



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

CREACIÓN DE VALOR EN LOS PROCESOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

Autor: Javier Herrero Bayón
Director Jesús Javier Reglero Sánchez

MADRID | marzo 2026

RESUMEN

El presente trabajo analiza la creación de valor en los procesos de fusiones y adquisiciones (M&A). Partiendo de un contexto en el que las operaciones de M&A han experimentado un notable resurgimiento tras el ciclo de baja actividad de 2022-2023, el estudio examina en profundidad las motivaciones corporativas que las impulsan, los métodos de valoración de la empresa objetivo y los factores determinantes del éxito o fracaso de estas operaciones.

A través de una metodología que combina el enfoque cualitativo y cuantitativo, se construye un marco conceptual sólido sobre la creación de valor en M&A y se identifican los principales factores que la condicionan: el encaje estratégico, la disciplina en el precio pagado, la calidad de la due diligence, la integración post-adquisición y la compatibilidad cultural entre las organizaciones involucradas. Asimismo, se analiza la destrucción de valor desde una perspectiva tanto empírica como teórica, abordando las causas estructurales más frecuentes

El análisis se concreta en dos casos prácticos contrastados: la fusión DaimlerChrysler (1998), ejemplo paradigmático de destrucción de valor en una gran fusión transfronteriza, y la adquisición de Idealista por EQT (2020-2024), que ilustra cómo una adquisición focalizada con conocimiento sectorial profundo puede generar valor. La comparación permite extraer conclusiones de carácter general sobre las condiciones necesarias para que una operación de M&A cree valor.

Como conclusión principal, el trabajo sostiene que la creación de valor en M&A no depende del tamaño de la operación ni de la solidez aparente del relato estratégico, sino de la combinación simultánea de cuatro condiciones: calidad real del encaje estratégico, disciplina en el precio, alineación de intereses entre comprador y equipo gestor, y calidad en la ejecución de la integración.

Palabras clave

Fusiones y adquisiciones, creación de valor, sinergias, destrucción de valor, prima de adquisición, integración post-adquisición, due diligence, event study, encaje estratégico, capital privado.

ABSTRACT

This paper analyses value creation in mergers and acquisitions (M&A) processes. Set against a backdrop of renewed deal activity following the low-volume cycle of 2022-2023, the study provides a thorough examination of the corporate motivations driving M&A transactions, the valuation methods applied to target companies, and the key factors that determine whether such operations succeed or fail in creating value for acquirers.

Drawing on a combined qualitative and quantitative methodology, the paper builds a rigorous conceptual framework on value creation in M&A and identifies the main determinants: strategic fit, pricing discipline, the quality of due diligence, post-acquisition integration, and cultural compatibility between the combining organisations. The study also addresses value destruction from both an empirical and theoretical perspective, examining the most prevalent structural causes.

The analysis is grounded in two contrasting case studies: the DaimlerChrysler merger (1998), a paradigmatic example of value destruction in a large cross-border transaction, and the acquisition of Idealista by EQT (2020-2024), which illustrates how a focused acquisition backed by deep sector knowledge can generate value. The systematic comparison of both cases allows for the extraction of general conclusions on the conditions required for an M&A transaction to create sustained value.

The central conclusion of the paper is that value creation in M&A does not depend on deal size or the apparent strength of the strategic rationale, but rather on the simultaneous presence of four conditions: genuine strategic fit, pricing discipline, alignment of interests between buyer and management team, and quality of integration execution.

Key words

Mergers and acquisitions, value creation, synergies, value destruction, acquisition premium, post-acquisition integration, due diligence, event study, strategic fit, private equity.

LISTA DE ABREVIACIONES

AR: Abnormal Return (Rentabilidad Anormal)

BO: Binding Offer (Oferta Vinculante)

Buy side: Parte adquiriente en una operación de M&A

CAR: Cumulative Abnormal Return (Rentabilidad Anormal Acumulada)

CAPEX: Capital Expenditure (Gasto de Capital)

CAPM: Capital Asset Pricing Model (Modelo de Valoración de Activos)

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

DCF: Discounted Cash Flow (Flujo de Caja Descontado)

Due Diligence: Proceso de auditoría previa a una transacción

EBIT: Earnings Before Interest and Taxes (Beneficio Antes de Intereses e Impuestos)

EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

ERP: Enterprise Resource Planning (Sistema de Gestión Empresarial)

EV: Enterprise Value (Valor de la Empresa)

EVA: Economic Value Added (Valor Económico Añadido)

FCF: Free Cash Flow (Flujo de Caja Libre)

Fit: Encaje estratégico entre dos empresas

KPMG: Klynveld Peat Marwick Goerdeler (firma de auditoría)

LBO: Leveraged Buyout (Adquisición Apalancada)

M&A: Mergers and Acquisitions (Fusiones y Adquisiciones)

McKinsey: McKinsey & Company (consultora estratégica)

MoIC: Multiple on Invested Capital (Múltiplo sobre Capital Invertido)

NBO: Non-Binding Offer (Oferta No Vinculante)

NOPAT: Net Operating Profit After Tax (Beneficio Operativo Neto Después de Impuestos)

OPA: Oferta Pública de Adquisición

PER: Price to Earnings Ratio (Relación Precio-Beneficio)

R&D / I+D: Research and Development / Investigación y Desarrollo

REO: Revenue-Enhancing Opportunity (Oportunidad de Mejora de Ingresos)

S&P 500: Standard & Poor's 500 (Índice bursátil estadounidense)

SHA: Shareholders' Agreement (Acuerdo de Accionistas)

SPA: Sale-Purchase Agreement (Contrato de Compraventa)

Target: Empresa objetivo de una adquisición

TIR: Tasa Interna de Rentabilidad

TSR: Total Shareholder Return (Rentabilidad Total para el Accionista)

VAN: Valor Actual Neto

WACC: Weighted Average Cost of Capital (Coste Medio Ponderado de Capital)

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN	2
ABSTRACT	3
LISTA DE ABREVIACIONES	4
1. INTRODUCCIÓN	8
1.1. Contexto	8
1.2. Objetivos	12
1.3. Metodología	13
2. LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	14
2.1. El proceso de M&A	14
2.2. Tipos de M&A	16
2.3. Valorando la empresa objetivo	19
2.4. Motivaciones	21
3. CREACIÓN DE VALOR	26
3.1. Concepto y medición	26
3.2. Métodos de medición	27
3.3. Factores determinantes	31
4. LA DESTRUCCIÓN DE VALOR	35
4.1. Evidencia empírica	35
4.2. Factores estratégicos	36
4.3. Factores de ejecución	37
4.4. Cuándo sí puede crear valor	39
5. CASOS PRÁCTICOS	40
5.1. DaimlerChrysler (1998): Destrucción de valor	40
5.2. EQT – Idealista (2020-2024): Creación de valor	43
5.3. Análisis comparativo	46
6. CONCLUSIONES	47

7. DECLARACIÓN DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL	48
8. BIBLIOGRAFÍA	49
9. ANEXOS	54

1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo de investigación se centra en el análisis de la creación de valor en los procesos de M&A, así como en su funcionamiento y características clave. A lo largo de las últimas décadas se han producido múltiples operaciones de M&A con resultados muy dispares: algunas han generado valor significativo para los accionistas, mientras que otras han llegado a destruirlo como consecuencia de factores tales como conflictos de agencia entre accionistas y directiva, sobrevaloración de activos, primas excesivas o una integración post-adquisición deficiente.

El trabajo se divide en cinco capítulos. El primero, de carácter introductorio, describe el contexto del trabajo, la metodología empleada y los objetivos establecidos. El segundo capítulo aborda el concepto, el proceso, los tipos y las motivaciones de las operaciones de M&A, así como los principales métodos de valoración de la empresa objetivo. El tercer capítulo constituye el núcleo analítico del trabajo y examina la creación —y destrucción— de valor en estas operaciones, sus métodos de medición y los factores que condicionan su éxito. El cuarto capítulo analiza la destrucción de valor. El quinto capítulo desarrolla dos casos prácticos contrastados: la fusión Daimler-Chrysler como ejemplo de destrucción de valor y la adquisición de Idealista por EQT como ejemplo de creación de valor. Finalmente, el sexto capítulo presenta las principales conclusiones extraídas del análisis.

1.1. Contexto

El entorno empresarial actual se caracteriza por una normalización y vuelta de actividad después de dos años de baja actividad en la actividad de M&A. Esta vuelta al dinamismo y la intención de hacer transacciones viene dada por muchas razones como tipos de interés más bajos, la mejora de valoraciones y el cambio en el entorno regulatorio (M&A Outlook 2025, BCG). A ello se suma la elección del presidente de Estados Unidos, Donald Trump, y su visión de los negocios de no intervencionismo y desregularización de sectores. Puede ser que en el corto plazo sean negativas, pero al largo plazo lo positivo debería imponerse (2025 M&A Outlook, Morgan Stanley) y vemos que esta predicción en parte se está cumpliendo porque, aunque haya habido una etapa de incertidumbre y riesgo, el M&A ha resurgido.

Existen, además, numerosas variables que condicionan el entorno competitivo como lo son la innovación, los hábitos de consumo de los clientes, el cambio climático y la intensificación de la competencia global entre otros. Ante estos desafíos, el desarrollo estratégico de las empresas no solo es continuo, sino que resulta imprescindible para mantener y ampliar ventajas competitivas. Para lograrlo, las organizaciones disponen de dos grandes vías de crecimiento:

- a) Crecimiento orgánico: Las empresas desarrollan y utilizan sus propios recursos para crear valor como puede ser invertir en nuevos productos o procesos productivos dentro del ámbito de la empresa
- b) Crecimiento inorgánico: Las empresas utilizan operaciones corporativas para crecer, especialmente mediante la fusión o adquisición de otras compañías, con el objetivo de integrar sus procesos o negocios y generar sinergias.

Las operaciones de M&A son por lo tanto una estrategia muy utilizada por empresas para generar valor, debido al crecimiento que supone para las compañías. El número de operaciones de este tipo ha variado esta última década teniendo su mejor año en 2021 y decayendo desde entonces, aunque todo indica que en 2025 se recuperará. El optimismo es especialmente alto en América, donde el índice de confianza en fusiones y adquisiciones de BCG pasó de 81 en agosto de 2024 a 91 en enero de 2025 (M&A Outlook 2025 pág. 2, BCG).

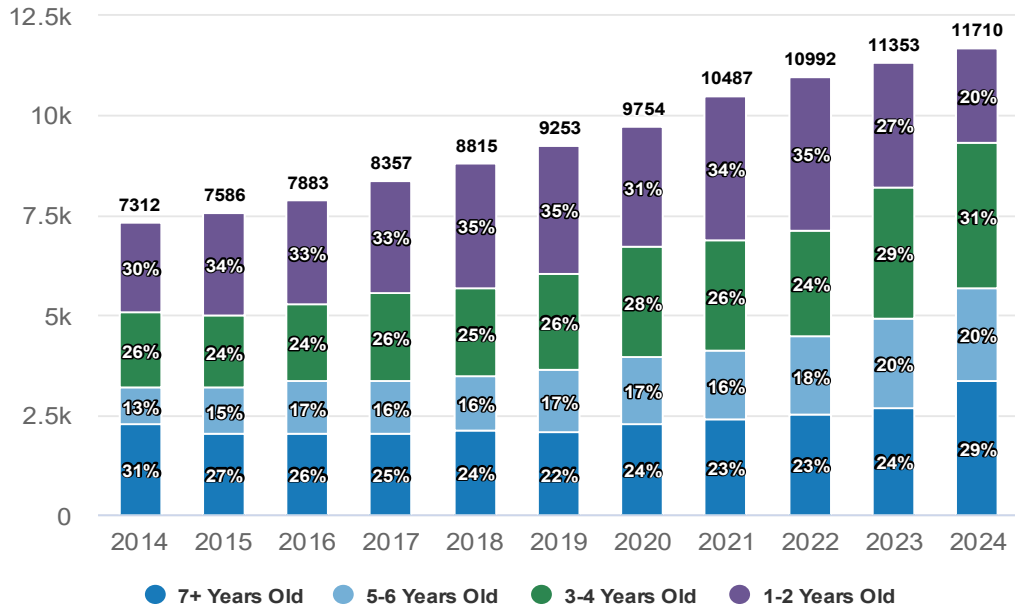
Los banqueros especializados en fusiones y adquisiciones de Morgan Stanley destacan cuatro tendencias clave a tener en cuenta en 2025.

- 1) **Resurgir de inversores financieros:** Los bajos niveles de fusiones y adquisiciones en los últimos tres años, impulsados por el aumento de los tipos de interés que provocó un incremento de los costes de financiación y una disminución de las valoraciones empresariales, provocaron que los inversores financieros retrasaran sus salidas, lo que ha dado lugar a una acumulación de oferta.

En cambio, durante ese mismo periodo de tres años han estado muy activos en el buy side en compañías públicas para quitarlas del mercado y hacerlas

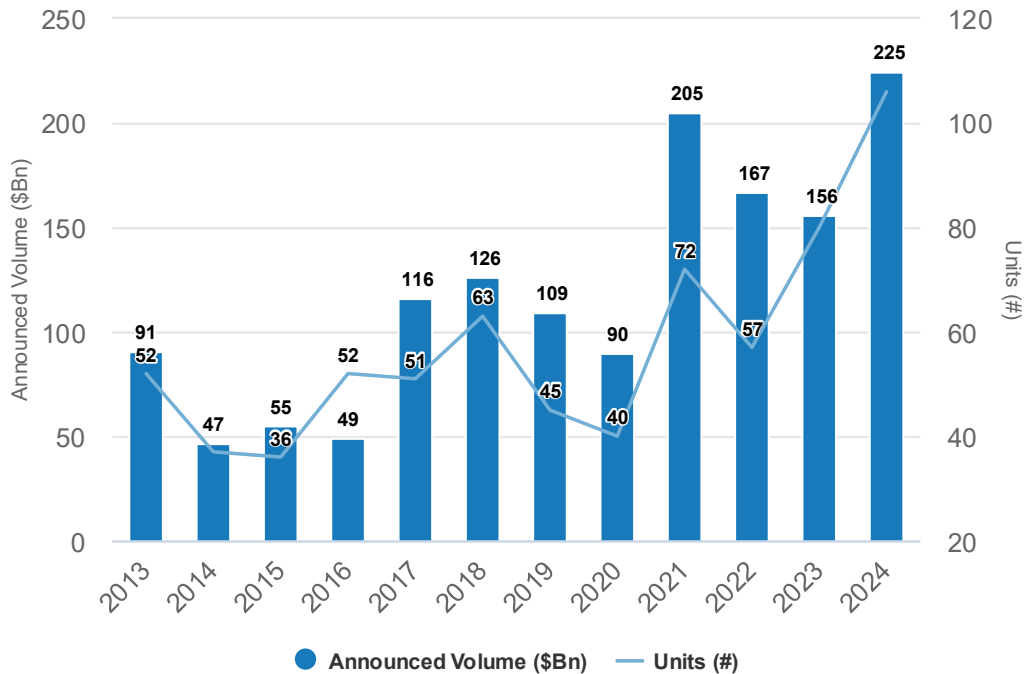
privadas, facilitando así el crecimiento sin tener que rendir cuentas a los accionistas todos los trimestres

Figura I: Número de empresas de capital privado en cartera



Fuente: Pitchbook el 30 de septiembre de 2024

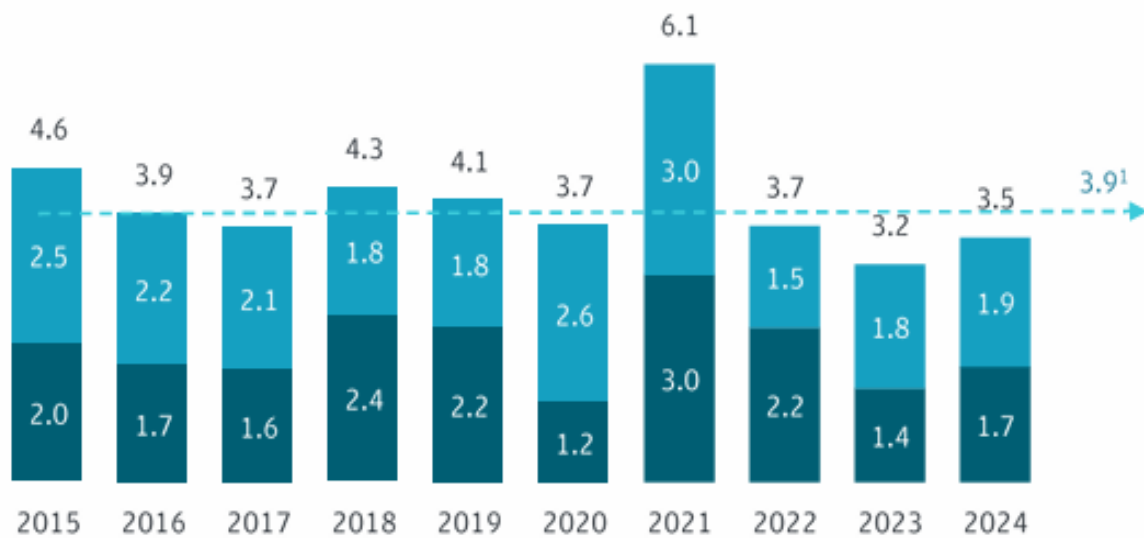
Figura II: Volumen anual anunciado de adquisiciones privadas (\$Bn)



Fuente: Refinitiv a 31 de diciembre de 2024. Incluye transacciones anunciadas a nivel mundial, cada una con un valor agregado de 100 millones de dólares o más. Incluye transacciones con valores estimados. Excluye transacciones rescindidas. Las rescisiones futuras de transacciones pendientes reducirán los totales mostrados.

- 2) **Las empresas invierten su capital:** El entorno regulatorio más favorable y las políticas antitrust esperadas con la administración Trump podría dar lugar a un resurgimiento de la actividad estratégica en 2025 para operaciones de todos los tamaños, especialmente para las mega transacciones que se vieron obstaculizadas por el aumento del escrutinio regulatorio durante la administración del presidente Biden (John Collins, codirector global de M&A de Morgan Stanley, citado en Miles, 2025).
- 3) **Cambio impulsado por accionistas activistas:** Un entorno más favorable para fusiones y adquisiciones, donde es más fácil encontrar compradores, está motivando a los inversores activistas a presionar por cambios en empresas infravaloradas, especialmente promoviendo divisiones corporativas. “Es probable que los activistas presionen con más fuerza para que las empresas se dividan, con el objetivo de ‘reducirse para crecer’ y generar más valor para los accionistas”, explica Michael Kagan, responsable de Separaciones y Soluciones Estructuradas en Morgan Stanley (citado en Miles, 2025).
- 4) **M&A transfronterizo:** En los últimos cinco años, la economía de Estados Unidos ha mostrado un crecimiento más sólido que el de Europa y el Reino Unido. Esto podría motivar a empresas europeas a adquirir compañías estadounidenses para ganar presencia en ese mercado. Por otro lado, las empresas estadounidenses también podrían interesarse en comprar compañías europeas como parte de una estrategia de expansión, aprovechando que las valoraciones en Europa suelen ser más bajas. “Existe una oportunidad de arbitraje financiero que puede resultar atractiva para las empresas de EE. UU. Pueden invertir en Europa de forma táctica, eligiendo cuidadosamente las capacidades que desean incorporar”, señala Jan Weber, director de fusiones y adquisiciones para EMEA en Morgan Stanley (citado en Miles, 2025).

Figura III: Volumen global de M&A 2015-2025 (\$Tn)



Fuente: J.P. Morgan "2025 Global M&A Outlook"

1.2. Objetivos

Este trabajo se centra en analizar los factores claves en la creación de valor en los procesos de fusiones y adquisiciones (de aquí en adelante M&A). Se estudiarán tanto los factores financieros como los estratégicos que influyen en las decisiones de M&A. En concreto, el estudio se centrará en comprender cómo se mide y evalúa la creación de valor en las operaciones de M&A. con especial atención a la forma en que el valor se mide y evalúa. En concreto, el estudio se propone:

- Describir el funcionamiento del proceso de M&A y sus principales modalidades.
- Revisar los fundamentos teóricos de la creación de valor en M&A y los principales métodos de medición disponibles.
- Examinar las causas que llevan a que muchas operaciones de M&A destruyan valor, especialmente en el caso de las fusiones.
- Ilustrar mediante casos prácticos reales tanto un supuesto de destrucción de valor (fusión Daimler-Chrysler) como uno de creación de valor (buy and build de Cinven en clasificados inmobiliarios europeos).
-

1.3. Metodología

Para alcanzar los objetivos propuestos, se aplica una metodología que combina un enfoque cualitativo y cuantitativo. En primer lugar, se lleva a cabo una investigación teórica mediante la revisión de literatura académica relevante (artículos científicos, libros de referencia y demás fuentes pertinentes), utilizando bases de datos como Dialnet, Google Scholar y JSTOR. Esta revisión permite construir el marco conceptual sobre el que se sustenta el análisis.

Posteriormente, se aplican los conceptos teóricos a dos casos prácticos de empresas públicas, lo que garantiza la disponibilidad de información financiera de acceso público. El análisis empírico de dichos casos se apoya en plataformas financieras como Bloomberg, Factset y Mergermarket, así como en informes anuales de las compañías, estudios de eventos (event studies) sobre reacciones del mercado y artículos financieros especializados que analizan las operaciones seleccionadas. Se adopta un enfoque inductivo para los casos prácticos, extrayendo conclusiones de carácter general a partir de la observación de operaciones concretas.

2. LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Una vez ya sabemos el estado actual de la cuestión podemos empezar a entender que son y cómo funcionan los procesos de M&A. En este apartado se describen y analizan las fusiones y adquisiciones, su procedimiento, tipos y motivaciones. Las fusiones y adquisiciones (M&A, por sus siglas en inglés) son operaciones corporativas mediante las cuales dos o más empresas combinan sus activos y operaciones (fusión) o una empresa adquiere el control de otra (adquisición) (Haspeslagh & Jemison, 1991).

La globalización e integración económica han provocado un aumento de conectividad entre los países y por tanto un aumento en la competencia empresarial. Ante este problema el crecimiento inorgánico mediante operaciones de M&A se ha convertido en una estrategia corporativa interesante ya que permite aumentar la competitividad y dimensión de la empresa, acceder a nuevos mercados y generar sinergias operativas y financieras (Fernández, 2008).

2.1 El proceso de M&A

El principal objetivo de las fusiones y adquisiciones es la maximización del valor para sus stakeholders, normalmente reflejado en el precio de las acciones del adquirente.

Hay tres tipos de procesos de venta dependiendo de la cantidad de candidatos que participen en él, el objetivo es crear el máximo valor a través del mejor precio. Estas son: Operación One to One (negociación directa entre el vendedor y un único inversor), subasta restringida (proceso competitivo en dos fases con un número limitado de potenciales compradores pre-cualificados) y subasta amplia (proceso competitivo en dos o tres fases con un número relevante de inversores potenciales).

El proceso es el siguiente:

- 1) Identificación de oportunidades: Los motivos por los que se puede querer hacer este tipo de operación son muy variados destacando fortalecer el negocio o sus líneas de productos y servicios, la expansión internacional o adquirir una ventaja competitiva que tenga un competidor para integrarla en la compañía

entre otros; por tanto, las oportunidades varían dependiendo de la decisión estratégica que se persigue.

2) Selección del *target*: Es el proceso por el cual se elige la compañía sujeta a la transacción. Es la decisión más importante dado que la elección correcta puede llevar al éxito y lo contrario con la incorrecta. El equipo corporativo junto con asesores y bancos de inversión deberán llevar a cabo un análisis exhaustivo de los distintos *targets* para reducir riesgos y llegar a la compañía con mejor *fit* y que encaje con la oportunidad que se quiere perseguir.

3) Determinar la estructura de capital y las negociaciones: Las empresas deben definir de qué manera financiarán la operación y planificar la negociación con la empresa objetivo. Entre las fuentes de financiación disponibles se incluyen la deuda, el capital aportado por los accionistas, los recursos propios y, finalmente, instrumentos híbridos como las acciones preferentes o la deuda convertible. La estructura de capital de la operación, entendida como la combinación de fondos propios y deuda utilizada para financiar la transacción, debe buscar minimizar el costo de capital global de la empresa. Para determinarla, resulta fundamental analizar tanto los retornos esperados del grupo combinado como sus necesidades de liquidez a corto y medio plazo. La negociación se iniciará tras el envío de una oferta no vinculante o NBO.

La negociación constituye el proceso mediante el cual las partes involucradas alcanzan un acuerdo que permita completar la operación de manera que genere valor para los accionistas de ambas compañías (Grava, 2016). Una negociación eficaz requiere un plan detallado que contemple tanto la fase de transacción como la etapa posterior a la integración (Weber et al., 2013).

Cabe destacar que, antes de definir la estructura de capital y de iniciar la negociación, es esencial contar con una valoración precisa de la compañía objetivo, ya que esta permitirá fundamentar la oferta y orientar las decisiones estratégicas. Más adelante se analizarán en detalle los métodos de valoración y su aplicación en este tipo de operaciones.

4) Due Diligence: La due diligence es una fase crítica en cualquier proceso de M&A, cuyo objetivo principal es realizar una revisión exhaustiva del *target* para confirmar la veracidad de la información proporcionada y detectar riesgos potenciales que puedan afectar la operación. Este análisis permite al *buy side*

tomar decisiones informadas y negociar en condiciones óptimas, reduciendo la incertidumbre y evitando sorpresas posteriores a la transacción (Weber et al., 2013). Abarca cuatro grandes áreas que son:

- Financiera: Verificación de estados financieros, calidad de ingresos, estructura de deuda, contingencias fiscales y proyecciones futuras.
- Legal: Revisión de contratos, litigios pendientes, cumplimiento normativo y propiedad intelectual.
- Operativa: Evaluación de procesos productivos, cadena de suministro, tecnología y recursos humanos.
- Comercial y estratégica: Análisis del posicionamiento en el mercado, cartera de clientes, competencia y sinergias potenciales.

Este proceso implica la coordinación de auditores, abogados y consultores estratégicos y se desarrolla bajo estrictos acuerdos de confidencialidad. La información recopilada servirá como base para ajustar el precio de compra, definir cláusulas contractuales y establecer mecanismos de protección como garantías o indemnizaciones (Weber et al., 2013).

- 5) Valoración definitiva y oferta final: Con los resultados del análisis, se ajusta la valoración inicial y se formula la oferta definitiva o Binding offer (BO), que puede incluir ajustes por riesgos detectados.
- 6) Firma del contrato y cierre de la operación: Se formaliza el acuerdo mediante la firma del contrato de compraventa (SPA), que recoge las condiciones pactadas, garantías y mecanismos de resolución de conflictos. Será necesario un acuerdo de accionistas (SHA) en caso de que la venta de las acciones no sea del 100% ya que deberán convivir los antiguos y nuevos accionistas, regulándose las relaciones entre ambos en este acuerdo.
- 7) Integración post-adquisición: Es la fase más compleja y determinante para la creación de valor. Incluye la alineación cultural, la integración de sistemas y procesos, y la captura de sinergias previstas. Una gestión ineficaz en esta etapa puede destruir el valor generado por la operación (Haspeslagh & Jemison, 1991).

2.2 Tipos de M&A

Una vez se establece que es y hay un entendimiento de las fases podemos ver los tipos de M&A y estos vienen dados por dos corrientes, lo primero es la manera de adquisición y lo segundo, el tipo de integración que se implementa.

Según las formas de realizar la adquisición se pueden clasificar de la siguiente manera:

- **Adquisición por fusión:** En este caso tanto los activos como los pasivos de la parte vendedora se transfieren al comprador y son absorbidos por el mismo. Como consecuencia del proceso, la compañía vendedora desaparece como entidad legal independiente y como dice el nombre pasa a fusionarse con la compradora que habrá visto su tamaño aumentado. (De la Rosa Molina, 2007).
- **Adquisición de acciones y OPAs:** Este tipo de operación consiste en que la empresa compradora obtiene el control de la sociedad objetivo mediante la compra de sus acciones, pagando en efectivo, títulos o una combinación de ambos (De la Rosa Molina, 2007). La Oferta Pública de Adquisición (OPA) es el mecanismo más común en mercados regulados, donde el oferente propone públicamente adquirir acciones a un precio fijo y bajo condiciones iguales para todos los accionistas.

Las OPAs pueden ser amistosas, cuando existe acuerdo con la dirección de la empresa objetivo, o hostiles, cuando se lanzan sin su consentimiento. Su objetivo principal es asegurar el control sin integrar jurídicamente la empresa adquirida, a diferencia de la fusión. Además, pueden ser obligatorias (por alcanzar un umbral de control, en España es del 30% o voluntarias, de acuerdo con la normativa de la CNMV en España para garantizar transparencia.

- **Adquisición de activos:** Este método consiste en que la empresa compradora adquiere determinados activos de la empresa vendedora, realizando el pago directamente a esta y no a sus accionistas. La contraprestación puede efectuarse en efectivo, mediante acciones del comprador u otros títulos emitidos por la misma. A diferencia de la adquisición total, la compañía vendedora puede continuar operando si los activos transferidos no son esenciales para su actividad principal, lo que convierte esta modalidad en una alternativa flexible dentro de las operaciones de compraventa empresarial (De la Rosa Molina, 2007; Adquisición de activos, FasterCapital, s. f.).

Según el tipo de integración:

En fusiones y adquisiciones, el enfoque tradicional era "hacer que se parezcan a nosotros" o criterios relativamente simples de tamaño y calidad, pero Haspeslagh y Jemison afirmaron que la integración debería tener en cuenta dos criterios adicionales: la necesidad de interdependencia estratégica y la necesidad de autonomía organizativa.

Considerando la **interdependencia estratégica**, el objetivo y meta en cualquier adquisición es crear valor cuando las organizaciones se combinan y proponen cuatro tipos de creación de valor (Haspeslagh y Jemison, 1991):

1. Reparto de recursos: El valor se crea combinando las empresas a nivel operativo
2. Transferencia de habilidades funcionales: moviendo personas, compartiendo información y conocimientos
3. Transferencia de habilidades directivas
4. Beneficios por combinarse: mayor poder adquisitivo y mayor poder de mercado principalmente

Al hablar del nivel de **autonomía organizativa**, hay que plantearse tres preguntas: ¿Es esencial preservar las capacidades estratégicas? ¿Cuánta autonomía debería permitirse? ¿Y en qué áreas es importante la autonomía?

Dependiendo de la puntuación en estos dos factores (véase el gráfico más abajo), el método preferido de integración es (Haspeslagh y Jemison, 1991):

- **Preservación**: El enfoque de la dirección es mantener intacta la fuente de los beneficios adquiridos.
- **Simbiosis**: La dirección debe garantizar que se mantengan los límites entre las organizaciones, pero al mismo tiempo permitir cierta permeabilidad para facilitar la colaboración, todo ello mediante un proceso gradual.
- **Holding**: No existe intención de integrar las empresas; el valor se genera únicamente mediante transferencias financieras, reparto de riesgos o funciones generales de gestión.
- **Absorción**: La dirección debe tener la determinación necesaria para garantizar que se cumpla su visión y que la adquisición se integre completamente en la empresa.

Figura IV. Estructura post-adquisición

		Necesidad de interdependencia estratégica	
		Baja	Alta
Necesidad de autonomía organizacional	Alta	Preservación	Simbiosis
	Baja	Holding	Absorción

Fuente: Elaboración propia

2.3 Valorando la empresa objetivo

Como hemos mencionado ya en la importancia de la estructura de capital, para llevar a cabo la transacción es muy importante poder valorar correctamente la empresa objetivo para poder tener negociaciones fructíferas. En este sentido, resulta pertinente la distinción que apuntara Antonio Machado: «Solo el necio confunde valor y precio» (Machado, 1936). En el proceso de M&A, el valor es objetivo, cuantitativo, técnico y racional, mientras que el precio es subjetivo, cualitativo, político y fruto del acuerdo entre las partes. Elementos como la prima de control o las sinergias esperadas forman parte del precio, no del valor. El objetivo del proceso de valoración es construir un rango de referencia que permita negociar y llegar a un acuerdo. Antes de abordar los métodos de valoración, conviene clarificar los conceptos fundamentales:

Enterprise Value vs Equity Value

- **Enterprise Value = Equity Value – Deuda Financiera Neta**
- **Enterprise Value (EV):** es el valor de mercado, no contable, de la inversión acometida por la compañía para generar beneficio operativo. Equivale al valor del 100% del activo total de la empresa.
- **Equity Value (EqV)** es Valor de Mercado de los fondos propios, no valor contable, que es la inversión acumulada acometida por los accionistas hasta la

fecha (capital social + prima de emisión + reservas + beneficios acumulados no distribuidos).

- **Deuda Financiera Neta (DFN)** es la deuda con entidades financieras y otros pasivos con coste de financiación explícita – caja operativa

Los métodos más habituales para valorar una empresa son el Descuento de Flujos de Caja (DCF), el análisis de múltiplos de empresas cotizadas comparables y las transacciones precedentes en el sector, siendo el primero el más aceptado.

- 1) **Descuento de flujos de Caja:** El método más aceptado es el DCF debido a que se considera a la empresa como un negocio en marcha cuyo valor depende de su capacidad de generar efectivo a futuro. Al descontar los flujos de caja libres esperados al Coste Medio Ponderado del Capital (WACC), se obtiene el Enterprise Value. La metodología de cálculo completa se recoge en el Anexo 1 del presente trabajo.
- 2) Múltiplos de **empresas cotizadas comparables:** Consiste en tomar como referencia compañías cotizadas que tienen una valoración diaria y sobre dicho valor, calcular referencias de valoración sobre variables financieras. Hay dos problemas principales que son: Las cuestiones a tener en cuenta y que indicadores usar:
 - a. Que indicadores/múltiplos considerar
 - i. EV/VENTAS: En sectores donde los márgenes sean muy similares como, por ejemplo, energías renovables
 - ii. EV/EBITDA: Es el método más utilizado ya que considera la rentabilidad operativa del negocio y resulta el menos susceptible de manipulación contable entre los indicadores que se sitúan por debajo de las ventas en la cuenta de resultados.
 - iii. PER (Price Earnings Ratio): Es el múltiplo más utilizado en empresas cotizadas, pero prácticamente su uso es nulo para empresas no cotizadas. Indica cuánto está dispuesto a pagar el mercado por cada euro de beneficio. Se calcula $EqV/Beneficio\ Neto$
 - b. Cuestiones que considerar:

- i. Analizar bien los segmentos de negocio de las compañías comparables ya que puede tratarse de grupos altamente diversificados que distorsionen los múltiplos
 - ii. Comparabilidad en la geografía
 - iii. Tomar la mediana de los múltiplos ya que así excluimos los outliers.
 - iv. En el caso de que se vaya a utilizar el múltiplo a una compañía privada de tamaño pequeño/mediano se aplica un ajuste por tamaño o iliquidez.
- 3) Múltiplos de **transacciones precedentes**: Se utilizan como referencia lo que se ha pagado en operaciones similares en el sector anteriormente. Es especialmente relevante para valorar empresas privadas, para las que no existe información de cotización disponible. A diferencia del método de comparables cotizados, los múltiplos de transacciones reflejan el precio efectivamente pagado, por lo que pueden incorporar elementos como la prima de control, las sinergias o el apalancamiento financiero de un LBO. A tener en cuenta:
 - a. Utilizar transacciones recientes, no más de 5 años, mientras que 2 años es lo más aceptado
 - b. El perfil del comprador: Si son industriales (empresas del sector) o financieros (capital privado)
 - c. Si son compras de mayorías o minorías para tener ver si hay que tener en cuenta una prima de control

2.4 Motivaciones

Las motivaciones pueden ser diversas y dependen de cada empresa y contexto. No obstante, el objetivo principal de toda actividad económica es la máxima creación de valor posible. Para lograrlo, la organización debe enfocarse en construir una ventaja competitiva sostenible, que permita incrementar las utilidades de los accionistas y conservar ese crecimiento en el tiempo (Sudarsanam, 1996). Los motivos mas comunes por los que las empresas se fusionan son los siguientes.

- **Crecimiento y acceso a nuevos mercados**: Las empresas recurren a adquisiciones para acelerar su expansión, evitando riesgos y costes asociados

a un mercado ajeno a su experiencia y que muchas veces puede ser más barato recurrir al crecimiento inorgánico (Pérez-Iñigo, 2019). Así podrá alcanzar un crecimiento óptimo de manera rápida, sin necesidad de agregar capacidad adicional a un mercado que ya puede estar operando a su máxima capacidad (Park et al., 2002). Este enfoque permite superar barreras regulatorias, culturales o logísticas mediante la integración de compañías locales que ya poseen infraestructura, clientes y conocimiento del entorno. Esta será una de las razones por las cuales se dará la operación de Idealista y Cinven que se estudiará en los casos mas adelante.

- **Consolidación y fortalecimiento competitivo:** Responde a la necesidad de mejorar la posición frente a competidores, clientes y proveedores. Las fusiones horizontales permiten eliminar competidores directos, incrementar la cuota de mercado y ejercer mayor poder de negociación en la cadena de valor. Asimismo, las adquisiciones defensivas evitan que activos estratégicos caigan en manos de rivales, preservando ventajas competitivas. Este tipo de operaciones genera beneficios en términos de estabilidad de precios, mejora de márgenes y capacidad para influir en la estructura del sector. Un ejemplo paradigmático de esta estrategia fue el proceso de consolidación llevado a cabo por Meta (anteriormente Facebook) mediante la adquisición de WhatsApp e Instagram.
- **Mejora de capacidades tecnológicas, recursos y capacidad operativa:** Se traduce en la adquisición de empresas con activos intangibles valiosos, como patentes, know-how o talento especializado, así como en la integración de instalaciones productivas que incrementen la escala y eficiencia. Una fusión o adquisición puede resultar más atractiva que una inversión en R&D ya que son más inmediatas y se reduce el riesgo de consecución del objetivo estratégico (García Castillo, 2018). Ejemplo: Microsoft adquiere start-ups de IA para potenciar Azure (Equipo de redacción de Drew, 2025). Bibliografía: Equipo de redacción de Drew. (2025, 15 de febrero). *Gigantes tecnológicos lideran el mercado de fusión y adquisiciones en 2025*. Drew Business Insights. <https://blog.wearedrew.co/noticias/gigantes-tecnologicos-lideran-el-mercado-de-fusion-y-adquisiciones-en-2025>

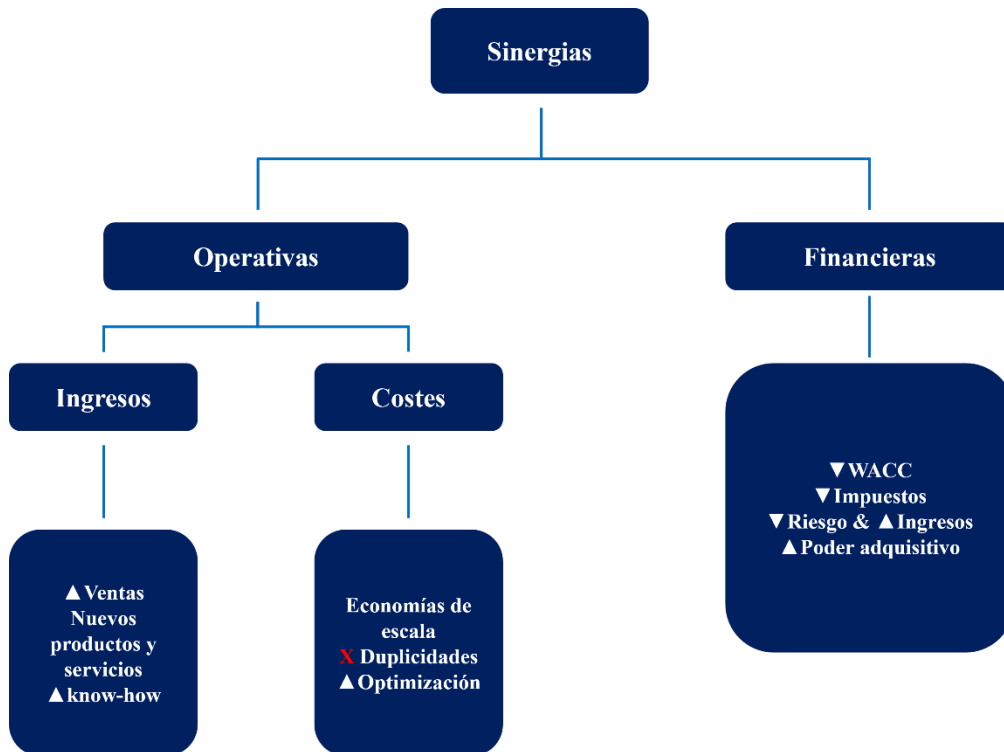
- **Diversificación y expansión geográfica:** Es un mecanismo para diversificar riesgos provenientes de la concentración en un solo mercado y también como mecanismo para crecer internacionalmente tanto en productos como clientes. La adquisición de Infigen Energy en Australia por Iberdrola en 2020, por aproximadamente 550 millones de euros, es un ejemplo de diversificación geográfica hacia un mercado de energías renovables con elevado potencial de crecimiento. El motivo es la diversificación hacia el mercado de renovables en Australia y la expansión internacional, reduciendo la dependencia del mercado europeo y ofreciendo acceso a proyectos eólicos y solares.
 - **Sinergias:** Por último, hay que destacar las sinergias —término proveniente del griego que significa energía conjunta— constituye una de las motivaciones más citadas en las operaciones de M&A. Pueden distinguirse dos grandes categorías (Cantillo, IESE Business School): sinergias operativas y sinergias financieras. Las **sinergias operativas** constituyen el núcleo de la creación de valor, al permitir que la empresa combinada alcance niveles superiores de eficiencia y competitividad. Estas sinergias se materializan principalmente en dos conceptos:
 - **Reducción de costes:** En primer lugar, la integración de procesos y recursos genera economías de escala, reduciendo el coste unitario mediante la distribución de gastos fijos sobre un mayor volumen de producción. Asimismo, la eliminación de duplicidades en áreas como administración, producción y logística contribuye a optimizar la estructura operativa. La integración vertical, por su parte, permite controlar distintas fases de la cadena de valor, disminuyendo costes de transacción.Otro factor relevante es la optimización de la cadena de suministro, que se traduce en una utilización más eficiente de los recursos y en una mejora sustancial de la capacidad de negociación con proveedores. La consolidación tecnológica también desempeña un papel clave: la unificación de sistemas y plataformas reduce costes y mejora productividad.
- Estas sinergias aportan valor porque incrementan el margen operativo y fortalecen la posición competitiva de la empresa resultante. Al mejorar la eficiencia y reducir costes estructurales, se genera un flujo

de caja adicional que contribuye a justificar la prima pagada en la transacción y a sostener ventajas competitivas en el largo plazo.

- **Aumento de ingresos:** Las sinergias de ingresos, también llamadas Revenue-Enhancing Opportunities (REO), surgen cuando la combinación de empresas permite crear nuevos productos o servicios y aumentar las ventas a largo plazo. Esto se logra mediante la ampliación de la gama de productos a través de del acceso a nuevas líneas de producto de la empresa adquirida, el uso más eficiente de canales de distribución, el aprovechamiento de la reputación de marca y la mejora tecnológica; además del know-how especializado potencia la propuesta de valor y facilita el crecimiento acelerado. Aunque representan cerca del 33% de las sinergias reales, son difíciles de cuantificar y el mercado suele ser cauteloso al valorarlas (Pérez-Íñigo, 2019).

Sinergias financieras: la integración puede generar cuatro beneficios financieros clave: la reducción del WACC derivada de la estabilización de los flujos de caja y la mejora del perfil de riesgo; los beneficios fiscales por compensación de pérdidas, revalorización de activos o aplicación de deducciones; la diversificación del riesgo mediante la combinación de negocios con perfiles distintos que estabilizan los ingresos y mejoran la liquidez; y el incremento del poder adquisitivo y la flexibilidad financiera gracias a una estructura de capital más sólida (Lewellen, 1971).

Figura V. Sinergias



Fuente: Elaboración Propia

En la tabla siguiente se presenta un resumen más claro de las principales motivaciones de las fusiones y adquisiciones:

Tabla I. Resumen de las principales motivaciones del M&A

Crecimiento y nuevos mercados	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Expansión rápida por crecimiento inorgánico ▪ Supera barreras regulatorias y culturales ▪ Acceso a infraestructura y clientes locales
Consolidación y fortalecimiento	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Elimina competidores y ▲ cuota de mercado ▪ Mayor poder de negociación
Mejora de capacidades tecnológicas, recursos y operativas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Adquisición de patentes y talento ▪ Incrementa escala y eficiencia productiva ▪ Reduce riesgos frente a inversión en I+D
Diversificación y expansión	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Disminuye riesgos por concentración ▪ Crece internacionalmente en producto y cliente ▪ Acceso a regiones con potencial
Sinergias	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Operativas: De ingresos y costes ▪ Financieras

Fuente: Elaboración propia

3. CREACIÓN DE VALOR

El análisis de la creación de valor constituye el núcleo de este trabajo. Una vez descritas las motivaciones, el proceso y los métodos de valoración en el capítulo anterior, es necesario abordar el concepto de creación de valor de forma rigurosa: qué significa en el contexto de las fusiones y adquisiciones, cómo se mide, qué factores la determinan y por qué, con tanta frecuencia, estas operaciones no logran generarla e incluso la destruyen. El presente capítulo aborda estas cuatro dimensiones de manera ordenada y progresiva.

3.1. Concepto y Medición de la creación de valor

El concepto de valor en el ámbito empresarial no es unívoco ni estático. Desde una perspectiva financiera, el valor de una empresa refleja la capacidad de generar flujos de caja futuros, descontados a una tasa que recoge el riesgo asociado a dichos flujos. En este sentido, el valor es una magnitud prospectiva: no depende de lo que la empresa ha hecho, sino de lo que se espera que haga. Esta concepción, que subyace al método DCF descrito en el capítulo anterior, es la que domina la literatura académica sobre creación de valor en M&A (Fernández, 2008; Pérez-Íñigo, 2019).

Desde una perspectiva estratégica y organizativa, la creación de valor en M&A puede entenderse como el proceso mediante el cual la empresa combinada genera un beneficio económico —medido en términos de flujos de caja, rentabilidad o posición competitiva— superior al que cada empresa habría obtenido de forma independiente. Esta definición incorpora la idea de sinergia como fuente central de valor: el todo vale más que la suma de las partes (Haspeslagh & Jemison, 1991).

Matemáticamente, el principio de creación de valor en una operación de M&A puede formalizarse de la siguiente manera (Cantillo, IESE Business School):

$$V_{at} = V_a + V_t + Z$$

Donde V_{at} es el valor de la empresa combinada (adquirente + target), V_a es el valor de la empresa adquirente antes de la operación, V_t es el valor de la empresa objetivo antes de la operación, y Z son las sinergias netas generadas por la combinación —es decir,

el valor adicional creado por el hecho de unir las dos empresas, descontados los costes de integración—.

Para que la operación genere valor para el adquirente —condición que la literatura identifica como el test fundamental de una M&A—, es necesario que **Z > Prima pagada**. Dicho de otro modo, las sinergias capturadas deben superar el sobrepago abonado sobre el valor de mercado del target. Si la prima supera el valor de las sinergias, el adquirente habrá transferido valor a los accionistas del target, produciéndose una destrucción neta de valor para el comprador (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001; Díaz, Sanfilippo & López, 2008).

Esta condición, aparentemente sencilla, oculta una dificultad enorme en la práctica: las sinergias son inciertas, difíciles de cuantificar y frecuentemente sobrestimadas, mientras que la prima es cierta e inmediata. Como señala Cantillo (IESE Business School), en un 42% de los casos los analistas conocen desde el principio que la operación destruirá valor, lo que sugiere que los directivos tienen incentivos o sesgos cognitivos que les llevan a pagar más de lo que las sinergias justifican.

La creación de valor en M&A no tiene lugar en un único momento, sino a lo largo de un proceso que atraviesa tres fases bien diferenciadas: la fase de planificación y selección —donde se define la tesis de inversión y se identifican las sinergias—, la fase de transacción —donde se negocia el precio y se fija la prima—, y la fase de integración —donde las sinergias se capturan o se pierden—. El valor creado depende de la calidad de la ejecución en cada una de estas fases (Haspeslagh & Jemison, 1991).

3.2. Medición de la Creación de Valor

La medición de la creación de valor en las operaciones de M&A es un problema complejo, tanto desde una perspectiva metodológica como desde una perspectiva de disponibilidad de datos. Existen una variedad de métodos para estimar si una operación ha generado o destruido valor, cada uno con sus fortalezas y limitaciones. En este epígrafe se describen los principales enfoques, organizados en medidas de mercado y medidas contables-financieras.

3.2.1. Medidas de mercado

El estudio de eventos (*event study*): es el método más ampliamente utilizado en la literatura académica sobre creación de valor en M&A. El fundamento conceptual del *event study* reside en la hipótesis de eficiencia de los mercados (Fama, 1970): si los mercados son eficientes en su forma semifuerte, los precios de las acciones incorporan de manera rápida e imparcial toda la información públicamente disponible. Por tanto, la reacción del precio de la acción en torno a la fecha del anuncio de una operación de M&A constituye la mejor estimación disponible del valor que el mercado atribuye a la misma.

El procedimiento estándar del *event study* consiste en definir una ventana temporal en torno al evento, habitualmente entre los días -5 y $+5$ respecto al anuncio, estimar el modelo de generación de rentabilidades en ausencia del evento —generalmente mediante el modelo de mercado, que regresa la rentabilidad de la acción sobre la rentabilidad del índice de referencia en un periodo de estimación previo— y calcular las rentabilidades anormales (AR) como la diferencia entre la rentabilidad observada y la estimada por el modelo:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt})$$

La rentabilidad anormal acumulada (CAR, *Cumulative Abnormal Return*) se obtiene como la suma de las rentabilidades anormales a lo largo de la ventana del evento:

$$CAR_i(t1, t2) = \sum AR_{it}$$

La evidencia empírica acumulada con esta metodología sobre muestras amplias de operaciones es muy consistente: los accionistas del target obtienen rentabilidades anormales acumuladas (CAR) positivas y significativas, en el rango del 15-30%, mientras que los accionistas del adquirente obtienen CAR promedio cercanos a cero o ligeramente negativos, en el rango de $-0,5\%$ a -3% (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001). En el mercado bancario europeo, Díaz, Sanfilippo & López (2008) encuentran que las primas elevadas tienen un impacto significativamente negativo sobre los CAR del adquirente, confirmando que el sobrepago es la principal fuente de destrucción de valor para el comprador.

El *event study* presenta, no obstante, limitaciones importantes. Solo puede aplicarse a empresas cotizadas, con lo que excluye el universo de operaciones que

involucran targets privadas. Además, mide únicamente el impacto inmediato sobre el precio, que puede estar condicionado por expectativas de corto plazo del mercado que no se confirmen con el tiempo. Por último, la ventana de estimación elegida puede contaminar los resultados si existe filtración de información antes del anuncio formal.

Rentabilidad total para el accionista (*Total Shareholder Return, TSR*): como complemento al event study, el análisis de la rentabilidad total para el accionista a largo plazo —incluyendo apreciación del precio y dividendos— permite evaluar si las expectativas del mercado en el momento del anuncio se materializaron en el largo plazo. Los estudios de TSR a largo plazo sobre muestras de adquirentes muestran de forma consistente que estos tienden a obtener rentabilidades inferiores a las de sus comparables sectoriales en los tres a cinco años posteriores al cierre de una operación de M&A (Loughran & Vijh, 1997; Rau & Vermaelen, 1998).

3.2.2. Medidas financieras y contables

Junto a las medidas de mercado, la literatura y la práctica profesional han desarrollado un conjunto de indicadores financieros y contables que permiten evaluar si la operación ha mejorado la posición económica de la empresa combinada. Estas medidas son especialmente útiles para empresas no cotizadas y para el análisis del desempeño a medio y largo plazo.

Análisis de múltiplos pre y post-operación: consiste en comparar los múltiplos de valoración —principalmente EV/EBITDA— de la empresa combinada con los observados en comparables cotizados y en transacciones precedentes, tanto antes como después del cierre. Una compresión de los múltiplos post-operación puede indicar que el mercado percibe un deterioro en las perspectivas de la empresa combinada, mientras que una expansión de múltiplos refleja la expectativa de captura de sinergias (Fernández, 2008).

Valor Económico Añadido (*Economic Value Added, EVA*): el EVA es una medida de la rentabilidad económica real generada por la empresa en un periodo determinado, calculada como la diferencia entre el beneficio operativo neto después de impuestos (NOPAT) y el coste del capital empleado:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Capital Invertido})$$

Una operación de M&A crea valor, en términos de EVA, cuando la empresa combinada obtiene un EVA superior a la suma de los EVA individuales de las dos empresas antes de la fusión. El EVA es especialmente útil porque penaliza el coste del capital empleado, incluyendo el sobrecoste implícito en una prima de adquisición elevada (Pérez-Íñigo, 2019).

Evolución de la rentabilidad operativa (EBITDA, EBIT, margen neto): el análisis de la trayectoria de los márgenes operativos en los años posteriores al cierre de la operación —comparándolos con los márgenes pre-fusión y con los de comparables sectoriales— permite evaluar si la integración ha generado las eficiencias prometidas. Un deterioro sostenido de los márgenes post-fusión es un indicador claro de fracaso en la captura de sinergias operativas.

Análisis de la evolución de la deuda (*leverage*): dado que muchas operaciones de M&A se financian parcialmente con deuda, el incremento del apalancamiento resultante tiene un impacto directo sobre el coste de capital y la capacidad de generación de valor. Un nivel de deuda excesivo post-operación puede comprometer la flexibilidad financiera de la empresa combinada y reducir su capacidad de inversión en crecimiento orgánico, destruyendo valor en el medio plazo (Lewellen, 1971).

Valoración de las sinergias mediante DCF: el método más riguroso desde un punto de vista conceptual consiste en proyectar explícitamente los flujos de caja sinérgicos esperados —reducción de costes, incremento de ingresos, ahorros fiscales, reducción del WACC—, estimar su plazo de materialización, incorporar los costes de integración y descontarlos a la tasa apropiada para obtener su valor actual neto. Este análisis permite comparar el valor presente de las sinergias con la prima pagada y evaluar si la operación crea o destruye valor para el adquirente. El principal problema de este enfoque es su elevado grado de subjetividad: las hipótesis sobre crecimiento, sinergias y tasa de descuento condicionan de forma determinante el resultado (Cantillo, IESE; Fernández, 2008).

Tabla II. Resumen de los métodos de medición de creación de valor

Método	Tipo	Ventajas	Limitaciones
Event Study (CAR)	Mercado	Captura expectativas del mercado. Base empírica sólida	Solo para cotizadas. Refleja el corto plazo
TSR a largo plazo	Mercado	Evalúa la materialización real de las sinergias	Confunde el efecto M&A con el ciclo económico
EVA	Contable-financiero	Penaliza el coste del capital. Neutral al endeudamiento	Sensible a las hipótesis del WACC. Manipulable contablemente
Evolución de márgenes	Contable-financiero	Intuitivo. Aplicable a cotizadas y no cotizadas	Afectado por ciclo económico y decisiones contables
DCF de sinergias	Financiero prospectivo	Riguroso. Cuantifica explícitamente las sinergias	Alta subjetividad en hipótesis. Fácilmente manipulable
Análisis de múltiplos	Mercado / contable	Rápido. Referencia de mercado observable	No captura diferencias cualitativas entre empresas

Fuente: Elaboración propia a partir de Fernández (2008), Cantillo (IESE) y Andrade et al. (2001).

3.3. Factores que Determinan la Creación de Valor

La creación de valor en M&A no es el resultado de un único factor, sino de la confluencia de múltiples condiciones que deben darse a lo largo de todo el proceso de la operación. La literatura académica —desde los trabajos seminales de Haspeslagh & Jemison (1991) hasta los estudios empíricos más recientes— ha identificado un conjunto de factores clave que influyen de manera determinante en la capacidad de una operación para generar valor para el adquirente.

3.3.1. Encaje estratégico

El encaje estratégico entre el adquirente y el target —también denominado *strategic fit*— es el primer y más fundamental determinante de la creación de valor en M&A. Una operación con un encaje estratégico sólido es aquella en la que la combinación de las dos empresas genera ventajas competitivas que ninguna de las dos podría obtener de forma independiente, ya sea mediante el acceso a nuevos mercados, la integración de capacidades complementarias, la generación de economías de escala o la adquisición de activos intangibles estratégicos. La ausencia de encaje estratégico es, posiblemente, la

causa más frecuente de fracaso en las grandes fusiones (Haspeslagh & Jemison, 1991; Sudarsanam, 1996).

La investigación empírica muestra de forma consistente que las adquisiciones relacionadas —en las que comprador y target operan en el mismo sector o en sectores adyacentes— tienden a generar mayor valor que las adquisiciones de conglomerado —en las que las empresas operan en sectores no relacionados—. Cantillo (IESE Business School) demuestra que las desinversiones para focalizarse generan valor más consistentemente que las fusiones para diversificar, conclusión respaldada por la evidencia sobre la ola de compras hostiles de los años ochenta en EE.UU., que devolvió el péndulo de la diversificación hacia la especialización.

3.3.2. Prima de adquisición y precio pagado

El precio pagado —y en particular la prima de adquisición sobre el valor de mercado previo del target— es el determinante más inmediato y cuantificable de la creación de valor para el adquirente. Como se ha expuesto en el epígrafe anterior, la operación solo genera valor neto para el comprador si las sinergias capturadas superan la prima abonada. La evidencia empírica revela que las primas promedio en las operaciones de M&A se sitúan entre el 20% y el 40% sobre la cotización previa del target (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001), y que las primas más elevadas se asocian de forma consistente a rentabilidades anormales más negativas para el adquirente (Díaz, Sanfilippo & López, 2008).

Un fenómeno estrechamente ligado a la prima es la denominada *maldición del ganador*, propia de los procesos de subasta: en competencia entre varios posibles compradores, el que gana tiende a ser el que más ha sobrestimado el valor del target. Esta dinámica es especialmente pronunciada en los grandes procesos de subasta competitiva conducidos por bancos de inversión, donde la presión por ganar puede llevar a las partes a pagar precios difícilmente justificables (Roll, 1986; Thaler, 1988).

3.3.3. Due diligence rigurosa

La calidad del proceso de due diligence —descrito en el capítulo 2— tiene un impacto directo sobre la capacidad del adquirente de conocer realmente lo que está comprando, de cuantificar de manera realista las sinergias y de identificar los riesgos que podrían comprometer la creación de valor. Una due diligence superficial o apresurada puede llevar a sobrestimar los beneficios, infravalorar los costes de integración y asumir pasivos ocultos que emergen una vez cerrada la operación. Por el contrario, un proceso de due diligence riguroso permite ajustar el precio de compra, diseñar cláusulas de protección y elaborar un plan de integración más realista (Weber et al., 2013).

3.3.4. Integración post-adquisición

La integración post-adquisición es, probablemente, el factor más determinante para la materialización del valor y el más frecuentemente subestimado en la planificación de las operaciones. La creación de valor en M&A no se produce en el momento del anuncio ni en el cierre: se produce —o no— en el proceso de integración, que es donde las sinergias prometidas al mercado se capturan o se evaporan. Los problemas de integración son la principal causa de fracaso en las operaciones de M&A, según la mayoría de los estudios empíricos disponibles (Haspeslagh & Jemison, 1991).

Entre los factores de integración más críticos, la literatura destaca: la velocidad de la integración —la demora en ejecutar los planes de integración incrementa la incertidumbre y la fuga de talento—, el liderazgo del equipo directivo responsable del proceso, la gestión de los recursos humanos —especialmente de los empleados del target— y la comunicación transparente con todos los stakeholders. Haspeslagh & Jemison (1991) proponen que la elección del modelo de integración —absorción, simbiosis, preservación o holding— debe estar guiada por las necesidades específicas de la operación y no por criterios genéricos, ya que el modelo de integración incorrecto puede destruir el valor del activo adquirido.

3.3.5. Compatibilidad cultural

La compatibilidad cultural entre las organizaciones que se fusionan es un factor frecuentemente ignorado en el análisis financiero pre-operación, pero que la evidencia empírica identifica como uno de los determinantes más poderosos del éxito o fracaso de la integración. La cultura corporativa incluye los valores, las normas de comportamiento, los procesos de toma de decisiones y los estilos de liderazgo que caracterizan a cada organización. Cuando estas dimensiones son radicalmente incompatibles, la integración puede fracasar incluso si el encaje estratégico y el precio son correctos (Cartwright & Cooper, 1993).

El choque cultural es especialmente problemático en las grandes fusiones transfronterizas, donde las diferencias entre culturas nacionales se suman a las diferencias entre culturas corporativas. Las fusiones entre empresas de EE.UU. y Europa, entre empresas alemanas y anglosajonas o entre empresas de economías emergentes y desarrolladas son especialmente proclives a este tipo de conflicto.

3.3.6. Medio de pago

La forma en que se financia la adquisición tiene también implicaciones significativas para la creación de valor. El pago en efectivo implica que el adquirente transfiere todo el riesgo de la operación a sus propios accionistas, pero también toda la ganancia si las sinergias se materializan. El pago en acciones, por el contrario, comparte el riesgo con los accionistas del target, pero implica también que el adquirente considera que sus propias acciones están suficientemente valoradas —o incluso sobrevaloradas— para usarlas como moneda de pago. El mercado tiende a interpretar el pago en acciones como una señal negativa, ya que puede indicar que el equipo directivo del adquirente cree que sus acciones están caras (Myers & Majluf, 1984). Díaz, Sanfilippo & López (2008) confirman que el pago en acciones, combinado con una prima elevada, está asociado a rentabilidades anormales negativas especialmente pronunciadas.

Tabla III. Resumen de los factores que influyen en la creación de valor

Factor	Impacto esperado	Evidencia favorable	Evidencia adversa
Encaje estratégico sólido	Positivo	Adquisiciones relacionadas > conglomerado (Cantillo, IESE)	Difícil de cuantificar ex ante
Prima de adquisición baja	Positivo	CAR positivo para adquirentes con prima moderada (Andrade et al., 2001)	La competencia en subastas infla el precio (Roll, 1986)
Due diligence rigurosa	Positivo	Reduce riesgos ocultos y permite ajustar precio (Weber et al., 2013)	No elimina la incertidumbre sobre sinergias futuras
Integración eficaz y rápida	Positivo	Captura de sinergias en plazo. Retención de talento	La velocidad puede generar resistencia si no hay comunicación
Compatibilidad cultural	Positivo	Fusiones nacionales y sectorialmente similares más exitosas (Cartwright & Cooper, 1993)	Difícil de medir y gestionar. Riesgo latente en operaciones transfronterizas
Pago en efectivo vs. acciones	Efectivo: positivo Acciones: negativo	CAR más positivo en operaciones cash (Andrade et al., 2001)	Acciones como señal de sobrevaloración (Myers & Majluf, 1984)

Fuente: Elaboración propia

4. LA DESTRUCCIÓN DE VALOR

Tras analizar cómo se crea valor en M&A y qué factores lo determinan, es necesario abordar lo que la evidencia empírica muestra con claridad: en la mayoría de los casos, las fusiones y adquisiciones no crean valor para los accionistas del adquirente. Entender por qué sucede esto es tan importante como entender cómo se genera valor, ya que permite identificar los errores más comunes y las señales de alerta que distinguen una operación bien planteada de una que está destinada al fracaso.

4.1. Lo que dice la evidencia empírica

La conclusión más consistente de la literatura académica sobre M&A es que el adquirente promedio no gana dinero con sus operaciones. Andrade, Mitchell & Stafford (2001) analizaron más de 3.600 fusiones en EE.UU. entre 1973 y 1998 y encontraron que los accionistas del adquirente obtienen rentabilidades anormales promedio de -1,0% en

torno al anuncio, mientras que los del target obtienen +16%. El patrón es claro: quien vende gana, quien compra pierde o se queda neutral. En el mercado bancario europeo, Díaz, Sanfilippo & López (2008) confirman que las primas elevadas tienen un impacto negativo y significativo sobre la rentabilidad del adquirente.

Un dato especialmente revelador lo aporta Cantillo (IESE Business School): en un 42% de los casos, los analistas saben desde el momento del anuncio que la operación destruirá valor. Esto significa que el problema no está solo en una mala ejecución posterior, sino que en casi la mitad de las operaciones el daño está incorporado desde el principio, en el precio pagado o en el encaje estratégico. McKinsey & Company (2010) estima que entre el 60% y el 70% de las grandes fusiones no generan valor para el adquirente, lo que convierte al M&A en una de las actividades corporativas con peor tasa de éxito en términos de retorno para el accionista.

A largo plazo el cuadro no mejora. Loughran & Vijh (1997) demuestran que las empresas adquirentes obtienen un TSR a cinco años inferior en cinco puntos porcentuales al de empresas comparables que no han realizado adquisiciones. El mercado puede aceptar inicialmente el relato estratégico del directivo, pero ajusta sus expectativas progresivamente a medida que los resultados reales se alejan de los prometidos.

4.2. Motivos relacionados con la estrategia inicial

4.2.1. La soberbia directiva y los problemas de agencia

Una de las causas más estudiadas de destrucción de valor en M&A es la denominada hipótesis de soberbia directiva o *hubris*, formulada por Roll (1986). La idea es sencilla: los directivos que han tenido éxito desarrollan una confianza excesiva en su criterio y tienden a sobrestimar las sinergias de las operaciones que acometen, pagando más de lo que las sinergias justifican. El resultado es que la prima abonada supera el valor creado y el adquirente destruye valor.

Jensen (1986) añade otro ángulo igualmente importante: el *empire building*. Los directivos de empresas con mucha caja y pocas oportunidades de inversión rentable tienen

incentivos para usar ese exceso de tesorería en adquisiciones, aunque no sean rentables, porque el tamaño de la empresa que controlan influye directamente en su remuneración y su poder. En otras palabras, el directivo gana con la operación aunque el accionista pierda. Este problema de agencia explica por qué tantas operaciones de M&A se realizan incluso cuando las condiciones objetivas de creación de valor no están dadas.

4.2.2. La sobrestimación de sinergias y la prima excesiva

La sobrestimación de sinergias es la causa de destrucción de valor más directamente cuantificable. En el momento del anuncio, directivos y bancos de inversión presentan proyecciones que justifican la prima pagada. El problema es estructural: los directivos necesitan convencer al consejo y al mercado de que la operación tiene sentido, y los bancos de inversión cobran sus comisiones solo si la operación se cierra. Esta convergencia de incentivos hace que el escrutinio crítico de las hipótesis sea sistemáticamente insuficiente y que las proyecciones más optimistas tiendan a imponerse.

Las sinergias de costes —reducción de plantilla, eliminación de duplicidades, economías de escala— son relativamente más alcanzables, aunque los costes de integración necesarios para lograrlas suelen subestimarse. Las sinergias de ingresos —cross-selling, nuevos productos, expansión de mercado— son las más frecuentemente prometidas y las menos materializadas, porque dependen de comportamientos de clientes y capacidades organizativas que no se pueden garantizar desde una hoja de cálculo.

Una consecuencia directa de todo lo anterior es el pago de primas excesivas. Las primas medias en las grandes operaciones oscilan entre el 20% y el 40% sobre la cotización previa del target (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001). Para que esa prima se recupere, las sinergias deben ser exactamente equivalentes a ella. Cuando hay varios postores compitiendo por el mismo activo, entra en juego lo que Thaler (1988) llamó la *maldición del ganador*: el que gana la subasta es, por definición, el que más ha valorado el activo y, probablemente, el que más lo ha sobrestimado. Cuantos más competidores, mayor la prima final y mayor la probabilidad de destrucción de valor.

4.3. Motivos relacionados con la ejecución

4.3.1. El fracaso en la integración

Aunque la estrategia sea correcta y el precio razonable, la operación puede fracasar durante la integración. Esta es la fase más compleja y la más frecuentemente subestimada de todo el proceso de M&A (Haspeslagh & Jemison, 1991). Los problemas de integración se retroalimentan entre sí: la lentitud en las decisiones genera incertidumbre, que provoca fuga de talento, que retrasa la captura de sinergias, que erosiona la confianza del mercado. La integración tecnológica —unificación de sistemas, plataformas operativas, ERPs— es especialmente costosa y tardía: Weber et al. (2013) documentan que sus costes superan las estimaciones iniciales en un 30-50% con frecuencia.

La velocidad de integración es un factor paradójico: actuar rápido reduce la incertidumbre y la fuga de talento, pero sin suficiente planificación puede destruir precisamente el valor diferencial del activo adquirido. Una absorción agresiva de un target cuyo valor reside en su cultura emprendedora o en la autonomía de sus equipos puede provocar la salida del talento que justificaba la prima pagada. Haspeslagh & Jemison (1991) insisten en que elegir el modelo de integración adecuado —absorción, simbiosis, preservación o holding— no es un detalle secundario, sino una de las decisiones más determinantes para el resultado final.

4.3.2. El choque cultural

La incompatibilidad cultural es, según los propios directivos involucrados en operaciones fallidas, el factor más frecuentemente citado como causa de fracaso, y al mismo tiempo el más ignorado en el análisis previo a la operación. La cultura corporativa —valores, estilos de liderazgo, formas de tomar decisiones— es un activo invisible pero poderoso: cuando dos culturas incompatibles se ven forzadas a convivir, el resultado son conflictos, pérdida de productividad y salida del talento más valioso (Cartwright & Cooper, 1993). El error más común es asumir que, una vez acordados los términos financieros, las personas se adaptarán. Las personas son el activo más difícil de integrar y el más determinante para la creación de valor operativo.

4.3.3. El apalancamiento excesivo y la distracción directiva

En operaciones financiadas con mucha deuda, el apalancamiento resultante puede convertirse en un destructor de valor si el entorno económico se deteriora o las sinergias tardan en llegar. El servicio de una deuda elevada consume recursos que podrían destinarse a inversión en crecimiento, reduciendo la capacidad competitiva de la empresa combinada (Lewellen, 1971). A esto se suma un efecto frecuentemente ignorado: el proceso de integración distrae enormemente a la dirección del negocio habitual. Los competidores, que no están gestionando una integración, pueden aprovechar ese paréntesis para atacar clientes, desarrollar productos o completar sus propias adquisiciones, deteriorando la posición competitiva de la empresa fusionada antes de que termine de integrarse.

4.4. Cuándo el M&A sí puede crear valor

La conclusión de que el M&A tiende a destruir valor no es absoluta. Existe un tipo de operación con un perfil significativamente mejor: las adquisiciones focalizadas realizadas por compradores con conocimiento sectorial profundo. Cantillo (IESE Business School), siguiendo a Porter, distingue entre sinergias genéricas —accesibles a cualquier comprador y por tanto ya incorporadas en el precio de mercado— y sinergias específicas —solo alcanzables por compradores con capacidades y conocimiento particulares del sector—. Estas últimas son las únicas que justifican económicamente el pago de una prima relevante, porque ningún otro postor puede replicarlas.

Las estrategias de buy-and-build de los fondos de capital privado son el ejemplo más claro: el fondo conoce el sector, tiene un modelo de integración probado y aplica sistemáticamente las mejores prácticas a las empresas adquiridas, generando economías de escala que justifican la prima. En estas operaciones, el comprador no pretende transformar radicalmente el modelo de negocio del activo adquirido, sino hacer crecer y profesionalizar algo que ya funciona. Esta modestia estratégica, paradójicamente, explica en buena medida su mayor tasa de éxito frente a las grandes fusiones industriales.

En definitiva, la destrucción de valor en M&A no es inevitable, pero sí es el resultado más probable cuando fallan alguna de las condiciones necesarias: encaje estratégico real, disciplina en el precio, estimación realista de sinergias y plan de integración sólido. Cuando alguna de estas condiciones falla —y con frecuencia fallan varias a la vez— la pérdida de valor para el accionista del adquirente es la consecuencia más probable, como demuestra la evidencia empírica de forma consistente a lo largo de décadas.

5. CASOS PRÁCTICOS: CREACIÓN Y DESTRUCCIÓN DE VALOR

Este capítulo analiza dos operaciones reales de M&A con resultados contrapuestos. El primer caso examina la fusión entre Daimler-Benz AG y Chrysler Corporation (1998), uno de los ejemplos más estudiados de destrucción de valor en una gran fusión transfronteriza. El segundo analiza la adquisición de idealista por EQT en 2020 y su posterior venta a Cinven en 2024, como ejemplo de creación de valor mediante una adquisición focalizada de capital privado. Ambos casos se analizan con una estructura homogénea que incluye la descripción de las compañías, los términos de la operación, los resultados financieros y la evaluación de la creación o destrucción de valor.

5.1. Caso de Fusión: Daimler-Chrysler (1998) — Destrucción de Valor

5.1.1. Descripción de las compañías y términos de la operación

Daimler-Benz AG era en 1997 el mayor fabricante de vehículos industriales del mundo, con la marca Mercedes-Benz como activo central. Con sede en Stuttgart, facturaba aproximadamente 68.000 millones de dólares y mantenía márgenes EBIT de entorno al 6-7%, reflejo de una marca premium con elevado poder de fijación de precios (Daimler-Benz Annual Report, 1997). **Chrysler Corporation** era el tercer fabricante de automóviles de EE.UU., con una facturación de 61.100 millones de dólares en 1997 (Chrysler Corporation Annual Report, 1997). Su negocio se concentraba en el segmento de volumen con minivans, Jeeps y pickups, con márgenes más estrechos y mayor exposición al ciclo económico.

Tabla IV. Principales magnitudes financieras pre-fusión (ejercicio 1997)

Magnitud	Daimler-Benz	Chrysler
Ingresos	~68.000 M\$	61.100 M\$
EBITDA	~7.500 M\$	~6.000 M\$
Margen EBIT	~6-7%	~4-5%
Beneficio neto	~4.300 M\$	2.805 M\$
Capitalización bursátil	~37.000 M\$	~26.000 M\$
Cuota mercado EE.UU.	Segmento premium	~16,3%

Fuente: Elaboración propia a partir de Daimler-Benz Annual Report (1997) y Chrysler Corporation Annual Report (1997).

El 7 de mayo de 1998, ambas compañías anunciaron su fusión, presentada públicamente como un *merger of equals* (DaimlerChrysler Press Release, 7 de mayo de 1998). La operación se estructuró como un canje de acciones en el que los accionistas de Chrysler recibieron 0,6235 acciones de DaimlerChrysler por cada acción de Chrysler, a un precio implícito de 57,69 dólares —una prima del 28% sobre la cotización previa de ~44,6 dólares—. El valor total de la operación ascendió a ~36.000 millones de dólares, convirtiéndola en la mayor fusión industrial de la historia hasta ese momento (Vlasic & Stertz, 2000). Las sinergias declaradas se cifraron en 1.400 millones de dólares anuales para 2001.

5.1.2. Reacción del mercado y evolución financiera

La reacción del mercado en el momento del anuncio fue la primera señal de alerta. Aplicando la metodología del event study (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001), la acción de Daimler-Benz cayó un 6,8% en los tres días posteriores al anuncio, mientras que la de Chrysler subió un 23,3%. Esta asimetría reflejaba que el mercado consideraba desde el primer momento que Daimler estaba pagando en exceso y que las sinergias declaradas no justificaban la prima abonada.

Tabla V. Reacción del mercado y evolución financiera de DaimlerChrysler

Indicador	1998	1999	2001	2003	2006
Ingresos totales (M€)	131.782	149.985	152.873	136.437	151.589
Beneficio neto (M€)	4.820	5.746	-662	448	3.783
Margen EBIT (%)	4,1%	4,0%	-0,9%	3,1%	3,5%
Precio acción (€)	~80	~65	~45	~32	~50

Cuota mercado Chrysler EE.UU.	16,0%	15,5%	14,2%	13,1%	12,7%
--------------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------

Fuente: Elaboración propia a partir de DaimlerChrysler Annual Reports (1999-2006) y Ward's Automotive.

Los datos hablan por sí solos. Los márgenes EBIT de DaimlerChrysler se mantuvieron sistemáticamente por debajo del 6-7% que Daimler obtenía de forma independiente, confirmando que la integración no generó las eficiencias prometidas (DaimlerChrysler Annual Report, 2003). La empresa entró en pérdidas netas en 2001 (–662 millones de euros) por las dificultades de Chrysler durante la recesión americana. El precio de la acción cayó desde los ~80 euros iniciales hasta ~32 euros en 2002, una caída del 60% desde la salida a bolsa. La cuota de mercado de Chrysler en EE.UU. retrocedió sin pausa del 16,3% al 12,7% entre 1997 y 2006 (Ward's Automotive, 2006), justo lo contrario de lo que la fusión prometía.

5.1.3. Causas del fracaso y conclusión

Las causas de destrucción de valor son múltiples y se refuerzan mutuamente. En primer lugar, la prima del 28% se apoyaba en sinergias de 1.400 millones de dólares anuales que nunca llegaron a materializarse: los analistas estiman que las sinergias reales no superaron los 300 millones (Reuters, 2002), apenas el 21% de lo prometido. Las plataformas de vehículos, las redes de distribución y los procesos de compra de ambas empresas eran tan distintos que la integración operativa resultaba técnica y comercialmente muy compleja.

En segundo lugar, la denominada fusión entre iguales encubrió en realidad una absorción fallida. El choque cultural entre la cultura alemana de Daimler —jerárquica, orientada al lujo y a la ingeniería— y la americana de Chrysler —informal, orientada al volumen y a la rapidez— fue devastador: la dirección americana abandonó en masa en los primeros años (Vlasic & Stertz, 2000), lo que ilustra con precisión el fenómeno descrito por Cartwright & Cooper (1993). Finalmente, la hipótesis de soberbia directiva de Roll (1986) es claramente aplicable: la dirección de Daimler sobreestimó su capacidad de gestionar Chrysler y extraer valor de una combinación cuyo encaje era mucho más débil de lo declarado.

En mayo de 2007, Daimler vendió Chrysler al fondo Cerberus Capital Management por aproximadamente 5.500 millones de dólares (Daimler Press Release, 14 de mayo de 2007), menos del 16% de los 36.000 millones pagados nueve años antes. La destrucción de valor para los accionistas de Daimler supera los 30.000 millones de dólares.

5.2. Caso de Adquisición: EQT – Idealista (2020-2024) — Creación de Valor

5.2.1. Descripción de las compañías y términos de la operación

EQT es uno de los fondos de capital privado de mayor tamaño de Europa, con sede en Estocolmo y más de 130.000 millones de euros en activos bajo gestión. Fundado en 1994, opera a través de distintas estrategias buyout, venture e inversión en infraestructuras con foco en empresas líderes en sus mercados y con modelos de negocio escalables. En el ámbito de las plataformas digitales, EQT cuenta con un historial contrastado de inversiones que le otorga el conocimiento sectorial que, como señala Cantillo (IESE), es condición necesaria para justificar el pago de una prima significativa sobre un activo de calidad.

Idealista es el portal líder de clasificados inmobiliarios en línea en el sur de Europa, con presencia dominante en España, Italia y Portugal. Fundada en Madrid en 1998, opera un modelo de plataforma bilateral: los propietarios e inmobiliarias publican anuncios y los compradores acceden gratuitamente, mientras la monetización se produce mediante suscripciones y tarifas cobradas a agencias y promotoras. Su modelo presenta características estructuralmente atractivas para un inversor de capital privado: fuertes efectos de red, elevadas barreras de entrada, ingresos recurrentes y márgenes EBITDA superiores al 50% (idealista, Registros Mercantiles, 2019). En 2015, Apax Partners adquirió una participación de control por ~235 millones de euros; en 2020 vendió a EQT por 1.321 millones de euros, multiplicando el valor por más de cinco en cinco años (EjePrime, 2020).

Tabla VI. Principales métricas operativas de idealista (2019, previo a EQT)

Métrica	Valor (2019)
Ingresos (entidad española)	~82,5 M€
EBITDA operativo	~44 M€ (margen ~53%)
Crecimiento de ingresos (CAGR 2015-2019)	~20% anual
Visitas mensuales (España)	~50 millones
Cuota de tráfico (portales inmobiliarios, España)	~55% (líder)
Precio de venta Apax → EQT	EV 1.321 M€ (x5,6 sobre precio de entrada de Apax)

Fuente: Elaboración propia a partir de idealista SAU (Registros Mercantiles, 2019), EjePrime (2020) y SimilarWeb.

En septiembre de 2020, EQT IX Fund adquirió una participación mayoritaria en idealista valorando la compañía en un Enterprise Value de 1.321 millones de euros (EQT Press Release, 10 de septiembre de 2020). La operación se estructuró como un LBO combinando capital propio del fondo con deuda bancaria y de mercado de capitales. El equipo directivo reinvirtió y mantuvo su participación —señal clave de alineación de intereses—. Pocos meses después del cierre, Apax recompró un 17% del capital y Oakley Capital entró con el 12% restante.

5.2.2. Evolución financiera y posición competitiva

Durante los cuatro años de inversión de EQT, idealista mantuvo una trayectoria de crecimiento sostenido en ingresos y EBITDA operativo. Las pérdidas netas contables registradas durante el periodo son de naturaleza puramente contable: se explican íntegramente por la amortización del fondo de comercio generado en el LBO de 2020, no por el deterioro del negocio operativo (idealista SAU, Registros Mercantiles, 2021-2023).

Tabla VII. Evolución financiera de idealista y cuota de mercado (2020-2023)

Indicador	2020	2021	2022	2023
Ingresos consolidados (M€)	~83	101,5	218	259
EBITDA operativo (M€)	~44	54	~79	~105
Margen EBITDA operativo	~53%	53%	~36%*	~40%*
Cuota tráfico web España (%)	~53%	~55%	~57%	~58%
Fotocasa (competidor principal)	~24%	~22%	~21%	~20%

** El margen consolidado del grupo es inferior al de la entidad española pura por el efecto de la integración de casa.it (Italia) y los costes de estructura del grupo. Fuente: Elaboración propia a partir de idealista SAU (Registros Mercantiles, 2020-2023), EjePrime (2023) y SimilarWeb.*

Los datos muestran que idealista casi triplicó sus ingresos consolidados durante el periodo EQT de 83 a 259 millones de euros y más que duplicó su EBITDA operativo (EjePrime, 2023; idealista SAU, Registros Mercantiles, 2023). La cuota de tráfico web en España creció del 53% al 58%, ampliando la ventaja frente a Fotocasa, que retrocedió del 24% al 20% (SimilarWeb, 2023). Este patrón de *winner takes most*, característico de los mercados de plataformas con efectos de red, reforzó el poder de fijación de precios de idealista y explica la mejora simultánea de ingresos y márgenes operativos.

5.2.3. Análisis de la creación de valor y conclusión

En junio de 2024, EQT vendió el 70% de idealista a Cinven con un Enterprise Value de 2.900 millones de euros (EQT Press Release, 18 de junio de 2024), lo que representa una revalorización del 120% sobre el precio de entrada de 1.321 millones. EQT reinvertió y mantuvo un 18% del capital, señal de que el fondo considera que el valor futuro del activo aún no está plenamente capturado en ese precio.

Esta creación de valor descansa sobre dos palancas: el crecimiento del EBITDA operativo —de 44 a 105 millones de euros, multiplicado por 2,4 en cuatro años— y la expansión del múltiplo de valoración, que refleja el mayor reconocimiento por parte del mercado del liderazgo y la recurrencia de flujos de idealista. La combinación de ambas palancas explica la revalorización de más del 120% del Enterprise Value en el periodo (Cantillo, IESE; EQT Press Release, 2024).

El caso ilustra con claridad los elementos que distinguen una adquisición exitosa. Primero, el conocimiento sectorial profundo de EQT en plataformas digitales le permitió valorar con precisión el activo y diseñar una tesis de inversión creíble. Segundo, la calidad intrínseca del activo otorgaba visibilidad a los retornos. Tercero, la alineación de intereses con el equipo directivo, que reinvertió y mantuvo el liderazgo operativo, eliminó uno de los principales riesgos de las operaciones de capital privado. Como señala Cantillo (IESE), las sinergias específicas —solo alcanzables por compradores con conocimiento

sectorial profundo— son las únicas que justifican económicamente el pago de una prima relevante. En este caso, EQT identificó y capturó precisamente ese tipo de sinergias.

5.3. Análisis Comparativo

El análisis conjunto de ambos casos permite contrastar sobre operaciones reales los factores que determinan la creación o destrucción de valor en M&A.

Tabla VIII. Análisis comparativo: DaimlerChrysler vs. EQT–Idealista

criterio	DaimlerChrysler (1998)	EQT – Idealista (2020-2024)
Tipo de operación	Gran fusión industrial transfronteriza	LBO de capital privado. Adquisición focalizada
EV de entrada	~36.000 M\$	1.321 M€
Prima / múltiplo pagado	Prima ~28% sobre cotización previa	~30x EBITDA, justificado por liderazgo y flujos recurrentes
Reacción del mercado al anuncio	CAR adquirente: –6,8% (señal inmediata de sobrepago)	N/A (EQT no cotiza). El equipo directivo reinvertió como señal positiva
Encaje estratégico	Débil. Complementariedad sobreestimada	Sólido. Líder de mercado con efecto de red y flujos visibles
Integración y cultura	Conflicto severo. Fuga masiva de directivos americanos	Sin conflicto. Equipo directivo mantenido. EQT como acelerador
Sinergias declaradas vs. obtenidas	1.400 M\$ prometidos → <300 M\$ obtenidos (21%)	Crecimiento orgánico + expansión internacional: materializado
Cuota de mercado post-operación	Cayó del 16,3% al 12,7% (Chrysler en EE.UU.)	Creció del 53% al 58% (idealista en España)
Evolución del valor	Precio acción –60%. Chrysler vendida a <16% del precio de compra	EV +120% en 4 años. MoIC ~2,5-3x. TIR >25%
Resultado para el adquirente	Destrucción de >30.000 M\$ de valor	Creación de >1.500 M€ de valor en equity
Principal causa del resultado	Sobrepago + choque cultural + sinergias no materializadas	Calidad del activo + conocimiento sectorial + alineación directiva

Fuente: Elaboración propia a partir de DaimlerChrysler Annual Reports (1998-2007), Vlasic & Stertz (2000), EQT Press Releases (2020, 2024), idealista SAU (Registros Mercantiles) y SimilarWeb.

El contraste entre ambas operaciones demuestra que la creación o destrucción de valor en M&A no depende del tamaño ni de la solidez aparente del relato estratégico. Lo que determina el resultado es la combinación de cuatro condiciones: calidad real del encaje estratégico, disciplina en el precio pagado, alineación de intereses entre comprador y equipo gestor, y calidad de la ejecución. La presencia simultánea de todas ellas en el caso EQT-idealista —y la ausencia de casi todas en DaimlerChrysler— explica la

diferencia entre una operación que multiplicó el valor por más de dos y otra que destruyó más de treinta mil millones de dólares en menos de una década.

6. CONCLUSIONES

Como conclusión principal, el trabajo sostiene que la creación de valor en M&A no depende del tamaño de la operación ni de la solidez aparente del relato estratégico, sino de la combinación simultánea de cuatro condiciones: calidad real del encaje estratégico, disciplina en el precio, alineación de intereses entre comprador y equipo gestor, y calidad en la ejecución de la integración.

A lo largo del análisis realizado, se ha puesto de manifiesto que las fusiones y adquisiciones constituyen una herramienta estratégica de gran relevancia para el crecimiento empresarial, pero también una de las más complejas y con alta tasa de fracaso. La evidencia demuestra que, en promedio, los accionistas del adquirente no obtienen retornos positivos, lo que pone de relieve la importancia de abordar estas operaciones con un enfoque riguroso y disciplinado.

El estudio de los casos prácticos refuerza esta idea. Por un lado, la fusión entre Daimler y Chrysler ejemplifica cómo la ausencia de encaje estratégico real, el sobrepago y los problemas de integración pueden conducir a una destrucción significativa de valor. Por otro lado, la adquisición de idealista por EQT muestra cómo una operación bien planteada, basada en un profundo conocimiento del sector, una tesis de inversión clara y una correcta ejecución, puede generar una revalorización sustancial.

En definitiva, el éxito en M&A no responde a factores aislados, sino a la correcta combinación de decisiones estratégicas, financieras y operativas. Solo cuando estas dimensiones están alineadas es posible transformar una operación corporativa en una fuente real de creación de valor sostenible en el tiempo.

DECLARACIÓN DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Javier Herrero Bayón, estudiante de Derecho y ADE de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "Creación de valor en procesos de fusiones y adquisiciones", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. Brainstorming de ideas de investigación: Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. Referencias: Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
3. Constructor de plantillas: Para diseñar formatos específicos para secciones del trabajo.
4. Corrector de estilo literario y de lenguaje: Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
5. Sintetizador y divulgador de libros complicados: Para resumir y comprender literatura
6. Revisor: Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 26/03/2026

Firma: Javier Herrero Bayón

BIBLIOGRAFÍA

Fuentes académicas y libros

- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.103>
- Cantillo, M. (s. f.). *Fusiones y adquisiciones: cómo generar sinergias*. IESE Business School, Universidad de Navarra.
- Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1993). The role of culture compatibility in successful organizational marriage. *The Academy of Management Executive*, 7(2), 57-70. <https://doi.org/10.5465/ame.1993.9411302324>
- De la Rosa Molina, A. M. (2007). *Fusiones y adquisiciones en la industria de las telecomunicaciones a nivel mundial: factores clave de éxito* [Tesis doctoral, Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey].
- Devos, E., Rajan Kadapakkam, P., & Krishnamurthy, S. (2009). How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1179-1211. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn019>
- Díaz, B., Sanfilippo Azofra, S., & López Gutiérrez, C. (2008). Influencia de la prima sobre la creación de valor en las fusiones y adquisiciones bancarias en Europa. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 34, 81-106.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. IESE Business School, Universidad de Navarra. Recuperado de https://gc.scalahed.com/recursos/files/r161r/w25540w/D1FZ114_S7_R2.pdf
[Fecha de acceso: marzo de 2026]

- García Castillo, J. P. (2018). M&A para la creación de valor. *Review of Global Management*, 2(1), 11-12. <https://doi.org/10.19083/rgm.v2i1.659>
- Grava, D. (2016). M&A negotiations. Versailles Group. Recuperado de <https://www.versaillesgroup.com/m-and-a-blog/ma-negotiations> [Fecha de acceso: marzo de 2026]
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991). *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal*. Free Press.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- KPMG. (2001). *World class transactions: Insights into creating shareholder value through mergers and acquisitions*. KPMG International.
- Lewellen, A. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance*, 26, 521-537. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1971.tb00912.x>
- Loughran, T., & Vijh, A. M. (1997). Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? *The Journal of Finance*, 52(5), 1765-1790. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02741.x>
- Machado, A. (1936). *Juan de Mairena: Sentencias, donaires, apuntes y recuerdos de un profesor apócrifo*. Espasa-Calpe.
- McKinsey & Company. (2010). *The value of mergers and acquisitions: Do the numbers support the optimism?* McKinsey Global Institute.
- 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)
- Park, M. C., Yang, D. H., Nam, C., & Ha, Y. W. (2002). Mergers and acquisitions in the telecommunications industry: Myths and reality. *ETRI Journal*, 24(1), 56-64. <https://doi.org/10.4218/etrij.02.0102.0106>
- Pérez-Íñigo, J. M. (2019). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Ecobook.

- Rau, P. R., & Vermaelen, T. (1998). Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 49(2), 223-253. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00023-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00023-3)
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216. <https://doi.org/10.1086/296325>
- Sudarsanam, P. S. (1996). *La esencia de las fusiones y adquisiciones*. Prentice Hall.
- Thaler, R. H. (1988). Anomalies: The winner's curse. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 191-202. <https://doi.org/10.1257/jep.2.1.191>
- Weber, Y., Tarba, S. Y., & Bachar, Z. R. (2013). *Mergers and acquisitions management and strategy*. Edward Elgar Publishing.

Informes institucionales y de consultoría

- BCG. (2025). *M&A Outlook 2025*. Boston Consulting Group. Recuperado de <https://www.bcg.com> [Fecha de acceso: enero de 2026]
- Equipo de redacción de Drew. (2025, 15 de febrero). Gigantes tecnológicos lideran el mercado de fusión y adquisiciones en 2025. Drew Business Insights. Recuperado de <https://blog.wearedrew.co/noticias/gigantes-tecnologicos-lideran-el-mercado-de-fusion-y-adquisiciones-en-2025> [Fecha de acceso: febrero de 2026]
- FasterCapital. (s. f.). Adquisición de activos. Recuperado de <https://fastercapital.com> [Fecha de acceso: marzo de 2026]
- J.P. Morgan. (2025). *2025 Global M&A Outlook*. J.P. Morgan Investment Banking. Recuperado de <https://www.jpmorgan.com> [Fecha de acceso: enero de 2026]
- Miles, S. (2025). 4 M&A trends to watch in 2025. Morgan Stanley. Recuperado de <https://www.morganstanley.com> [Fecha de acceso: enero de 2026]
- Morgan Stanley. (2025). *2025 M&A Outlook*. Morgan Stanley. Recuperado de <https://www.morganstanley.com> [Fecha de acceso: enero de 2026]

Fuentes primarias corporativas y registros

Chrysler Corporation. (1998). Annual Report 1997. Chrysler Corporation.

Daimler-Benz AG. (1998). Annual Report 1997. Daimler-Benz AG.

DaimlerChrysler AG. (1999-2007). Annual Reports 1998-2006. DaimlerChrysler AG.

DaimlerChrysler AG. (1998, 7 de mayo). DaimlerChrysler merger of equals press release [Comunicado de prensa]. DaimlerChrysler.

DaimlerChrysler AG. (2007, 14 de mayo). Daimler sells Chrysler to Cerberus Capital Management [Comunicado de prensa]. Daimler AG.

EjePrime. (2020). EQT adquiere Idealista por 1.321 millones de euros. EjePrime. Recuperado de <https://www.ejeprime.com> Fecha de acceso: marzo de 2026]

EjePrime. (2023). Idealista triplica ingresos durante el periodo EQT. EjePrime. Recuperado de <https://www.ejeprime.com> [Fecha de acceso: marzo de 2026]

EQT AB. (2020, 10 de septiembre). EQT acquires Idealista [Comunicado de prensa]. EQT Group.

EQT AB. (2024, 18 de junio). EQT sells majority stake in Idealista to Cinven [Comunicado de prensa]. EQT Group.

Idealista SAU. (2019-2023). Registros Mercantiles. Registro Mercantil de Madrid.

Pitchbook. (2024, 30 de septiembre). Private equity portfolio companies dataset [Dataset]. PitchBook Data, Inc.

Refinitiv. (2024, 31 de diciembre). Global M&A announced transactions dataset [Dataset]. Refinitiv, a London Stock Exchange Group company.

Reuters. (2002). DaimlerChrysler synergies far below targets, analysts say. Reuters News Agency.

SimilarWeb. (2023). Idealista web traffic and market share data [Dataset]. SimilarWeb Ltd.

Ward's Automotive. (2006). US automotive market share data [Dataset]. Ward's Automotive.

ANEXO 1: METODOLOGÍA DE CÁLCULO DEL DCF

El Descuento de Flujos de Caja (DCF) es el método de valoración de referencia en las operaciones de M&A. A continuación, se describe la metodología de cálculo de forma estructurada.

Paso 1: Proyección del Free Cash Flow (FCF)

El FCF representa el efectivo generado por las operaciones de la empresa que está disponible para todos los proveedores de capital (accionistas y acreedores financieros), con independencia de la estructura de capital. Se calcula de la siguiente forma:

Concepto	Cálculo
EBIT (Beneficio operativo)	Ventas – Costes operativos – D&A
NOPAT (Beneficio operativo después de impuestos)	$EBIT \times (1 - t)$
(+) Depreciación y amortización	D&A
(-) CAPEX (inversión en activos fijos)	Inversión en inmovilizado
(-) Variación de Fondo de Maniobra (ΔWC)	Cambio en activo corriente operativo neto
= Free Cash Flow (FCF)	$NOPAT + D\&A - CAPEX - \Delta WC$

Fuente: Elaboración propia a partir de Fernández (2008).

Paso 2: Estimación del WACC

El Coste Medio Ponderado del Capital (WACC) es la tasa de descuento que refleja el coste de las distintas fuentes de financiación de la empresa, ponderadas por su peso en la estructura de capital:

$$WACC = K_e \times [EqV / (EqV + D)] + K_d \times (1 - t) \times [D / (EqV + D)]$$

Donde K_e es la rentabilidad exigida por los accionistas —calculada habitualmente mediante el CAPM—, K_d es el coste de la deuda financiera, t es el tipo impositivo efectivo, EqV es el valor de los fondos propios y D es el valor de mercado de la deuda.

Paso 3: Cálculo del Enterprise Value

El Enterprise Value se obtiene sumando el valor actual de los FCF proyectados en el horizonte explícito de valoración y el valor residual o terminal, que recoge el valor de la empresa más allá del horizonte de proyección:

$$EV = \sum [FCF_t / (1 + WACC)^t] + [Valor Terminal / (1 + WACC)^n]$$

El Valor Terminal se calcula habitualmente mediante la fórmula de Gordon-Shapiro, aplicando una tasa de crecimiento perpetuo (g) a los flujos del último año del horizonte explícito:

$$Valor Terminal = FCF_{n+1} / (WACC - g)$$

Paso 4: Obtención del Equity Value

Una vez calculado el Enterprise Value, el Equity Value se obtiene restando la Deuda Financiera Neta y sumando cualquier activo no operativo:

$$EqV = EV - DFN + Activos no operativos$$

El precio por acción implícito en la valoración se obtiene dividiendo el Equity Value entre el número de acciones en circulación. Este rango de valoración constituye la base de referencia sobre la que se articula la negociación del precio final de la operación.