la empresa por parte de los inversores, bonistas y accionistas (Chen, 2021). Mide el valor acumulado por parte de una empresa. Un alto valor del Market Value Added significa que el valor que la empresa ha generado es mayor que el valor de capital aportado. Puede ser un medidor de la actuación del órgano de administración de la empresa. Un alto nivel de Market Value Added es un indicador de que la empresa tiene una rentabilidad positiva gracias a que los directivos de la empresa han conseguido generar valor (Chen, 2021).

El Total Shareholder Return es una medida de rendimiento financiero de una empresa que indica la cantidad total que el accionista obtiene de la inversión realizada en la empresa (Ganti, 2021). Se calcula como el valor actual de la acción menos el valor de adquisición, más los dividendos y partido el valor de adquisición. Con esta fórmula, el accionista puede calcular la rentabilidad obtenida por la inversión en la empresa y en última instancia, es un indicador de cómo va una empresa.

El Abnormal Return es un resultado extraordinario de ingresos o pérdidas generadas por una inversión concreta en un periodo de tiempo específico (Barone, 2021). Es un indicador clave para entender el rendimiento ajustado al riesgo de una empresa cuando se compara en relación con el resto del mercado. Muestra si los accionistas o inversores recibieron una rentabilidad adecuada al nivel de riesgo que asumieron en la inversión.

IV. LOS MÉTODOS DE PAGO DENTRO DE LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

A) Los diferentes métodos de pago

Las operaciones de M&A son una estrategia corporativa vital en el mundo empresarial para poder sobrevivir en el mercado competitivo. Se han convertido en componentes vitales en el mundo económico y empresarial y juegan un papel fundamental a la creciente competencia global y la rápida evolución de los mercados (Vya et al., 2012).

En una compraventa o una fusión de empresas, la empresa adquirente buscará pagar el menor precio mientras que la empresa objetivo buscará la mayor contraprestación posible. En este escenario, el método de pago elegido para financiar la operación será una decisión muy importante para cada uno de los intervinientes. Según Depamphilis, el método de pago en una operación de M&A se divide en dos categorías: el pago en efectivo o el pago con participaciones societarias (2010).

En primer lugar, el pago en efectivo es un tipo de financiación en las operaciones de M&A donde las empresas usan liquidez en contraprestación a la fusión o adquisición de la empresa objetivo. En el pago de efectivo, las empresas suelen hacer uso de un excedente de caja o buscan financiación ajena para obtener una mayor rentabilidad a través del apalancamiento. En ambos casos, los accionistas de la empresa objetivo no participarían en la nueva empresa fusionada y el resultado de la operación la soportaría únicamente la empresa adquirente.

El segundo método para financiar una operación de M&A es el pago por acciones. A través de un *exchange ratio*, se determina el número de acciones que la empresa adquirente ofrece por cada acción de la empresa objetivo (Gaughan, 2015). El método de pago con acciones permite a la empresa reducir el riesgo al compartir la inversión con los accionistas empresa objetivo (Gaughan, 2015). En el pago por acciones, los accionistas de ambas empresas serán los nuevos accionistas de la empresa fusionada y la rentabilidad a corto y medio plazo se dividirá entre las partes.

En búsqueda de una mayor creación de valor para la empresa, muchos son los factores que determinan el método de pago elegido. El método de pago es una negociación clave dentro de la operación de M&A pues la actuación que lleven a cabo antes y después de la operación de M&A ambas empresas dependerá del método de pago escogido (Chevalier & Redor, 2008; Schlingemann, 2004). Alguno de los factores que determinan el método de pago son por ejemplo la posición de liquidez, el riesgo de la inversión, el apalancamiento, la estructura del pasivo, el coste de capital, el patrimonio neto, implicaciones fiscales, la política de dividendos, el valor de la prima, el valor de mercado de la acción, legislación, beneficios y algunos medidores como el Free Cash Flow, Equity Flow, Return On Equity, Market to Book Value, Debt Flow, costes de transacción y la voluntad de la empresa objetivo (Boateng & Bi, 2013; Kalinowska & Mielcarz, 2014; Barbopoulos & Sudarsanam, 2012).

Recordando a Rapport, el objetivo principal en una operación de M&A debe ser siempre la creación del máximo valor (Rapport, 1998). Por lo tanto, en función de la situación financiera de cada empresa y sus objetivos económicos, las partes intervinientes escogerán el método de pago que maximice su creación de valor.

En este apartado del trabajo se estudiarán los diferentes métodos de pago dentro de una operación de M&A y su incidencia en la creación de valor para cada una de las partes. Se verán situaciones financieras y económicas que motivan a la elección de un método de pago frente a otro y cómo esta elección genera una mayor creación de valor para cada uno de los partícipes dentro de la operación.

B) El pago en efectivo

El pago en efectivo es el método de financiación más común dentro de las operaciones de M&A (Palmer, 2021). Para poder ejecutar la operación, la empresa adquirente necesitará liquidez y en caso de no disponer de caja, la empresa acude a financiación ajena.

La financiación puede ser con fondos propios o ajenos. Los fondos propios provienen tanto ampliaciones de capital como de aportaciones de los socios. Por otro lado, en la financiación con fondos ajenos se acude a deuda financiera o emisión de deuda privada. Deeb (2020) recoge cinco formas posibles para financiar una operación de M&A: con fondos propios, con los flujos de caja de la empresa resultante, pago aplazado a la empresa objetivo, deuda bancaria o financiación de un *Private Equity*.

La financiación ajena tiene un menor coste de capital sin embargo, no toda empresa tiene capacidad para levantar una cantidad de dinero. Para tener acceso a financiación ajena la empresa adquirente tiene que asegurar unos parámetros de riesgo y rentabilidad que muchas veces no puede. Si la empresa de lo contrario decide ampliar capital o que los socios aporten fondos, el coste por dividendos normalmente será mayor que los intereses por la deuda (Boyte-White, 2021). Una deuda más encarecida supone menos rentabilidad de la inversión. Por ello, en búsqueda de la maximización en la creación de valor de la inversión, la decisión entre financiación por fondos propios y fondos ajenos es muy importante.

El gran beneficio del método de pago en efectivo es que **la participación de los accionistas en la empresa no se ve diluida** por la entrada de nuevos accionistas. Sin embargo, el pago en efectivo supone una fiscalidad inmediata frente al pago con acciones donde la tributación se difiere. Aunque estos dos aspectos son decisivos, no son los únicos a tener en cuenta. **La disponibilidad de efectivo, el apalancamiento, colateral y el beneficio directo** son otras razones por las cuales una empresa se puede decantar entre un pago en cash y el pago por acciones (Chaney, Lovata y Philipich, 1991; Boateng y Bi, 2013).

C) El pago a través de acciones

El pago a través de acciones es una forma de financiación en las operaciones de M&A donde la empresa adquirente emite acciones a favor de la empresa objetivo como forma de contraprestación a la toma de posesión de la empresa objetivo. En este método de pago,

tanto la empresa objetivo como la empresa adquirente comparten el resultado futuro de la operación es decir, ambas empresas asumen el beneficio y pérdidas resultantes de la fusión o adquisición por participar en la futura empresa resultante.

Lo más determinante de este método de pago en las operaciones de M&A es el *exchange ratio* o canje de acciones por el que se paga a los accionistas de la empresa objetivo. El *exchange ratio* es el número de acciones de la empresa adquirente ofrecidas por cada acción de la empresa objetivo (Gaughan, 2015). Para calcular el *exchange ratio*, cada una de las empresas realizará una valoración de la empresa objetivo, y a partir de aquí cada una de las partes hará una oferta. La empresa adquirente marca el techo del máximo que está dispuesta a pagar mientras que la empresa objetivo dará un mínimo precio al que esté dispuesta a vender (Gaughan, 2015). En cualquier caso, una vez hecha la valoración, el canje de acciones estará marcado por las oportunidades de negocio de cada una de las partes y por su poder de negociación.

Un factor que impulsa a la empresa adquirente a elegir el método de pago por acciones es la sobrevaloración de sus acciones (Palmer, 2021). En este caso, la empresa adquirente es capaz de crear un mayor valor tras la operación con el pago de acciones al haber sido capaz de negociar una permuta o canje de acciones mucho más beneficiosa a si se hubiese pagado en efectivo. Junto a este, la fiscalidad, el riesgo de operación o la liquidez son factores que también influyen en la decisión del método de pago.

D) Factores que afectan a una mayor creación de valor según el método de pago

A continuación, se analizarán los factores económicos y financieros que se han venido introduciendo y que afectan de manera directa a la creación de valor en función del método de pago. En función de su situación en relación con cada uno de ellos, las empresas optarán por un método de pago u otro en búsqueda de la maximización del presupuesto.

a) La liquidez

La liquidez de una empresa es un factor determinante para elegir el método de pago. Según Jensen (1986) las empresas con gran capacidad de liquidez y capacidad de endeudamiento prefieren el cash como método de pago dentro de las operaciones de M&A. Con el pago en efectivo la empresa adquirente da uso al excedente de caja que pueda tener en su balance. Además, en caso de apalancamiento, la empresa adquirente incrementa la rentabilidad de la inversión. La empresa adquirente repagará esta deuda con los nuevos flujos de caja obtenidos por la inversión (Picardo, 2022).

Según la hipótesis del *free cash flow*, la empresa adquirente que tenga un excedente de liquidez apostará por un pago en efectivo de la operación. Jensen (1986), Martin (1996) y Chaney et al. (1991) apoyaron la hipótesis del *free cash flow* y encontraron que existe una relación directa entre la rentabilidad de las acciones y la disponibilidad de efectivo. Jensen (1986) defiende que los administradores que dispongan de flujo de caja libre preferirán invertirlo en proyectos con VAN negativo en vez de pagar un dividendo a los accionistas. Es decir, frente a una acumulación de efectivo, los administradores buscarán proyectos donde invertirlo en lugar de darle una salida a través del dividendo.

Por otro lado, Faccio y Masulis (2005) y Alshwe et al. (2011) desarrollaron la '*financial constraints hypothesis*', en oposición a la '*free cash flow hypothesis*'. Según esta teoría, las empresas con **limitaciones financieras** tienden a usar las acciones como método de pago en las operaciones de M&A. Las dos limitaciones fundamentales son la falta de liquidez o la falta de capacidad de endeudamiento. En ambos casos, la empresa no podría pagar el precio de la inversión sino a través de un número de acciones calculado con el *exchange ratio*.

En el mundo bancario, cuando el tamaño de la empresa objetivo es competitivamente mayor que la empresa adquirente, hay una mayor probabilidad de que el pago se realice a través de acciones o una combinación de ambas (Grullon et al. 1997). Comparativamente, la empresa adquirente tiene menos poder de caja y la única forma de poder financiar la operación es permitiendo que la empresa objetivo participe en ella.

En resumen, viendo los distintos escenarios de liquidez para las empresas, frente a altos grados de liquidez, la empresa adquirente va a preferir que el pago se realice en efectivo. El exceso de liquidez financieramente no es rentable para una empresa. De esta forma, al pagar la operación con la caja, la empresa puede rentabilizar y dar una salida a la liquidez. Esta inversión permitiría una mayor creación de valor para la empresa adquirente en comparación con el pago a través de acciones.

b) Riesgo de la operación

Una operación de M&A es una apuesta o inversión que deciden realizar varias empresas. Como toda inversión, hay un riesgo asociado a que las previsiones financieras no se cumplan o que las empresas no se fusionen según lo esperado.

Existe un riesgo de integración. El riesgo de que las dos empresas no se integren puede suponer no alcanzar los objetivos productivos o financieros deseados como por ejemplo la reducción en los costes por sinergias o economías de escala (Picardo, 2022).

Por otro lado, existe un riesgo asociado con la evolución del precio de las acciones tras operación. El mercado puede reaccionar de manera favorable o desfavorable dependiendo de cómo perciben los inversores la operación (Picardo, 2022).

Con el pago en acciones, la empresa adquirente reparte el riesgo de la operación de manera que cualquier resultado futuro se divide. Según un estudio de Martin (1996) el pago a través de acciones se utiliza en aquellas operaciones con oportunidades de crecimiento para la empresa adquirente. Al igual que sucede con el riesgo, cualquier expectativa de crecimiento será un beneficio para los accionistas de la empresa objetivo si la operación es financiada a través de acciones. De esta forma, participarán en el futuro de la empresa fusionada y recibirán la rentabilidad proveniente de las sinergias resultantes de la operación. Según Palmer, cuando una empresa tiene una alta seguridad en que las sinergias tras la operación se realizarán, la empresa adquirente preferirá el pago en efectivo (2021). *A contrario sensu*, la empresa objetivo preferirá el pago con acciones para así poder participar en el beneficio tras la consolidación de las empresas.

c) Los resultados extraordinarios

Un resultado extraordinario es una gran pérdida o beneficio inesperados fruto de una inversión o una cartera de inversión durante un periodo de tiempo (Barone, 2021). Los resultados extraordinarios son un indicador de la buena evolución de la inversión tras una operación de M&A.

Antoniou y Zhao (2004) defienden que **los resultados extraordinarios** de la empresa adquirente suelen ser mucho menores en caso del pago con acciones frente al pago en cash o pago mixto. Además, según Travlos (1987) cuando en una operación de M&A el pago se realiza a través de acciones, **los resultados extraordinarios** suelen ser negativos mientras que si el pago es a través de cash hay suele haber resultados positivos.

En relación **con la rentabilidad de la operación**, Fuller y Glarzer (2003) concluyeron que las empresas americanas adquirentes tenían una mayor rentabilidad en la operación cuando esta se realizaba a través del pago en cash. Según demostraron Huang y Walking cuanto mayor sea el porcentaje del pago en efectivo, mayor beneficio extraordinario (abnormal return) que obtendrán tanto la empresa adquirente como la empresa objetivo (1987).

En fin, el pago de la operación a través de efectivo tendrá resultados extraordinarios para la empresa adquirente.

Por último, la empresa también tendrá resultados extraordinarios cuando el método de pago sea mixto. Este método de pago es una combinación de financiación de una operación de M&A a través del pago en acciones y pago en efectivo. En este método de pago, **los resultados extraordinarios** son diferentes a las rentabilidades de los métodos de pagos puros en acciones o todo en efectivo (Scheuering, 2015). Ecko et al. (1989) han comprobado empíricamente que **los retornos extraordinarios** pueden ser mayores con este método de pago mixto. Además, este estudio destacó que el método de pago mixto puede llegar a ser muy **competitivo** (Ecko et al., 1989). El número de operaciones de

M&A pagadas de forma mixta con efectivo y acciones ha aumentado desde 1990 hasta 2008 (Boone, Lie, y Liu, 2014).

Como resultado, según la literatura, el pago por acciones suele tener menos resultados extraordinarios para la empresa que el pago en efectivo. Si bien podríamos concluir que el pago en efectivo tendría crearía más valor para la empresa por posibles resultados extraordinarios positivos, también podría ocurrir todo lo contrario donde el resultado extraordinario fuese negativo y la pérdida fuese mayor que con el pago por acciones. Por lo tanto, en relación con el método de pago elegido según el retorno extraordinario, habría que estar al nivel de riesgo que la empresa adquirente esté dispuesta a asumir en la operación de M&A.

d) Control sobre la empresa

La creación de valor para los accionistas es fundamental en la elección del método de pago. Tras un estudio llevado a cabo por Amihud et al. (1990), Martin (1996), Yook et al. (1999) y Faccio y Masulis (2005) se dieron cuenta que **los socios de la empresa** adquirente prefieren el pago de la operación de M&A a través del método en efectivo para así mantener el control de la compañía emergente o fusionada, es decir, que no haya una dilución en la participación y que eso lleve a una votación con un cambio en el control del órgano de administración. Con el pago en efectivo, los accionistas se aseguran de que el actual órgano de administración continúa teniendo control sobre la inversión.

Ladkani y Benerjee (2012) estudiaron el impacto del medio de pago en el beneficio de los accionistas y concluyeron que había una relación directa entre el medio de pago y el beneficio de los accionistas.

Tan importante es el interés de la sociedad persona jurídica como la de los accionistas de la empresa adquirente. Esto se ve claramente en el proceso de la toma de decisión pues aunque sea el órgano de administración quien proponga la decisión de adquirir una

empresa o fusionarse con ella, según la Ley de Sociedades de Capital, la decisión final la aprueban los socios a través de una votación.

e) Cotización de la empresa

El valor de las acciones de cada una de las empresas es un factor determinante en la elección del método de pago. Cuando las acciones de la empresa adquirente estén sobrevaloradas, la empresa va a preferir las acciones como método de pago (Palmer, 2021).

En el pago por acciones, se pacta un *exchange ratio* entre las dos partes de manera que se establece el número de acciones que pagará la empresa adquirente por las acciones de la empresa objetivo (Gaughan, 2015). El canje establece cuántas acciones debe emitir una empresa adquirente por cada acción que posee un inversor en una empresa objetivo, para proporcionar el mismo valor relativo al inversor. La ecuación de canje de acciones está diseñada para dar a los accionistas la cantidad de acciones de la empresa que mantenga el mismo valor relativo de las acciones que el accionista poseía en la empresa objetivo (Chen, 2020).

El precio de las acciones de la empresa objetivo suele verse incrementado por el importe de una prima de adquisición que el adquirente paga al adquirir el total de las acciones.

Si las acciones de la empresa adquirente están sobrevaloradas por el mercado, la empresa adquirente preferirá el método pago con acciones de tal forma que tener un precio superior a su valor, el adquirente obtendría un mayor beneficio según el canje de acción por acción. La sobreestimación del valor de las acciones se puede medir con el price-earning ratio que mide el valor de mercado de una empresa partido por los beneficios disponibles para los accionistas (Gaughan, 2015). Cuanto mayor es el PER, más dispuestos están los inversores a pagar por las acciones de una empresa, dadas sus expectativas sobre los beneficios futuros de la misma. Por lo tanto, cuanto mayor sea el PER de la empresa adquirente en relación con el de la empresa objetivo, mayor valor podrá crear la empresa al pagar con acciones. El cambio por el *exchange rate* resulta beneficioso para la empresa adquirente.

Un ejemplo de esta situación son las *accretive acquisitions*, donde la empresa adquirente aprovecha que la empresa objetivo tiene un menor PER para adquirirla a través de una permuta de acciones (Kenton, 2021).

En suma, cuanto más sobrevaloradas estén las acciones de la empresa adquirente, mayor valor creará si emplea el método de pago por acciones en la operación de fusión o adquisición.

f) Fiscalidad

La tributación en una operación de M&A es algo muy importante para las empresas ya que al aumentar el coste de la operación, hay una menor rentabilidad de la inversión. En función del método de pago elegido, la tributación será distinta.

A nivel fiscal, el pago por medio de acciones se puede considerar como una reorganización no gravada (Alan, 1987). No se tributarán por estas acciones hasta que no se vendan (Gaughan, 2015). Es decir, la empresa diferirá la tributación por la acción recibida hasta el día en que éstas se vendan.

Según Niden (1996), Eckbo y Langohr (1989) y Franks et al. (1988) el método de pago en efectivo es más caro que el pago en acciones ya que en el pago en efectivo se tributa de manera inmediata frente a la tributación de las acciones que se lleva a cabo el día que el accionista se deshaga de ellas. Algunos estudios que defienden esta idea son los llevados a cabo por Aurbach y Reishus (1988) y Eckbo y Langohr (1989).

En España, existe la posibilidad de diferir la tributación en las fusiones de empresas cuando existe motivo económico válido aceptado por la Agencia Tributaria. Este diferimiento viene recogido en el “*Régimen especial de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social*” y queda regulado en el *Capítulo VII del Título VII de la Ley 27/2014 de Impuesto sobre Sociedades (Ley IS)*. Según Gallardo, el régimen legal vigente permite no integrar las rentas obtenidas por

la operación dentro de la base imponible de la entidad transmitente, lo que supondría un diferimiento de la tributación a un momento posterior (2021).

En conclusión, la fiscalidad toma un roll principal dentro de la elección del método de pago elegido en las operaciones de M&A. Según lo expuesto, en el pago con acciones, el momento del pago se difiere a la venta por parte de los accionistas, permitiendo a la empresa adquirente incurrir en menos gasto en la operación de M&A y así poder crear más valor. Sin embargo, hay que tener en cuenta también que la legislación española permite diferir la tributación en los pagos en efectivo de las operaciones de M&A por lo que de facto, la elección de cualquier método de pago no tendría implicación a nivel fiscal en la creación de valor para la empresa cuando la operación ocurriese en España.

V) CONCLUSIONES

Las operaciones de fusiones y adquisiciones son una gran herramienta de reestructuración empresarial que permiten a las sociedades transformar su negocio y dar una respuesta a las necesidades del mercado.

A nivel operacional, las empresas fusionadas son capaces de aumentar en cuota de mercado y adquirir una mayor posición dominante con respecto a sus competidores. La empresa resultante tras una operación de M&A aumenta en tamaño y recursos, teniendo mayor influencia en la fijación de los precios y en las barreras de entrada del mercado. El crecimiento de la empresa a través de las operaciones de M&A es un motivo estratégico que les permite alcanzar nuevos mercados y crecer a ritmos que de otra manera, les resultaría muy costoso.

Asimismo, cuando dos empresas se juntan, la unión de sus capacidades y recursos aumenta su potencial competitivo. Esta economía de alcance hace que las empresas sean capaces de crear valor por la complementariedad de sus productos y la reducción en sus costes. Por otro lado, las empresas que llevan a cabo una operación de fusión y adquisición también se benefician de las economías de escala, creando valor por la reducción de los costes de producción.

Desde el punto de vista financiero, las empresas generan sinergias en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Las fusiones reducen el riesgo de la empresa por la disminución en la correlación de sus flujos de caja. Esta disminución les permite reducir sus costes de financiación y atraer a un mayor número de inversores. También encontramos sinergias financieras en la liquidez y en la rentabilidad de las empresas fusionadas. En estos casos, la operación de M&A crea valor para la empresa al dotarla de nuevos recursos que de forma individual, no hubiesen sido capaz de conseguir.

Toda esta creación de valor se ve maximizada según el método de pago que escoja cada una de las empresas intervinientes. En el caso de que la empresa adquirente tenga altos niveles de liquidez, su preferencia será el pago en efectivo. De igual manera, si la empresa adquirente quisiera mantener el control sobre la empresa tras la operación de M&A, buscará el pago en efectivo de manera que la empresa objetivo no participase en la

resultante. Por otro lado, un alto nivel de riesgo será un aliciente para que la empresa pague en a través de acciones la operación de M&A. En este caso, el pago con acciones permite a la empresa adquirente compartir el riesgo con la empresa objetivo y en caso de mal resultado, las pérdidas las soportan todos los accionistas.

En conclusión, las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas son una gran fuente de creación de valor y de crecimiento empresarial. A parte de permitir a las empresas adaptarse a los cambios del mercado de manera eficiente y rápida, las operaciones de fusiones y adquisiciones son un mecanismo societario que genera beneficio a través de las sinergias y eficiencias resultantes de la operación. Como hemos visto a lo largo del trabajo, el método de pago determinará el beneficio final tras la operación para cada una de las partes y por tanto, pasa a ser un factor determinante dentro de la creación de valor. Por ello, en función de las previsiones y preferencias de cada una de las partes intervinientes en una operación de fusiones y adquisiciones, las empresas escogerán el método de pago que más les beneficie y maximice su valor creado.

VI) BIBLIOGRAFÍA

Alan J. Auerbach and David Reishus, “The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions,” in Alan J. Auerbach, ed., *Mergers and Acquisitions* (Chicago: National Bureau of Economic Research, 1987), 69–85.

Alshwer, A.A., Sibilkov, V., & Zaiats, N. (2011). *Financial Constraints and the Method of Payment in Mergers and Acquisitions*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1364455>

Amihud, Y., Lev, B., & Travlos, N.G. (1990). Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions. *The Journal of Finance*, 45(2), 603-616. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03706.x>

Ansoff, H. I., Anver, J., Branderburg, R. G., Portner, F. E., y Radosevich, R. (1970) Does planning pay? The effect of planning on success of acquisitions in American firms. *Long Range Planning*, 3(2), 2-7.

Auerbach, A.J., & Reishus, D. (1988). *The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions*. University of Chicago Press. <https://doi.org/10.7208/chicago/9780226032177.001.0001>

Barney J., (1991), “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage”, *Journal of Management*, Vol. 17, No. 1, pp. 99-120

Barone, A. (25 de abril 2021). Abnormal Return: Definition, Causes, Example. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/a/abnormalreturn.asp>

Barone, A. (31 de marzo 2022). Synergies: Concepts in Finance and Examples. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/s/synergy.asp>

Barbopoulos & Sudarsanam. (2012). Determinants of Earnout as Acquisition Payment Currency and Bidder’s Value Gains. *Journal of Banking & Finance*, 36(3), 678-694. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.007>

Boateng, A., & Bi, X. (2013). Acquirer Characteristics and Method of Payment: Evidence from Chinese Mergers and Acquisitions. *Managerial and Decision Economics*, 35(8), 540-554. <https://doi.org/10.1002/mde.2640>

Boone, A.L., Lie, E., & Liu, Y. (2014). Time Trends and Determinants of the Method of Payment in M&As. *Journal of Corporate Finance*, 27, 296-304. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.015>

Boss, J., (2016) Staying Competitive Requires Adaptability. *Forbes* <https://www.forbes.com/sites/jeffboss/2016/04/26/staying-competitive-requires-adaptability/>

Boyte-White, C. (6 de junio 2021). How Do Cost of Debt and Cost of Equity Differ? Investopedia. <https://www.investopedia.com/ask/answers/032515/what-difference->

between-cost-debt-capital-and-cost-equity.asp#:~:text=Equity%20capital%20reflects%20ownership%20while,of%20a%20company%27s%20profit%20margins.

Brealey, R.: Principles of Corporate Finance, Concise. McGraw-Hill Higher Education (2010)

Chaney, P.K., Lovata, L.M., & Philipich, K.L. (1991). Acquiring Firm Characteristics and the Medium of Exchange. *Journal of Business and Economics*, 30(4), 55-69.

Chevalier, A., & Redor, E. (2008). The Choice of the Payment Method in Mergers and Acquisitions. In *Handbook of Financial Engineering* (pp. 385-430). Springer US. https://doi.org/10.1007/978-0-387-76682-9_13

Chen, J. (2021) What is Market Value Added (MVA)? Benefits and Calculation. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/mva.asp>

Chen, J. (2022) Economic Value Added (EVA) Definition: Pros and Cons, With Formula. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/e/eva.asp>

Damodaran, A.: The value of synergy. Available at SSRN 841486 (2005)

DePamphilis, D. (2010). *Mergers and Acquisitions Basics Negotiation and Deal Structuring*. Academic Press.

Divestopedia. (28 de marzo de 2017). Operating Synergy. <https://www.divestopedia.com/definicion/5010/operating-synergy#:~:text=Explains%20Operating%20Synergy-,What%20Does%20Operating%20Synergy%20Mean%3F,income%20and%20achieve%20higher%20growth>

Dulitel, A. (2021). ¿Cómo llevar a cabo una correcta interpretación del ROE? EPAE. <https://www.epae.es/interpretacion-roe/>

Eckbo, B.E., & Langohr, H. (1989). Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums: Public and Private Tender Offers in France. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 363-403. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90052-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90052-4)

Ernst & Young, (3 de marzo de 2021), How mergers and acquisitions can create value, defying M&A skeptics. https://www.ey.com/en_us/strategy/how-mergers-and-acquisitions-can-create-value-defying-m-and-a-skeptics

Faccio, M., & Masulis, R.W. (2005). The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00764.x>

Faus, M. (s.f.). Modificaciones estructurales. <https://vlex.es/vid/modificaciones-estructurales-380390762>

Fernando, J. (2023). Net Present Value (NPV): What it Means and Steps to Calculate it. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/n/npv.asp>

Fuller, K.P., & Glatzer, M.B. (2003). Method-of-Payment Choice for International Targets. *Advances in Financial Economics*, 8(1), 47-64. [https://doi.org/10.1016/S1569-3732\(03\)08003-4](https://doi.org/10.1016/S1569-3732(03)08003-4)

Galai, D., Ronald W. M., “The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock,” *Journal of Financial Economics* 3, no. 1/2 (January/March 1976): 53–81.

Deeb, G. (2020). The Top 6 Ways To Finance A Merger Or Acquisition. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/georgedeeb/2020/09/04/the-top-6-ways-to-finance-a-merger-or-acquisition/>

Gallardo, C. (15 de marzo de 2021). Régimen Fiscal Especial en las Reestructuraciones de Empresas (parte I). <https://merac.es/regimen-fiscal-especial-reestructuraciones-empresas/>

Ganti, A. (2021). Total Shareholder Return (TSR): Definition and Formula. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/t/tsr.asp>

Gaughan, P. (2015). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. Sixth Edition. Wiley. New Jersey

García de Enterría Lorenzo-Velázquez, J. (2018). Aspectos Generales de las Operaciones de Adquisición de Empresas. En R. Sebastián Quetglas (Ed.), *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas* (2ª ed., pp. 45-65). Wolters Kluwer.

Gort, M.: An economic disturbance theory of mergers. *Q. J. Econ.* 83(4), 624–642 (1969)
Gorton, G., Kahl, M., Rosen, R.J.: Eat or be eaten: a theory of mergers and firm size. *J. Financ.*

Levy H., Sarnat M., “Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers,” *Journal of Finance* 25, no. 4 (September 1970): 795–802.

Hargrave, M. (8 de mayo 2022). Merger: Definition, How it works with Types and Examples. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/merger.asp>

Hayes, A. (25 de marzo 2023). Mergers and Acquisitions (M&A): Types, Structures, Valuations. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp>

Hayes, A. (17 de mayo 2023). Return on Capital Employed (ROCE): Ratio, Interpretation and Example. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/r/roce.asp>

Hayes, A. (30 de mayo 2023). Vertical Integration Explained: How it works, With Types and Examples. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/v/verticalintegration.as>

Manne H., (1965), “Mergers and The Market for Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, Vol. 73, pp. 110-120

Martin K.J., McConnell J.J., (1991), “Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover”, *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 2, pp. 671-687

Martin, K.J. (1996). The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership. *The Journal of Finance*, 51(4), 1227-1246. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb04068.x>

Mark Mitchell and J. H. Mulherin, “The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity,” *Journal of Financial Economics* 41, no. 2 (June 1996): 193–229.

Markides, C. C. (1997). To Diversify or Not to Diversify, *Harvard Business Review*, November-December 1997. <https://hbr.org/1997/11/to-diversify-or-not-to-diversify>

Martynova, M., Oosting, S., Renneboog, L.: The long-term operating performance of European mergers and acquisitions. ECGI-Finance Working Paper, (137) (2006)

Matthew T. Billet, Tao-Hsien Dolly King, and David C. Mauer, “Bondholder Wealth Effects in Mergers and Acquisitions,” *Journal of Finance* 59, no. 1 (February 2004): 107–135.

Matthew Billet and David Mauer, “Cross Subsidies, External Financial Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value,” *Review of Financial Studies*, 16, 2003, 1167–1201 and Murillo Campello, “Internal Capital Markets in Financial Conglomerates: Evidence from Small Bank Responses to Monetary Policy,” *Journal of Finance*, 57, 2002, 2773–2805.

Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

Motis, J.: Mergers and acquisitions motives. Toulouse School of Economics EHESS (GREMAQ) and University of Crete. Retrieved from economics.soc.uoc.gr/wpa/docs/paper2mottis.pdf (2007)

Palmer, B. (31 de julio 2021) What Investors Can Learn From M&A Payment Methods.

Picardo, E. (23 de marzo de 2022). How M&A can affect a company. <https://www.investopedia.com/articles/investing/102914/how-mergers-and-acquisitions-can-affect-company.asp>

Pricewaterhouse Cooper (sin fecha), Tendencias globales de la industria del M&A: perspectivas para 2022. <https://www.pwc.es/es/deals/tendencias-globales-industria-m-a-2022.html>

- Porter M.E., (1980), “Competitive Strategy”, Free Press, New York
- Rabier, M.R., (2017) Acquisition motives and the distribution of acquisition performance. *Strateg. Manag. J.*
- Robert C. Higgins and Lawrence C. Schall, “Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers,” *Journal of Finance* 30, no. 1 (March 1975): 93–113.
- Roberts, J.W. and Sweeting, A.: Airline mergers and the potential entry defense. In: Working Paper (2012)
- Ross, S.A., Randolph, W., westerfield, J.: *Corporate Finance*, 9th edn. McGraw-Hill, Boston (2010)
- Rus Arias, E. (s.f.) Diversificación. *Economipedia*. <https://economipedia.com/definiciones/diversificacion.html>
- Sánchez Galán, J. (2018) Eficiencia. *Economipedia*. <https://economipedia.com/definiciones/eficiencia.html>
- Scherer F.M., (1980), “Industrial Market Structure and Economic Performance”, 2nd Edition Chicago: Rand McNally
- Scheuring, U. (2015, January 15). Retrieved from <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp14019.pdf>
- Schlingemann, F.P. (2004). Financing Decisions and Bidder gains. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 683-701. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00043-9](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00043-9)
- Singh, H., Montgomery, C.A., (1987) Corporate acquisitions strategies and economic performance. *Astrateg. Manag. J.*
- Segal, T. (2022). What Is Diversification? Definition as Investing Strategy. *Investopedia*. <https://www.investopedia.com/terms/d/diversification.asp>
- Seth A., (1990 B), “Value Creation in Acquisitions: A Re-Examination of Performance Issues”, *Strategic Management Journal*, Vol. 11, No. 2, pp. 99-115
- Severiens J.T., (1991), “Creating Value Through Mergers and Acquisitions: Some Motivations”, *Managerial Finance*, Vol. 17, pp.3-7
- Stigler G.J., (1950), “Monopoly and Oligopoly by Merger”, *American Economic Review*, Vol. 40, pp. 23-34
- Stigler G.J., (1965), “The Dominant Firm and the Inverted Price Umbrella”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 8, pp. 167-172

Swieringa, J., & Schauten, M. (2007). The Payment Method Choice on Dutch Mergers and Acquisitions. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1018899>

Teece D.J., Rumelt R., Dosi G., Winter S., (1994), “Understanding corporate coherence: Theory and evidence”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 23 , No. 1, pp. 1-30

Travlos, N.G. (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *The Journal of Finance*, 42(4), 943-963. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb03921.x>

The ascent of the machine. (16 de Octubre 2021). *The Economist*. <https://www.economist.com/books-and-arts/2021/10/16/two-new-books-explore-the-impact-of-accelerating-technology>

Dimitrov V., “Corporate Diversification and Capital Constraints: Real Effects Across the Business Cycle,” *Review of Financial Studies*, 19, 2006, 1465–1498.

Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., Salvi, A.: *Corporate Finance: Theory and Practice*. John Wiley & Sons, Ltd. (2014)

Vyas, V., Narayanan, K., & Ramanathan, A. (2012). Determinants of Mergers and Acquisitions in Indian Pharmaceutical Industry. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 5(9), 79-102.

Wilbur G. Lewellen, “A Pure Rationale for the Conglomerate Merger,” *Journal of Finance* 26, no. 2 (May 1971): 521–545.

Williams, A. (2023), *Business Diversification-How it works and examples*. Shorts. <https://blog.shorts.uk.com/business-diversification-strategy-examples#:~:text=What%20is%20diversification%3F,generate%20new%20sources%20of%20revenue.>

Yook, K.C., Gangopadhyay, P., & McCabe, G.M. (1999). Information Asymmetry Theory, Management Control Theory, and Method of Payment in Acquisitions. *Journal of Financial Research*, 22(4), 413-427. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1999.tb00703.x>