



UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS

**SINERGIAS MÁS HABITUALES EN OPERACIONES
DE M&A EN EL IBEX-35 DURANTE EL PERIODO
2011 – 2013**

Autor: Álvaro Vicente Diez del Corral Osuna

Director: Rafael Rodríguez

Madrid

Junio de 2014

ÍNDICE DE GRÁFICOS, FIGURAS Y TABLAS

Gráfico 1: Gráfico del IBEX- 35 de los últimos cuatro años	10
Gráfico 2: Esquema de generación de valor	20
Gráfico 3: Gráfico de la operación Banesto - Santander	24
Gráfico 4: Operación Popular - Pastor	29
Gráfico 5: Operación Sabadell - Gallego	35
Gráfico 6: Operación Caixabank - Bankpyme	40
Gráfico 7: Operación Caixabank - Banca Cívica	44
Gráfico 8: Operación Caixabank - Banco de Valencia	49
Gráfico 9: Sinergias en las operaciones de Caixabank.....	51
Gráfico 10: Operación British Airways - Iberia	55
Gráfico 11: Organigrama IAG.....	55
Gráfico 12: Cotización IAG (2011-2014)	58
Gráfico 13: Operación British Airways - Iberia	60
Figura 1: Análisis post fusión IAG.....	57
Tabla 1: Situación inicial Banesto - Santander.....	24
Tabla 2: Situación inicial Banco Pastor - Banco Popular.....	29
Tabla 3: Situación inicial Sabadell - Gallego	35
Tabla 4: Situación inicial Caixabank - Banca Cívica.....	44
Tabla 5: Situación inicial Caixabank - Banca de Valencia	49
Tabla 6: Situación inicial British Airways - Iberia.....	54
Tabla 7: Situación inicial IAG - Vueling.....	61
Tabla 8: Análisis post operación IAG - Vueling	62
Tabla 9: Comparativa de sinergias e inversión.....	63

ÍNDICE

Índice de gráficos, figuras y tablas	1
Resumen, palabras clave, abstract y key words.....	3
1.- Introducción	4
2.- Marco Teórico	6
3.- Estudio: análisis y resultados	21
I. Fusiones del IBEX – 35 en el periodo 2011-2013.....	21
a. Operaciones del sector bancario	21
b. Operaciones del sector aeronáutico	50
II. Comparativa de las operaciones por sector	62
III. Ránking de sinergias	62
4.- Conclusión	64
5.- Bibliografía	65
6.- Anexos	68

RESUMEN

Con la elaboración del presente trabajo el autor pretende proporcionar al lector una guía que sirva de referencia para el estudio de las fusiones y adquisiciones ocurridas entre empresas cotizadas del IBEX-35 durante el periodo 2011-2013. Con esta guía el lector contemplará la importancia que tienen las sinergias en una operación de fusiones y adquisiciones.

Palabras clave: fusiones, adquisiciones, sinergias, generación de valor, costes, ingresos, flujos de caja, resultados, empresa compradora, empresa comprada, banco, aerolínea, CNMV.

ABSTRACT

In preparing this report the author aims to provide the reader with a guide as a reference for the study of mergers and acquisitions that occurred among listed companies in the IBEX-35 during the period 2011-2013. With this guide the reader will consider the importance of synergies within a merger and acquisition transaction.

Keywords: mergers, acquisitions, synergies, value creation, costs, revenues, cash flows, acquirer company, target company, bank, airline, CNMV.

1. INTRODUCCIÓN

Objetivo

El objetivo primordial es determinar cuáles son las sinergias más habituales en las fusiones acontecidas en el periodo, por qué motivo ocurrieron y saber si cumplieron las expectativas previas al cierre de la operación.

Adicionalmente se pretende ilustrar al lector con un análisis detallado e individual de las operaciones así como una comparativa de las operaciones por sector y por empresas.

Metodología

Haciendo referencia a la metodología llevada a cabo para la elaboración del trabajo, cabe destacar que ha consistido fundamentalmente en: recopilar información pública de las distintas compañías que se fusionaron durante los últimos tres años, analizar y contrastar dicha información y por último, elaborar una conclusión que sintetice las homogeneidades de las sinergias que se dieron en cada una de las operaciones.

Con respecto a las fuentes empleadas para elaborar el informe destacan notas de prensa de distintos periódicos nacionales de índole económica como (Expansión, Cinco Días, El Mundo, El Confidencial y El País), periódicos internacionales como (The New York Times y TheTimes), publicaciones de las compañías en sus páginas oficiales, así como publicaciones de las mismas en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y en último lugar, se han obtenido multitud de datos por medio de un terminal de Bloomberg al que el autor tiene acceso en su actual puesto de trabajo.

Estado de la cuestión

Tras la crisis financiera que hemos vivido en los últimos años y que parece llegar a su último tramo, la situación bancaria nacional ha sufrido una durísima reestructuración que ha forzado a que ocurran multitud de fusiones y adquisiciones entre entidades.

El motivo principal de estas fusiones viene derivado de la imposición gubernamental de reducir el número de cajas y pequeños bancos que dotaban al sistema de insostenibilidad. Esto potenció exponencialmente el número de adquisiciones bancarias por parte de los grandes bancos nacionales.

Asimismo, en ese periodo de crisis el sector aeronáutico ha experimentado una importantísima operación que, como se verá más adelante tiene un final amargo.

Por ello, dado el carácter excepcional en cuanto al número de operaciones se refiere, el autor decidió documentarse respecto a las motivaciones que llevaron a estas compañías a proceder con las respectivas operaciones.

Estructura del trabajo

En cuanto a la estructura sobre la que se desarrolla este trabajo de fin de grado (TFG), cabe mencionar que pretende ofrecer a cualquier lector, conocedor o no del mundo de las finanzas corporativas y de términos financieros, un recorrido ameno que le transmita una visión global de lo ocurrido en este sector durante el periodo 2011-2013, en el particular caso del IBEX-35. Para conseguir esta accesibilidad, se definen en el Marco Teórico cada uno de los términos financieros que pudieran suponer una dificultad en la comprensión del texto, de forma detallada.

A continuación, tras haber hecho un recorrido por los conceptos teóricos necesarios para entender la lógica de la lectura con total comodidad, conocerán cada una de las operaciones que tuvieron lugar en esta etapa de forma detallada. Posteriormente, se muestra al lector una comparativa entre aquellas operaciones y finalmente se concluye la homogeneidad o heterogeneidad de las mismas.

Una vez llegado a este punto, se concede al lector el beneficio de la duda. Atendiendo a los conceptos expuestos en el trabajo, se considera que los lectores serán autosuficientes para extraer sus propias conclusiones y mostrar conformidad o disconformidad con el parecer del redactor.

2. MARCO TEÓRICO

¿Qué es la Bolsa?

La Bolsa es un mercado en el que se ponen de acuerdo compradores y vendedores para intercambiar productos financieros. Del mismo modo, puede definirse como un punto de encuentro entre dos partes: empresas y ahorradores (Bolsa de Madrid, formación para inversores).

Las sociedades necesitan fuentes de financiación para desarrollar sus actividades cotidianas y alcanzar sus objetivos económicos basados en la generación de beneficio. Existen diferentes vías de conseguir esta entrada de capital y una de las formas más interesantes es mediante La Bolsa (Bolsa de Madrid, formación para inversores).

A través de este medio las compañías pueden ofrecer productos financieros a los ahorradores, tales como: obligaciones, bonos, acciones, productos estructurados, etc. Este primer encuentro entre empresas y ahorradores es el conocido como Mercado Primario. Partiendo de este punto, los productos financieros que ya se hubieran vendido podrán ser revendidos a nuevos compradores (ahorradores), dando lugar en este caso al Mercado Secundario (Página oficial de Bolsas y Mercados Españoles).

Una vez definidos ambos mercados, primarios y secundarios, cabe mencionar que resultaría poco atractivo a los inversores no poder desprenderse de esos productos financieros que obtuvieron en uno u otro mercado. Es decir, ¿cómo pueden estos inversores recuperar sus fondos? La respuesta a esta pregunta se resuelve mediante la definición de la liquidez de La Bolsa. La liquidez es la facilidad existente para convertir algo en dinero líquido.

De esta manera, La Bolsa ofrece a los ahorradores la posibilidad de canjear sus activos financieros por dinero líquido al encontrar la contrapartida que éstos necesitan en el mercado secundario (Página oficial de Bolsas y Mercados Españoles).

Para facilitar la comprensión del concepto cabe ilustrar el siguiente ejemplo: Si un ahorrador A tiene un título (derecho) sobre una empresa de La Bolsa y quiere desprenderse de él, lo pondrá a la venta en busca de nuevos ahorradores que quieran comprarlo. Así pues, si en ese momento existe otro ahorrador B que está interesado en invertir su patrimonio en la misma empresa, llegará a un acuerdo con el ahorrador A para transmitirse el título a un determinado precio (Bolsa de Madrid, formación para inversores).

Extrapolando este concepto a gran escala podemos entender de forma aproximada el funcionamiento del mercado. Adicionalmente, el precio pagado por un determinado activo en el mercado es aquel dictado por el conjunto de compradores y vendedores que operan en él. De esta manera se le puede atribuir a cada activo financiero un determinado valor de mercado.

Finalmente, es relevante destacar que un mercado oficial como La Bolsa otorga seguridad jurídica a todas las partes que son partícipes de su funcionamiento (Bolsa de Madrid, formación para inversores).

¿Qué es el un índice bursátil?

Un índice bursátil consiste en una representación del movimiento de la cotización de títulos en el mercado. Concretamente, un índice bursátil consiste en un método por el cual podemos medir el valor de una sección del mercado de valores. Se calcula mediante un promedio de los precios a los que cotizan aquellos valores de un mismo mercado. De esta manera, mediante un índice podemos medir el crecimiento o decrecimiento de los activos que lo componen (Bloomberg Definitions).

Consecuentemente, el índice bursátil indica la evolución de un valor en un mercado, sirve de referencia para la gestión del patrimonio personal o profesional, (permite evaluar si nuestra gestión o la de un gestor es superior o inferior a la del índice) y al mismo tiempo, puede servir de activo subyacente para determinados productos como los contratos de opciones, contratos de futuros, warrants, swaps, contratos por diferencias (CFD's), entre otros (Página oficial de Bolsas y Mercados Españoles).

Los índices pueden ser clasificados atendiendo varios criterios. Los criterios más comunes son la clasificación por región geográfica y por la capitalización bursátil de las empresas que lo componen. Si nos enfocamos en la primera podemos distinguir índices globales, nacionales y regionales (Página oficial de Bolsas y Mercados Españoles).

Un índice bursátil global generalmente incluye compañías multinacionales pertenecientes a una gran región. Dos ejemplos muy significativos de este tipo de índices son el índice americano *Standard & Poor's 500* y el referente europeo *Eurostoxx 50*. Por un lado, el primero realiza un seguimiento de las 500 acciones más representativas de la economía americana, buscando reflejar el riesgo y la rentabilidad de todas las sociedades de gran capitalización estadounidense. Por otro lado, el *Eurostoxx 50* abarca la cotización de 50 acciones de doce países de la Eurozona (Bloomberg Definitions).

Un índice bursátil nacional representa la actividad de empresas de un mismo país y su variación representa el sentimiento de los inversores de dicho país y de su economía. Algunos ejemplos que reflejan este tipo de índices son el británico *Financial Times Stock Exchange* (FTSE 100), el francés *Cotation Assistée en Continu* (CAC 40), el alemán *Deutscher Aktienindex* (DAX 30) o el IBEX-35 español entre otros (Bloomberg Definitions).

En la actualidad existen índices para casi todos los sectores de la economía mundial y en los cinco continentes. Sin embargo, los que mayor importancia tienen son los europeos y norteamericanos.

¿Qué es el Mercado Continuo?

El mercado continuo es un sistema que permite la transacción de valores financieros de forma instantánea. La transacción continua implica la ejecución inmediata de las órdenes de los clientes, ya sean particulares o institucionales, por medio del sistema operativo de un intermediario financiero (*bróker*), (Expansión Diccionario Económico).

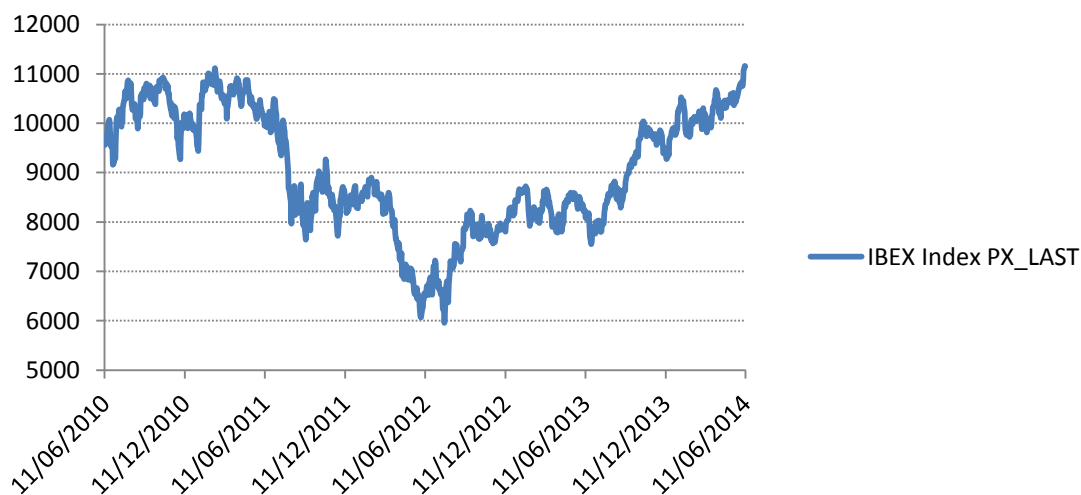
El mercado continuo español es un mercado informatizado que comunica a las cuatro bolsas españolas (Madrid, Bilbao, Valencia y Barcelona), asegurando un único precio por valor que permite realizar operaciones de compra-venta en un amplio periodo de tiempo, haciendo posible que los intermediarios financieros puedan ejecutar las órdenes de sus clientes desde cualquier lugar (Expansión Diccionario Económico).

¿Qué es el IBEX-35?

El IBEX-35 es el índice oficial del mercado continuo español y está compuesto por los 35 valores más líquidos negociados en dicho mercado. Es calculado, supervisado y publicado por la Sociedad de Bolsas. Los valores de las compañías que lo constituyen usan acciones completamente liberadas para efectuar el cálculo del índice (Bolsa de Madrid, formación para inversores).

El índice se creó el 29 de Diciembre de 1989 con un nivel básico de 3000 puntos. Su punto más alto se alcanzó el 31 de diciembre de 2007 donde alcanzó un valor total de 15.182,30 puntos básicos y su punto más bajo lo alcanzó el 30 de septiembre de 1992, donde tomó un valor de 2.032,13 puntos básicos. Actualmente el IBEX-35 se encuentra en torno a los 11.100 puntos (Bloomberg Definitions).

Gráfico 1: Gráfico del IBEX- 35 de los últimos cuatro años



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg, 2014.

Actualmente y al igual que en su nacimiento, el IBEX-35 está constituido por las 35 empresas más líquidas del territorio nacional. Si bien es cierto que en determinados momentos el índice ha contado con la presencia puntual de 36 valores como ocurrió en el año 2008 con la entrada de Día (Distribuidora Internacional de Alimentación S.A.) entre sus componentes.

¿Qué requisitos necesita tener una compañía nacional para cotizar en el IBEX?

Atendiendo a las condiciones expuestas en la página oficial de la Bolsa de Madrid, cotizar en Bolsa es una decisión estratégica de las compañías. Algunos de los motivos que llevan a las empresas a tomar esta decisión son: obtener financiación, aumentar su notoriedad en el mercado, proporcionar liquidez a sus accionistas o conseguir una valoración objetiva de la sociedad entre otros. La Bolsa es una vía de acceso óptima para la comunidad inversora a nivel nacional e internacional (Bolsa de Madrid, formación para inversores).

Atendiendo a los requisitos de cumplimiento obligatorios exigidos por La Bolsa para permitir la cotización de una compañía, cabe destacar los siguientes:

Para valores nacionales, las entidades deben tener un capital mínimo de 1.202.025 euros. Para determinar este capital mínimo, Bolsa exige que no se ha de tener en cuenta la parte de capital correspondiente a accionistas que tengan, de forma directa o indirecta, una participación igual o superior al 25% de la totalidad de recursos propios de la compañía. Otro requisito fundamental es la obtención de beneficio en los dos ejercicios anteriores o, en tres no consecutivos en un periodo de cinco años, suficientes para poder repartir un dividendo de al menos el seis por ciento del capital desembolsado, una vez hecha la previsión para el impuesto de sociedades y dotada la reserva legal u obligatoria pertinente (Bolsa de Madrid, formación para inversores).

Para valores extranjeros, los requisitos son muy semejantes a los de las empresas nacionales. El capital social mínimo exigido será de 1.202.025 euros al igual que en las nacionales y con la misma restricción de inexistencia de inversores con una participación

superior al 25%. Adicionalmente, se exige información referida a los tres últimos ejercicios fiscales con emisión de un informe de auditoría de cada uno de ellos. Por último, en cuanto a los beneficios obtenidos en los dos últimos ejercicios o tres no consecutivos, en un periodo de cinco años, se exige que estos hayan sido suficientes para poder repartir un dividendo mínimo del seis por ciento (Bolsa de Madrid, formación para inversores).

A continuación, atendiendo a los requisitos exigibles a los valores, es mención destacar que las ofertas públicas de venta de valores en circulación (OPV o *IPO* en terminología anglosajona) en el país de origen del emisor, serán como mínimo de seis millones de euros, calculado como el valor esperado del mercado. Para estimar si se cumple este requisito, se tendrán en cuenta el precio que hayan pagado los inversores en la oferta pública previa a la emisión, si hubiera existido tal oferta (Bolsa de Madrid, formación para inversores).

Este proceso de venta o colocación de las acciones es la parte más importante antes de la aparición de la empresa en la lista de negociación. El asesoramiento y la participación de una Sociedad de Valores y Bolsa es esencial. Una buena labor de asesoramiento y un correcto análisis de la compañía favorecerán a su mejor comportamiento en el mercado evitando cambios bruscos en la cotización de los valores una vez haya salido la compañía a Bolsa (Bolsa de Madrid, formación para inversores).

¿Qué obligaciones tiene una empresa por el hecho de cotizar en el IBEX-35?

La primera obligación que toda empresa cotizada debe cumplir es suministrar información al público periódicamente. De esta manera, se obliga a la empresa a dotar al mercado de información suficiente para que la formación del precio de las acciones sea acorde en todo momento con la realidad vigente y, por consiguiente, se evitan las imperfecciones fruto de una falta de transparencia de información (Bolsa de Madrid, formación para inversores).

El detalle de toda la información que deben hacer pública las empresas cotizadas de manera periódica se refleja en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Atendiendo a lo dictado por las distintas bolsas nacionales, por el hecho de cotizar en Bolsa las sociedades incurren en los siguientes gastos, todos ellos de carácter variable:

- Comisión de dirección, comisión de aseguramiento y comisión de colocación.
- Gastos de publicidad que por término medio pueden estimarse en torno a un diez o quince por ciento del total de gastos de salida.
- Tarifas de Bolsa.
- Tarifas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de Iberclear (Depositario Central de Valores de España).

Principios fundamentales de las finanzas corporativas:

Antes de sumergirnos de lleno en el principio fundamental de generación de valor, es necesario definir los siguientes conceptos previos:

- Flujo de Caja: Consiste en un ingreso o gasto que cambia de una cuenta de efectivo durante un periodo de tiempo determinado. Las entradas de efectivo suelen surgir de actividades de financiación, operaciones o inversiones. Por otra parte, las salidas de efectivo son consecuencia de gastos o inversiones exclusivamente (Apuntes de finanzas corporativas, 2012).

En los negocios, así como en las finanzas de ámbito particular, los flujos de caja son esenciales para determinar la solvencia o insolvencia de una determinada unidad económica. Por este motivo el flujo de caja puede ser utilizado como un indicador de solidez financiera de una compañía (Apuntes de finanzas corporativas, 2012).

En lo referente a su método de cálculo matemático, no es necesaria su explicación para entender los conceptos y objetivos del presente informe. Ello supondría ampliar el rango de conceptos financieros que quedan fuera de los objetivos primordiales de este TFG.

- WACC o Coste medio de capital: Se trata de la tasa de descuento a la que se suelen descontar los flujos de caja operativos para obtener el valor actual de una compañía. La WACC se utiliza como índice de rendimiento mínimo del capital invertido y suele ser la media ponderada del coste de capital y el coste de deuda. En cuanto a los pesos de cada uno de los costes, son determinados según las proporciones relativas de *equity* deuda que tiene la estructura de financiación de la compañía (Apuntes de finanzas corporativas, 2012).
- Descuento de flujos de Caja: Método de valoración empleado para estimar el atractivo que supone una inversión financiera. El análisis por Descuento de Flujos de Caja (DCF) usa las estimaciones de flujos de caja futuros y los descuenta (normalmente utilizando la WACC) para llegar al valor presente de la inversión, el cual se emplea para evaluar el potencial de dicha inversión. Si el valor al que se llega por medio del modelo de valoración DCF es mayor que actual coste de la inversión, la oportunidad de inversión está vigente (Apuntes de finanzas corporativas, 2012).
- Valoración por múltiplos: Método de valoración relativa cuyo objetivo es valorar activos basándose en el valor actual o precio de mercado de activos similares.

Las razones básicas de su popularidad son: la simplicidad puesto que necesita menos hipótesis que en valoraciones por descuento de flujos, la facilidad de presentación y comprensión y finalmente la transparencia a la hora de reflejar sentimiento del mercado en un momento determinado (Apuntes de análisis financiero, 2014).

Con respecto a los problemas que plantea el uso de este tipo de valoración destaca que se puede ignorar la situación concreta de una compañía olvidándonos de estimar correctamente variables como el riesgo, el crecimiento potencial o la generación futura de flujos de caja. Asimismo, otro problema que plantea este modelo es que al asumir como “reflejo” del valor intrínseco el precio de mercado en un momento del tiempo determinado, estaremos llevando a la valoración de una empresa el exceso

de optimismo o de pesimismo que influye en los mercados en periodos de inestabilidad (Apuntes de análisis financiero, 2014).

La valoración por múltiplos asume implícitamente que el mercado es eficiente asignando precios al conjunto de comparables e ineficiente en la asignación individual de precios (Apuntes de análisis financiero, 2014).

Las valoraciones relativas nos ayudan a determinar si una empresa está más cara o más barata que empresas similares. Por ello, es una herramienta de uso cotidiano a la hora de valorar una compañía cuando nos estamos planteando llevar a cabo una fusión o una adquisición (Apuntes de análisis financiero, 2014).

Finalmente, en cuanto a los múltiplos más utilizados para llevar a cabo una valoración relativa, cabe destacar los siguientes: PER, EV/EBITDA o EV/Sales y P/BV, aunque en muchas ocasiones se procede a incluir otros que pueden ser de gran utilidad para valorar empresas de sectores específicos (Apuntes de análisis financiero, 2014).

- PER: Es la abreviación del término anglosajón *Price to Earnings Ratio* o *P/E*. Este ratio equivale al precio al que está cotizando un determinado valor entre los beneficios por acción que tiene la compañía (Apuntes de análisis financiero, 2014).

Por un lado, un PER excesivamente alto puede suponer expectativas favorables del valor y por ello puede anticipar un crecimiento de sus beneficios futuros. Sin embargo, también puede significar que el precio de la acción está sobrevalorado y consecuentemente, que sea difícil que la cotización del valor siga prosperando. Por otro lado, un PER bajo puede implicar que la acción este infravalorada (Apuntes de análisis financiero, 2014).

Dado el carácter relativo que representa este ratio, su unidad de medida se expresa como “x” veces, es decir, cuántas veces es superior el precio de cotización que el beneficio por acción de la compañía. Adicionalmente, cabe destacar que este valor

en sí mismo apenas aporta información, sin embargo, si lo contrastamos con el PER de la industria en que opera la compañía o con el PER de sus competidores y semejantes, puede suponer una fuente de información de gran utilidad.

$$PER = \frac{P^{\circ} \text{ por acción} * N^{\circ} \text{ Total de Acciones}}{BPA * n^{\circ} \text{ medio de acciones en el periodo}}$$

- EV/EBITDA: Es la abreviación del término *Enterprise Value to EBITDA* o lo que es lo mismo valor de la empresa entre el beneficio antes de intereses, impuestos amortizaciones y depreciaciones (Apuntes de análisis financiero, 2014).

Las variables que influyen en este ratio son: por un lado el valor total de los activos de la firma obtenido por el método de descuento de flujos de caja, la tasa impositiva, la amortización del inmovilizado de la empresa, la tasa de reinversión, la wacc y la tasa de crecimiento esperado. Analizando estas variables y su comportamiento podemos eliminar uno de los mayores inconvenientes de este ratio: no contempla las necesidades de inversión en inmovilizado ni las variaciones de activo circulante de manera explícita (Apuntes de análisis financiero, 2014).

Las razones de utilización de este múltiplo son las siguientes:

1. Empresas con pérdidas en las que el PER no es significativo, suelen tener normalmente EBITDAs positivos.
 2. Eliminar las diferencias en las políticas contables de amortización.
 3. Eliminar las diferencias en la estructura financiera de las compañías.
- EV/Sales: Es un múltiplo muy parecido al anterior con la peculiaridad de que emplea ventas en el denominador en lugar del EBITDA.

El motivo principal por el que se suele utilizar este múltiplo en vez del anterior es que es un múltiplo más adecuado cuando valoramos una empresa de prematura edad. Suele ser común cuando valoramos Pymes o *Startups*. En estos casos los

gastos suelen ser mayores al principio de la vida de la compañía. Por ello, si aplicáramos el múltiplo EV/EBITDA estaríamos obteniendo un valor de empresa sesgado por la cuantía extraordinaria de gastos.

- **P/BV**: Se trata del ratio *Price to Book Value* es decir, del precio por acción entre el valor contable por acción también conocido como precio en libros.

El precio de la acción refleja las expectativas del mercado sobre la capacidad futura de generación de flujos de caja (Apuntes de análisis financiero, 2014).

El valor contable refleja la diferencia de activos y pasivos de una empresa y está determinado por las convenciones contables (Apuntes de análisis financiero, 2014).

$$P/BV = \frac{P^{\circ} \text{ por acción}}{\text{Valor contable por acción}}$$

¿Qué es una fusión y una adquisición?

Las fusiones y adquisiciones constituyen una parte muy importante del mundo de las finanzas corporativas.

Por un lado, cuando hablamos de fusión nos referimos a la combinación de dos o más compañías donde los activos y pasivos de la/s empresa/s compradas son absorbidos por la/s firma/s compradora. De esta manera, el proceso consiste en fusionar la empresa compradora, que mantendrá su identidad original, y la entidad comprada, que pasará a constituir una parte alícuota de la primera. Por otro lado, una adquisición se refiere a la compra de un activo que puede tratarse, entre otras cosas, de: una planta de producción, una división de una compañía o incluso de una compañía en su totalidad.

Las fusiones y adquisiciones han ido ganado importancia desde la época de los 90 pues se vio en estas operaciones una fuente de expansión y una nueva forma de buscar objetivos corporativos. Anteriormente, las operaciones de fusiones y adquisiciones fueron llevadas a cabo con la finalidad única de reestructurar empresas y se llevaban a cabo en campos

exclusivamente vinculados al negocio de la empresa que las llevaba a cabo. Posteriormente, se enfocó este tipo de operaciones en el fortalecimiento de la competitividad de las compañías mediante el alcance de economías de escala, de alcance y de poder de mercado (Gaughan, 2005).

Según Krishnamurti (2007) las adquisiciones permiten a las compañías crecer o acceder a nuevas líneas de negocio. Anteriormente, Sherman y Hart (2005) mencionaron seis razones para llevar a cabo una operación de M&A:

- Primero, destacaron que se trata de una manera eficiente de acceder a un mercado nuevo, expandir la línea de un producto o incrementar la capacidad de distribución.
- Segundo, adquirir una compañía permite obtener el conocimiento de sus trabajadores además de sus activos y su propiedad intelectual.
- Tercero, las operaciones de M&A suelen ir motivadas por la necesidad de transformar la identidad de la compañía.
- Cuarto, dan la posibilidad de diversificar el riesgo y de reducir el coste asociado al desarrollo de nueva tecnología.
- Quinto, destacaron que muchas compañías llegan a la conclusión de que necesitan expandir su producto o servicio actual de cara a afrontar las tendencias estacionales y crisis del mercado.
- En último lugar, por medio de una operación de M&A una empresa puede aumentar la fidelización de sus clientes y mejorar su relación con ellos, lo cual habría sido mucho más costoso de crear si la empresa se hubiera dedicado únicamente a su fuente de negocio principal.

¿Cómo crea valor una compañía fusionándose con otra?

Una vez que se han comprendido los conceptos anteriores, procedemos a adentrarnos en la definición del concepto fundamental que sustenta la base del funcionamiento del

mercado de Fusiones y Adquisiciones (M&A). Hablamos en este caso del concepto de valor y cómo las compañías consiguen convertir sus inversiones y estrategias en frutos que les aporten valor.

El principio fundamental que arraiga detrás de una operación de fusiones y adquisiciones es la generación de valor. El valor es la dimensión que define una unidad de medida en una economía de mercado. Los inversores invierten en expectativas consistentes en que cuando se deshagan de dicha inversión, el valor de lo invertido haya crecido en una cuantía suficiente por encima de lo que les costó, de manera que les compense por el riesgo incurrido. Este es un principio cierto para cualquier tipo de inversión ya se trate de bonos, derivados, cuentas bancarias o acciones de una compañía. En efecto, en una economía de mercado la habilidad que tenga una sociedad para generar valor para sus accionistas y la cantidad de valor que sea capaz de crear constituirán las dos principales medidas por las que será juzgada (Koller & Goedhart, 2010).

El valor es una medida que sirve de gran ayuda para medir el rendimiento y la actividad de una compañía, ya que tiene en cuenta los intereses a largo plazo de todos los grupos de interés de una empresa y no únicamente los intereses de los accionistas (DePamphilis, Donald, 2009).

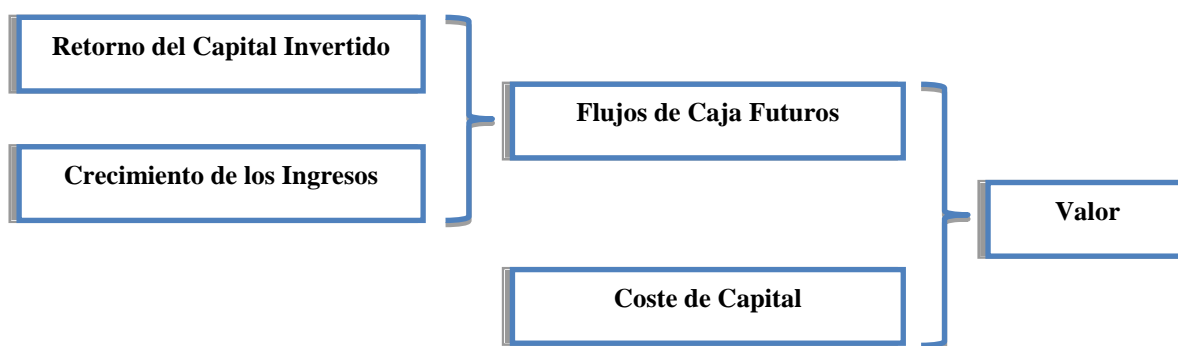
Todas las empresas, independientemente de su sector o actividad, crean valor cuando al invertir un determinado capital consiguen generar flujos de caja futuros cuyos rendimientos superen su coste de capital. Cuanto mayor sea la rapidez con la que estas empresas puedan crecer y cuanto mayor sea su capacidad para generar mayores retornos de capital invertido, más valor crearán. Este mix de crecimiento y retorno del capital invertido en comparación con el coste de capital es lo que sustenta las bases de la creación de valor (Koller & Goedhart, 2010).

Una consecuencia de este principio es la conservación de dicho valor: cualquier acción que no incremente los flujos de caja futuros de la compañía no creará valor. Seguir este principio fundamental ayuda a directivos e inversores a materializar el valor potencial de inversiones alternativas. Tanto inversores como directivos necesitarán comprender en

detalle qué relación existe entre flujos de caja, retorno del capital invertido y valor generado; qué consecuencias tiene la conservación de valor y cómo enfocar cualquier riesgo ligado a flujos de caja futuros de cara a efectuar satisfactoriamente su toma de decisiones (Steger, 2003).

A modo de resumen podemos concluir que el crecimiento y el retorno del capital invertido fundamentan la base de la generación de valor:

Gráfico 2: Esquema de generación de valor



Fuente: datos obtenidos de Koller & Goedhart, 2010.

¿Qué son las sinergias y qué tipos de sinergias existen?

En el contexto de fusiones y adquisiciones, las sinergias consisten en las ventajas competitivas que adquiere una compañía después de unirse con otra. Concretamente, se refiere a aquellas ventajas que permiten a las compañías fusionadas obtener un ahorro de costes operativos o un impulso de sus ingresos con motivo de su unión (Habeck, K. Herd, 2000).

Con respecto a alguno de los beneficios que pretenden alcanzar las compañías después de fusionarse destacan:

Las reducciones de personal. Como todo empleado sabe, una fusión suele ir ligada a despidos. En la inmensa mayoría de las veces, esta reducción de personal suele ser consecuencia de la duplicidad de puestos que existen después de la operación. Es decir, después de terminar una fusión, existen departamentos que eran comunes a ambas

entidades y por ello, existe un gran número de personas que desempeñaban exactamente la misma labor y que, por lo tanto, son prescindibles. El hecho de mantener a dos personas que desempeñan funciones idénticas supondría una ineficiencia por parte de la dirección (Koller & Goedhart, 2010).

Este hecho es aplicable a todas las personas de la entidad independientemente de su rango. Es decir, antes de llevar a cabo la fusión ambas compañías establecerán unos acuerdos que rijan las condiciones post-operación. Esto es lo que en inglés denominan *social issues* que hacen referencia a: dónde se establecerá la sede de la nueva compañía, qué consejero delegado y presidente permanecerá, cuántos socios aportará cada compañía al consejo de administración de la nueva sociedad etc.

Economías de escala. Cuanto mayor sea el tamaño de la compañía resultante, mayores serán las probabilidades de que exista un ahorro en costes. Ya se trate de la compra de artículos de reprografía o de un nuevo sistema tecnológico, una compañía de mayor tamaño puede aumentar proporcionalmente su ahorro de costes, pues al tratarse de empresas que emiten pedidos de mayor tamaño a sus distribuidores, tienen un mayor poder de negociación con ellos (Habeck, K. Herd, 2000).

La mejora tecnológica. Para seguir siendo competitivo en el mercado, las compañías necesitan alcanzar el mayor desarrollo tecnológico posible acorde a su sector y su negocio. Mediante la compra de una pequeña compañía tecnológica por parte de una gran matriz, la segunda puede mantener o implementar su ventaja competitiva (Habeck, K. Herd, 2000).

Mejorar su presencia en el mercado. De esta manera, las empresas mediante la compra de una compañía o la fusión con otra, pretenden consolidar su posición en el mercado en el que operan intentando convertirse en líderes del mismo (Habeck, K. Herd, 2000).

Buscar la entrada en un mercado nuevo. Cuando una compañía intenta aliarse con otra que no cubre exactamente su misma actividad, puede pretender diversificar su negocio. Consecuentemente, una fusión puede ampliar la comercialización y la distribución de ambas compañías, dándoles nuevas oportunidades de ventas (Habeck, K. Herd, 2000).

Mejorar su fuente de financiación. Una fusión también puede mejorar la posición de una empresa en la comunidad de inversores. Generalmente las empresas más grandes disponen de una mayor accesibilidad a la obtención de capital frente a sus competidores de menor tamaño. El motivo principal de ello suele ser la mayor generación de ingresos que tienen, mayor cuantía de activos que sirven de aval en caso de impago (Habeck, K. Herd, 2000).

3. ESTUDIO: ANÁLISIS Y RESULTADOS

I. Fusiones del IBEX en el periodo 2011 2013

En este capítulo se procederá a explicar las nueve operaciones de mayor relevancia ocurridas en periodo 2011-2013, en el IBEX-35, de manera individual. Asimismo en el Anexo 1 puede contemplar un resumen con la totalidad de las operaciones que ocurrieron en dicha etapa, clasificadas por compañías.

Las nueve operaciones de mayor relevancia son las siguientes:

a. Operaciones en el sector bancario

OPERACIÓN 1: Banco Santander adquiere el 10,26% de Banesto.

Situación inicial

Para ponernos en situación, Banesto nació originalmente el uno de mayo de 1.902 con un capital social de 20 millones de pesetas (aproximadamente 120.200 €). Entre los años 40 y 80 Banesto se expandió mediante la absorción de diversas entidades entre las que se encontraron el Banco de Vitoria y el Banco Coca. Posteriormente la firma se estableció como marca líder en el sector bancario español hasta principios de los años noventa cuando la sociedad se vio inmersa en un problema de corrupción y morosidad por la falta de capital. La compañía estaba presidida en aquel momento por Mario Conde, quien intentó recapitalizar la entidad con la entrada del banco americano J.P.Morgan en el capital social de Banesto con la intención de refinanciar a la entidad. Sin embargo, el Banco de España se

negó a admitir aquella estrategia e intervino en la gestión del banco el 28 de diciembre de 1993 destituyendo a toda la cúpula directiva de Banesto (El País, 2012).

Operación

En 1998 entra en juego la adquisición de Banesto por parte del Banco Santander. En este primer momento la entidad cántabra lanza una OPA por la totalidad del capital social de Banesto en virtud de la cual se hizo con aproximadamente el 90% de las acciones del banco (Bloomberg).

Posteriormente, el día 17 de diciembre de 2012, el Banco de Santander anunció la compra de la totalidad del Banco Español de Crédito por un valor total de 259.8 millones de euros. La operación fue descrita como una fusión por absorción. Del mismo modo, la transacción fue publicada como hecho relevante en la CNMV ese mismo día, en cuya cita se explicaba que el precio de canje de las acciones era de 0,633 acciones del Santander, de 0,5 € de valor nominal cada una, por cada acción de Banesto, de 0,79 € de valor nominal. La prima pagada por el Banco Santander a los accionistas de Banesto fue del 24,9% sobre el precio de cierre de la última sesión (Hecho relevante CNMV, 2012).

Adicionalmente, cabe mencionar que el 20 de diciembre de 2012 Banesto vendió al Santander una participación minoritaria que tenía en Metrovacesa por valor de 276,37 millones de euros (Página oficial del Banco Santander).

La operación se aprobó por ambas partes el 10 de enero de 2013. Posteriormente, el 6 de mayo de 2014 Banesto dejó de cotizar en Bolsa y el día seis de ese mes se completó finalmente la operación (Hecho relevante CNMV, 2012).

A continuación, en el gráfico 3, se ilustra la evolución de la cotización de las acciones del Banco Santander y de Banesto durante el transcurso de la operación:

Gráfico 3: Gráfico de la operación Banesto - Santander



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg, 2014.

Acto seguido, en la tabla 1, se muestra un cuadro resumen de la situación de ambas compañías antes de que la operación se llevara a cabo:

Tabla 1: Situación inicial Banesto - Santander

Nombre	Banco Español de Crédito	B.Santander S.A.
Industria	Banca Comercial	Banca Comercial
Capitalización Bursátil	2.434,04*	60.172,48*
Nº Acciones	687,39*	10.321,18*
Tamaño del consejo	14	19
Número de empleados	8,266	185,165
Asesores Financieros	Barclays y Goldman Sachs	Deutsche Bank AG
PER	19.32x	9.5x

(*) Cifras en millones.

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg, 2014.

Teniendo en cuenta el motivo que llevó al Banco Santander a tomar la decisión de compra de Banesto, tanto en 1998 como en 2012, cabe destacar que consistió fundamentalmente en implantar el liderazgo en el sector de banca comercial.

Sinergias

Atendiendo a las sinergias que se pretendían alcanzar con el desempeño de la operación destacan las siguientes:

- Sinergias en costes de en torno a los 420 millones de euros antes de impuestos durante los 3 años siguientes a la operación, con una proyección de ingresos de 100 millones de euros (El País, 2012)
- Al mismo tiempo, otra sinergia relevante consistió en el hecho de operar bajo una marca única. Esto favorece al Santander a generar mayores economías de escala en etapas de mercado bajista (El País, 2012).
- En tercer y último lugar una de las sinergias principales con las que cuenta esta operación consiste en la reducción de capital humano. La adquisición de Banesto por parte del Santander implica una alta duplicidad de puestos en el grupo. El 90% del negocio de Banesto se enfocaba en el territorio nacional, por lo que muchos puestos de trabajo carecieron de necesidad tras la absorción. En conclusión: “[...] el proceso de reducción de personal constata de una reducción de 2.000 puestos de trabajo en un periodo de cuatro años (2012/2016)” (Calle de La Torre, Executive Director Santander Global Banking & Markets, 2014).

Análisis Post-operación

Con respecto a la situación en la que se encuentra el Banco Santander actualmente tras la absorción del 100% de Banesto, cabe destacar que se han cumplido en cierta medida las sinergias estimadas. Las cuentas del Banco presentan una mejora con respecto a las publicadas en 2012. Sin embargo es importante destacar que esta mejora de las cuentas no es sinónimo de generación de negocio sino de una drástica reducción de costes.

“La fuerza operativa de la entidad ha pasado en los últimos cuatro años de contar con 12.000 empleados en su recinto de la Ciudad Financiera de Boadilla a contar actualmente con 8.000 personas. Con esto se pretende transmitir que las medidas que se han tomado tras la operación han tenido mayor trascendencia de lo esperado. La reducción de costes ha tenido que acentuarse para contrarrestar la bajada de ingresos nacionales consecuencia de un periodo económico de recesión” (Olmedo, Deputy Director Manager, Santander Global Banking & Markets, 2014).

Por otra parte, es importante destacar que las cuentas consolidadas del Banco no experimentaron un brusco impacto durante la etapa de mayor crisis financiera debido a la leve exposición que tiene la compañía al mercado nacional. Esta mala situación nacional se vio solventada con una importante aportación de la división de Brasil (la más importante del banco), Latinoamérica (excluyendo Brasil) y Santander UK.

Adicionalmente merece especial mención el cambio estratégico que está siguiendo el Banco de cara a mantener su hegemonía para los próximos años. Se pretende hacer de Londres (Santander UK, presidido por Ana Patricia Botín) el órgano financiero de la entidad, mientras que España será el pulmón comercial de la compañía. Por este motivo, gran parte de los departamentos que tiene el banco en su central de Boadilla del Monte emigrarán a la sede central de Santander UK en Triton Square (Londres).

OPERACIÓN 2: Banco Popular adquiere el Banco Pastor.

Situación inicial

Banco Popular

El Banco Popular Español (Popular) se fundó en el año 1926 con un capital social de 10.000.000 de pesetas (60.101.21€) con el objetivo de satisfacer las necesidades económicas y bancarias de sus clientes. No fue hasta los años sesenta cuando el banco empezó a crecer tanto en volumen de personal como en volumen de activos. A continuación, hasta la época de los noventa el Banco se dedicó a asentar alianzas con

diversas entidades internacionales como el alemán Hypobank y el holandés Rabobank con la finalidad de dar una cobertura de servicios más completa y que le otorgara una mayor competitividad en el sector (Página oficial Banco Popular).

Entre los años noventa y la actualidad, la entidad ha sufrido su mayor transformación basada en la integración de tecnologías y la integración de diversas entidades entre las que destacan: la absorción del Banco de Castilla, Banco de crédito Balear, Banco de Galicia y el más relevante de todos, el banco Pastor en el año 2011 (Página oficial del Banco Popular).

En la actualidad el banco está presidido por Angel Carlos Ron Guimil, cuenta con 15.430 empleados en todo el mundo, activos por valor de 147.851 millones de euros y una capitalización bursátil de 10.513,8 millones de euros (Bloomberg).

Banco Pastor

Sus orígenes se remontan al año 1776 sin embargo su constitución como Banco Pastor S.A. no se dio hasta el año 1925 con Pedro Barrié de la Maza a la cabeza de la entidad. Hasta el siglo veintiuno la entidad se centra en el negocio nacional. Posteriormente, en el año 2002 entra en vigor el primer plan estratégico de la compañía con el objetivo primordial de triplicar el volumen de negociación de la compañía de cara a hacer frente a sus rivales bancarios nacionales (Página oficial del Banco Pastor).

Llegado el año 2011, el Banco Pastor se ve inmerso en la crisis financiera de forma trascendental. El Banco no supera los test de estrés impuestos por la comunidad económica europea y se ve obligado a valorar alternativas que le permitan subsistir su explotación (Bloomberg).

Finalmente el siete de octubre de 2011, se anuncia una OPA amistosa por parte del Banco Popular sobre el Banco Pastor.

Operación

Se trata de una fusión especial pues al ser el Banco Pastor una entidad íntegramente participada por Banco Popular. Se trata en este caso de una extinción del Banco Pastor con la consecuente transmisión en bloque de su patrimonio a Banco Popular (Página oficial de Banco Popular).

Los detalles de la operación son los siguientes:

El 7 de octubre de 2011 el Consejo de Administración de Banco Popular Español S.A. (Popular) acordó aprobar la formulación de una Oferta Pública de Adquisición (OPA) voluntaria por la totalidad de las acciones y de las obligaciones subordinadas necesariamente convertibles de Banco Pastor S.A. (Pastor), consistente en un canje de 1,115 acciones de nueva emisión de Popular por cada acción de Pastor y de 30,9 acciones de nueva emisión de Popular por cada obligación necesariamente convertible de nueva emisión de Pastor (Hecho relevante CNMV).

La operación supuso valorar la entidad gallega en 1.347 millones de euros por la que Banco Popular ofreció una prima del 35,7% (Hecho relevante CNMV).

La OPA se condicionó asimismo a su aceptación por un número de acciones tal que aseguren que Popular fuera titular de acciones que representen más del 75% de los derechos de voto de Pastor, así como la obtención de todas las autorizaciones que resulten perceptivas por parte de las autorizaciones públicas y organismos supervisores pertinentes (Hecho relevante CNMV).

La cuantía total de la operación fue de 1.024,6 millones de euros atendiendo a los datos publicados por Bloomberg.

El objetivo principal que persiguió Popular procediendo con la operación era convertirse en un banco líder presente entre los cinco primeros del sector por volumen de activos así como contar con un negocio rentable con bajo perfil de riesgo.

Con respecto a la situación financiera previa que presentaban ambas firmas en la fecha previa a la operación, queda descrita en la tabla 2:

Tabla 2: Situación inicial Banco Pastor - Banco Popular

Nombre	Banco Pastor S.A.	Banco Popular S.A.
Industria	Banca Comercial	Banca Comercial
Capitalización Bursátil	829,47*	4.991,52*
Nº Acciones	272,85*	515,31*
Tamaño del consejo	7	18
Número de empleados	4.109	12.430
Asesores Financieros	Morgan Stanley	Goldman Sachs
PER	32,5x	9,03x

(*) cifras en millones.

Fuente: Elaboración propia.

Acto seguido, en el gráfico 4, se presenta un gráfico en el que puede apreciarse la evolución de las acciones de ambas compañías durante el transcurso de la operación:

Gráfico 4: Operación Popular - Pastor



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Sinergias

Tras el cumplimiento con éxito de la OPA, Popular estimó la generación de sinergias de coste por valor de 800 millones de euros. Las sinergias más significativas se producirían a partir del tercer año y rondarían los 145 millones de euros anuales. Asimismo se anunció que el primer año solamente se generaría 74 millones y en el segundo se alcanzarían 133 millones. A partir de esa fecha, se esperaba una generación en torno a 145 millones. Del mismo modo, cabe mencionar que la fusión generó unos costes de 209 millones de euros (La Vanguardia, 2011).

Consecuentemente el objetivo de la operación consistió en obtener un retorno de la inversión superior al 14.5%.

La procedencia de esta cuantía total de sinergias se corresponde con:

- “Se trata de un multiplicador de valor para los clientes de ambas entidades, para el accionista (tanto en términos de beneficio por acción, como por rentabilidad por dividendo)”, Ángel Carlos Ron Guimil, Presidente del Banco Popular en rueda de prensa que se dio el día del anuncio de la operación (Radio televisión española).
- Reducción de plantilla mediante jubilaciones y prejubilaciones (Radio televisión española).
- Aprovechamiento de la red comercial y activos financieros de Pastor. Pues dada la mala situación en la que se encontraba la entidad, Popular tuvo opción de adquirir sus activos a un precio prácticamente equitativo a valor residual (Página web oficial de Banco Popular).
- Aprovechamiento de sinergias tecnológicas y know-how de Pastor (Página web oficial de Banco Popular).

Análisis Post-operación

Después de completar la fusión, las expectativas del Popular eran muy optimistas de cara a la evolución de la nueva compañía en los años sucesivos. Sin embargo, ocurrieron numerosas situaciones que demuestran que la situación no era tan buena como pintaba.

El 7 de febrero de 2012, con motivo de la entrada en vigor del Nuevo Decreto Ley impuesto por el Gobierno para sanear la banca española, el Popular decidió dotar provisiones por valor de 2.600 millones de euros, lo que trastocó sus planes iniciales. Esta cuantía se corresponde con la cantidad necesaria para cubrir su riesgo inmobiliario. Sin embargo, la directiva de la organización comunicó que estos planes de reestructuración y saneamiento tenían la finalidad de dar transparencia y fiabilidad a las cuentas del banco de cara a asumir el negocio del Pastor. Adicionalmente, la empresa comunicó que cumpliría con sus objetivos principales y que alcanzaría los niveles de capital establecidos por EBA antes del 30 de julio de ese año (El País, 2012).

En consonancia con el párrafo anterior, a finales del primer trimestre de 2012 los beneficios netos del Popular eran aproximadamente 100 millones de euros, lo que implica que sufrieron una caída del 46% con respecto a los mismos del año anterior. Tras esta mala noticia, la compañía se vio con un plazo de un mes para cumplir con el ratio de capital principal del 9% impuesto por la EBA (*European Bank Authority*). Tras finalizar el primer semestre, las pérdidas seguían acumulándose y Popular presentó un beneficio neto de 176.5 millones de euros (un 42% menos que en 2011), (Expansión, 2012).

A finales del año 2012 la compañía implanta un plan de negocio 2012-2014 de cara a cumplir con los dos reales decretos del saneamiento financiero de De Guindos y el test de estrés de Oliver Wyman. Con ello, la entidad continúa deshaciéndose de activos tóxicos con la finalidad de mejorar su situación financiera y empezar a aprovecharse de las sinergias prometidas tras la absorción de Pastor.

El 31 de enero de 2014, tras la presentación de resultados de 2013, podemos contemplar cómo Popular incumplió sus expectativas de beneficio neto de 500 millones alcanzando solo un 65% del total (325 millones de euros), (Bloomberg).

A pesar del incumplimiento de las expectativas a futuro, a día de hoy, la compañía muestra ligeros síntomas de mejora o de beneficio tras la operación más importante de su historia. La cotización de sus acciones ha tardado en mostrar una tendencia alcista. Pese a que la cotización de sus valores tornara a mediados de junio de 2013, las expectativas de los analistas son algo inciertas y tan solo el 20% de los análisis publicados en Bloomberg da una recomendación de compra a sus clientes (Bloomberg).

OPERACIÓN 3: Banco Sabadell adquiere el Banco Gallego.

Situación inicial

Banco Sabadell

Los orígenes del banco se remontan al año 1881 cuando un grupo de empresarios decide fundarlo con la finalidad de proveer al mercado de materias primas (lana, papel, aceite y carbón), (Página oficial Banco Sabadell).

El negocio bancario de la entidad comienza en 1907. En esa fecha la compañía decide adentrarse en el negocio de la banca comercial (Página oficial Banco Sabadell).

En 1996 el banco lleva a cabo su primera adquisición. Compró NatWest España por 23.700 millones de pesetas. Este banco era a su vez propietario del 90% del Banco de Asturias lo cual motivó al banco catalán a potenciar su negocio nacional (El País, 1996).

Las adquisiciones efectuadas por el grupo continuaron año tras año, pero sin lugar a dudas las más relevantes son: la OPA de Banco Atlántico en el año 2004 por importe de 1.499,91 millones de euros y la compra del Banco Urquijo al grupo belga KBC por un importe de 762 millones de euros (El Mundo, 2006).

Actualmente el Banco Sabadell es el cuarto banco privado nacional, cuenta con: 17.924 empleados, una capitalización bursátil de 10.503,3 millones de euros y presencia en 23 países (Bloomberg).

Banco Gallego

El Banco Gallego (Gallego) opera con tal denominación desde el año 1987. Sin embargo, sus orígenes se remontan al siglo XIX.

La entidad tal y como se conoce en abril de 2013, fecha previa a la adquisición por parte de Sabadell, surge como resultado de la fusión de Banco 21 y el original Banco Gallego. La entidad enfocaba su actividad en el negocio local de Galicia y era considerada líder indiscutible en cuanto al negocio de banca comercial de particulares se refiere (Página oficial del Banco Sabadell).

Previamente a la fusión, Gallego contaba con 183 sucursales distribuidas principalmente por el territorio gallego. Su posterior llegada a manos del Fondo de Reestructuración Bancaria (Frob), en marzo de 2013, fue consecuencia de la posesión de Nova Caixa Galicia de más de un 40% del capital social del Gallego (Página oficial del Frob).

Operación

El 19 de abril de 2013 el Frob adjudicó Gallego al Sabadell. El grupo presidido por Josep Oliu consiguió que el Frob hiciera un saneamiento extra en la entidad gallega antes de transferirla. Así pues, el fondo nacional llevó a cabo una inyección de capital público en la entidad por valor de 245 millones de euros adicionales a los 80 millones aportados hasta ese momento (Expansión, 2013).

El valor simbólico de la transacción de Gallego fue de un euro pero, sin embargo, la operación no era tan atractiva como puede parecer a primera vista. El banco catalán tendría que acarrear con un impacto de capital de 200 millones de euros, cifra equivalente al 10%

de los activos del banco gallego. Adicionalmente, Sabadell debería asumir los gastos de reestructuración de la nueva plantilla y la reestructuración de la entidad (Expansión, 2013).

Es mención destacar que adicionalmente al euro pagado por la transmisión ficticia, el Sabadell tuvo que adquirir el por importe de 27,8 millones de euros la participación mayoritaria que la aseguradora Caser tenía en Banco Gallego, Vida y Pensiones (Expansión, 2013).

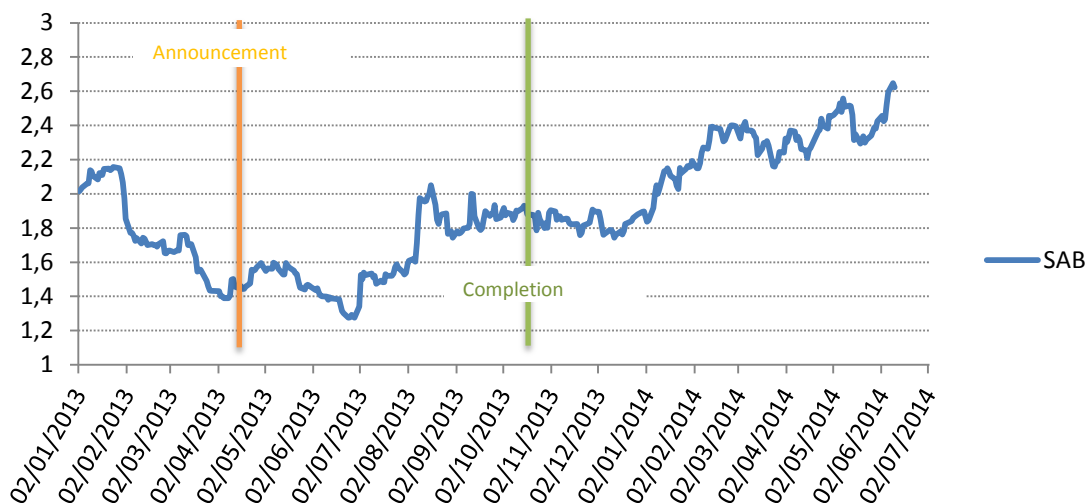
Asimismo, cabe aclarar que si el Frob no hubiera tomado esta decisión, el coste estimado para el tesoro público habría rondado los 1.000 millones de euros (Expansión, 2013).

El 28 de octubre, María José García Beato, vicesecretaria del Consejo de Administración del Sabadell, comunicó a la CNMV que había adquirido la entidad bancaria de Galicia (Hecho relevante CNMV).

El 21 de noviembre el Consejo de Administración de Gallego hizo público el final acuerdo de fusión por absorción de Gallego por el Sabadell (Hecho relevante CNMV).

A continuación, en el gráfico 5, se ilustra un gráfico con la variación de la cotización de las acciones del Sabadell durante el transcurso de la transacción (18 Abril/28 Oct.2013):

Gráfico 5: Operación Sabadell - Gallego



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Consecuentemente se muestra un cuadro resumen de la situación genérica que presentaban ambas entidades antes de que la operación se llevara a cabo (Tabla 3).

Tabla 3: Situación inicial Sabadell - Gallego

Nombre	Banco Sabadell S.A.	Banco Gallego S.A.
Industria	Banca	Banca Comercial
Capitalización Bursátil	4.312,07*	0*
Nº Acciones	3.205,82*	0*
Book Value	7.631,5	-134*
Bº Neto	1.667,1	81.4
Tamaño del consejo	15	5
Número de empleados	4.109	766
Asesores Financieros	Moellys	Deutsche Bank
PER	31.77	17x

(*) Cifras en miles.

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Sinergias

La estrategia principal que buscaba el banco catalán con el desempeño de esta operación se basó en conseguir una expansión nacional de la entidad a un coste bajo. Más allá, el interés principal de adquirir el Banco Gallego consistió en la integración en su negocio de una entidad saneada y con una red de oficinas muy especializada en banca minorista y pequeñas empresas.

Se puede confirmar esta información atendiendo a las declaraciones del presidente del Sabadell a la CNMV el día de la adquisición.

”La incorporación de Banco Gallego al grupo contribuirá así a equilibrar nuestra posición en España y supone un paso más en el afianzamiento de nuestro proyecto de desarrollo de un gran banco nacional, líder en solvencia y calidad de servicio” (Josep Oliu, presidente del Banco Sabadell).

Tras lo expresado anteriormente podríamos decir que la cuantificación de las sinergias se puede traducir en el valor de mercado el Banco Gallego y sus expectativas de crecimiento futuro. Cuantificando dicha cifra podemos hablar de una cuantía cercana a los 250 millones de euros aunque su estimación no es exacta ni pública sino una estimación acorde a los datos públicos disponibles (Bloomberg).

La procedencia de esta cuantía total de sinergias se corresponde con:

- Ahorro de contratación de nuevo personal y formación de ese personal.
- Ahorro de compra de activos nuevos y establecimiento del 100% de la tecnología de banca comercial en las sucursales de banco Galicia.
- Know-how tecnológico de Gallego en banca minorista.
- Obtención de beneficios residuales por la venta de activos excedentes. Por ejemplo aquellas sucursales de Galicia que fueron vendidas por duplicidad geográfica con las del banco catalán.

- Ingreso por la conservación de un 65% de los 125.000 clientes con los que contaba el Banco Gallego.

Análisis Post-operación

Después del cierre de la operación y ante la incertidumbre de los resultados esperados de Sabadell, la cotización del valor se desplomó aproximadamente un 20% en tan solo un mes pasando de cotizar a 1.4725 € por acción el 15 de mayo a cotizar a 1.1771 € por acción el 24 de junio de 2013 (Bloomberg).

Un año más tarde el mercado valoró positivamente las acciones tomadas por el Sabadell así como la situación del sector financiero en España. Consecuentemente las acciones del banco catalán cotizan en torno a los 2,62 € por acción, han crecido un 223% con respecto a su cotización mínima de junio del año pasado (Bloomberg).

En cuanto a la valoración vía múltiplos podemos destacar que el PER de Sabadell a finales del año 2012 estaba en 23,70x y las estimaciones de los analistas de Bloomberg para el final de este periodo lo estiman en torno a 33,01x. Es decir que el mercado pretende pagar más por los beneficios esperados de Sabadell con respecto a lo que pagaban el año pasado (Bloomberg).

OPERACIÓN 4: Caixabank compra Bankpyme por 16 millones de euros.

Situación inicial

Caixabank

Se trata de un grupo líder en el sector financiero español perteneciente al grupo La Caixa en un 64%. El grupo se fundó en 1904 en Barcelona con la finalidad de estimular el ahorro y la previsión (Página oficial de Caixabank).

El 27 de enero de 2011 el Consejo de Administración de la entidad decidió dar un vuelco al negocio naciendo en este momento Caixabank. De este modo la nueva entidad englobaría la actividad financiera del grupo (Página oficial de Caixabank).

Precisamente a lo largo del 2011 fue cuando la compañía se vio en cierto modo presionada, por la situación del sector bancario, la insistencia europea y la incertidumbre del sector inmobiliario, a vigilar detenidamente su balance (Página oficial de Caixabank).

Después de que el 11 de julio de ese año se hiciera público que Unnim Caixa suspendió los stress test de Oliver Wyman, la expectativa que el mercado tenía acerca de los bancos catalanes era bastante pesimista, lo que motivó entre otras cosas el desplome de uno con cinco puntos porcentuales de Caixabank en menos de un mes (Bloomberg).

Pese a lo anterior, un 25% de los informes de análisis publicados en Bloomberg daban recomendación de mantener la inversión a sus accionistas, un 64% recomendaban la compra del valor y tan solo el 11% daba orden de venta a sus clientes. Entre estos analistas que daban recomendaciones de compra, la mayoría de ellos estimaron el precio objetivo del Caixabank en torno a los cinco euros. El motivo por el que se mantenía dicha predicción ante tanta incertidumbre venía motivado por la menor exposición del banco al sector inmobiliario comparado con sus rivales directos (Bloomberg).

Bankpyme

El Banco de la Pequeña y la Mediana Empresa se fundó en 1978 y en 2011 contaba con 233 empleados y 19 oficinas repartidas por España. La entidad cerró el año 2010 con unos activos valorados en 600 millones de euros y registró unas pérdidas de 29,5 millones de euros (Economía digital, 2011).

Bankpyme fue uno de las cuatro entidades financieras que suspendieron los test de estrés previo al comienzo de la crisis del sector financiero en España (Bloomberg).

Previamente a la ejecución de la transacción, Bankpyme presentaba unos resultados negativos cercanos a los ocho millones de euros pese a haber ampliado su capital social en una cuantía de 18,7 millones de euros. Lo cual le situó en una situación incómoda y se vio obligada a tomar decisiones inmediatas de cara a velar por su supervivencia (Expansión, 2013).

Operación

Se trata de la operación menos relevante de las tres llevadas a cabo por Caixabank en el periodo. La compra de Bankpyme por parte de Caixabank tiene lugar el día 30 de Septiembre de 2011 (Hecho relevante CNMV).

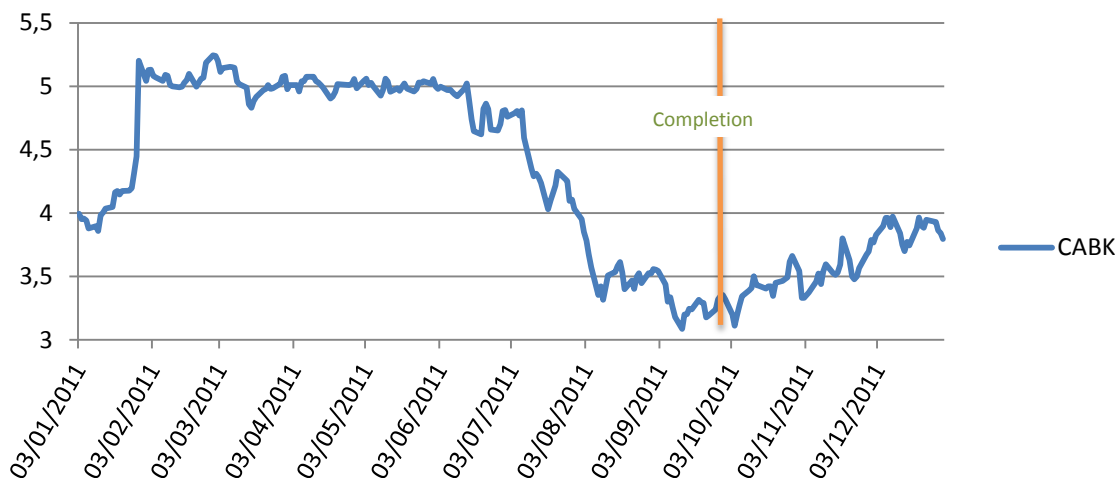
Atendiendo al hecho relevante publicado en la CNMV el 30 de septiembre, Caixabank explicó a los organismos reguladores que la operación consistiría en la adquisición directa y toma de control de la totalidad de Bankpyme. La cuantía de la operación ascendió a 16 millones de euros en efectivo. La adquisición de la gestora de fondos conlleva adquirir activos por valor de 506 millones de euros y un pasivo de 503 millones de euros, consistentes en:

- 19 sucursales bancarias de Bankpyme (Expansión, 2013).
- 363 millones de la cartera de inversión crediticia (Europapress, 2011).
- 110 empleados adscritos a esas oficinas (CNMV).
- Y finalmente depósitos, cuentas corrientes y SICAVS por valor de 436 millones de euros (CNMV).

En lo referente a la duración de la operación cabe destacar que fue inmediata y únicamente se necesitó el acuerdo inmediato entre el Consejo de Administración de Bankpyme y la directiva de Caixabank. Posteriormente, tras el consentimiento de los organismos reguladores pertinentes, CNMV y Banco de España, se cerró la operación. Aun así la integración de la operativa de Bankpyme en el negocio de Caixabank no se hizo efectivo hasta el final del ejercicio 2011.

En el gráfico 6 podemos observar cómo las acciones de Caixabank asumieron la noticia en el mercado:

Gráfico 6: Operación Caixabank - Bankpyme



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Sinergias

Con esta operación se incorporó a Caixabank un negocio de aproximadamente 1.200 millones de euros, incluyendo fondos adicionales por valor de 390 millones de euros (Expansión, 2013).

Del importe anterior y descontando gastos de establecimiento e incorporación de la actividad de Bankpyme al negocio de Caixabank, se determina una cuantía de sinergias en torno a los 160 millones en un plazo de dos años. Estas sinergias se corresponden con:

- El fortalecimiento de la cartera de InverCaixa (Expansión, 2013).
- Consolidación de operativa de gestión de activos (Bloomberg)
- Fortalecimiento de la presencia del banco en el territorio catalán a través de una ampliación de su cartera (Expansión, 2013).
- Ampliación de la gama de fondos que ofrecerá a sus clientes (Expansión, 2013).

Análisis Post-operación

Pese a que la directiva de Caixabank aseguró que los efectos económicos de la operación comenzarían a dar fruto desde el 30 de septiembre, las agencias de calificación Fitch y S&P no dudaron en catalogar la acción de Caixabank como insuficiente de cara a afrontar el panorama económico que estaba por llegar (Bloomberg).

Las agencias valoraron negativamente las perspectivas de futuro de la economía española y consecuentemente, optaron por llevar a cabo una valoración de las principales compañías de nuestra economía. Es más, los primeros indicios del ciclo económico de recesión que se avecinaba recaían fundamentalmente sobre las cuentas de los grandes bancos, entre los que se encontraba Caixabank.

Tras llevar a cabo un análisis de las cuentas de los distintos bancos las agencias tomaron una postura muy negativa acerca del devenir de la banca nacional y en particular de la situación de Caixabank.

Para ponernos en situación, Caixabank cerraba el año con una caída de uno coma cinco puntos porcentuales sobre su ROE, *return on equity*, y una capitalización bursátil de 14.573 millones de euros, un tres por ciento menor que en el año anterior. Sin embargo, la situación se agravó aún más en el año siguiente siendo este el punto más crítico de la situación económica del banco (Bloomberg).

En conclusión podemos definir que la operación no fue un fracaso para Caixabank sino que no ayudó lo suficiente a solventar la grave situación que acechaba al sector bancario.

OPERACIÓN 5: Caixabank compra Banca Cívica.

Situación inicial

Caixabank

La situación del banco a comienzos del el año 2012, tras la publicación de resultados del año anterior, supuso una caída de los ratings impuestos por las casas de Broker a

Caixabank. La dotación de provisiones superiores a las estimadas en el año anterior fue el principal detonante de la drástica caída de las estimaciones futuras de la financiera (Bloomberg).

“[...] Pese a las operaciones que Caixabank tenía en cartera, nosotros estimamos que la caída de sus ingresos rondaría el 60% para el año 2012 y 30% para el 2013 salvo que hicieran una nueva ampliación de capital en las empresas de nueva adquisición”. (Nicolás Fernández de Villavicencio, ECM Corporate Broking Manager en Fidentiis Equities S.A.).

La regulación impuesta desde principios de año llevaría a dotar provisiones adicionales por un importe de 636 millones de euros. Por ello y pese a su leve exposición al negocio inmobiliario, las expectativas de caída estaban prácticamente aseguradas (Análisis del departamento de Equity Reseach del Banco Santander, Bloomberg).

Tras los datos publicados en Bloomberg acerca de los resúmenes de los analistas, los porcentajes habían cambiado sustancialmente en comparación con los expuestos en la situación previa a la compra de Bankpyme. En esta ocasión el mantenimiento de las acciones permanecería equitativo a las posiciones de compra. Sin embargo, el nuevo precio objetivo medio recomendado para los accionistas había bajado medio euro por acción situándose en los cuatro euros con cincuenta céntimos (Bloomberg).

Banca Cívica S.A.

Se trata de una entidad bancaria que surgió del conglomerado constituido por: Cajasol, Caja de Burgos y Caja Canarias. La compañía cotizaba en el Ibex Medium Cap desde el año 2010 hasta su extinción a mediados del año 2012.

Las críticas principales que sufrió la entidad inmediatamente después de publicar su posible fusión con Caixabank fueron tremendas. Los accionistas del grupo de cajas se volvieron contra los directivos de la compañía acusándoles de haber hecho oídos sordos a sus promesas publicadas en la última comunicación a la CNMV. En ella se indicó un reparto de dividendo por importe de 14 millones y medio de euros. A continuación las

críticas pasaron a enfocarse en los sueldos inexplicablemente altos de la dirección y en el continuo cambio estratégico que se estaba llevando a cabo (Expansión, 2012).

Tras la ejecución de la operación la compañía presentó unos resultados de 183,5 millones de euros y un flujo de caja libre de 54 millones, casi un 90% inferior a los datos presentados por la misma en las cuentas consolidadas del año 2010 (Bloomberg).

Operación

Esta es la adquisición más importante de la historia de Caixabank. El importe pagado por el banco catalán a cambio de adquirir el dominio de Banca Cívica ascendía a 1.040,46 millones de euros. El canje propuesto por Caixabank consistió en intercambiar ocho acciones de Banca Cívica por cada cinco acciones de Caixabank. Con ello, las directivas de ambas entidades acordaron el pago de cada acción de Banca Cívica a un precio de uno con noventa y siete euros. Es decir, tras la aceptación del acuerdo, Caixabank ofreció un 11,3% menos por cada acción de Banca Cívica, con respecto a la cotización que tenía el consorcio de cajas al cierre de mercado de la sesión anterior (Página oficial de Caixabank, informe de los administradores sobre el Proyecto Común de Fusión).

Tras la culminación de la operación, Caixabank se convirtió en la entidad financiera más grande de España por delante de las grandes aseguradoras y sus competidores bancarios. Resumidamente Caixabank se alzaba con depósitos por valor de 179.000 millones de euros y créditos por importe de 231.000 millones. El balance total de la compañía refleja 343.000 millones de euros en activos (Página oficial de Caixabank, proyecto común de fusión).

El día tres de agosto de 2012 la CNMV hizo público como hecho relevante del día la inscripción en el Registro Mercantil de Barcelona de la escritura de fusión por absorción de Banca Cívica por parte de Caixabank. A partir de la publicación de esta noticia Banca Cívica dejó de existir y comenzó a ser una parte alícuota de Caixabank.

A continuación se muestra un cuadro resumen (tabla 4) con la situación genérica de ambas entidades la fecha previa al anuncio de la operación:

Tabla 4: Situación inicial Caixabank - Banca Cívica

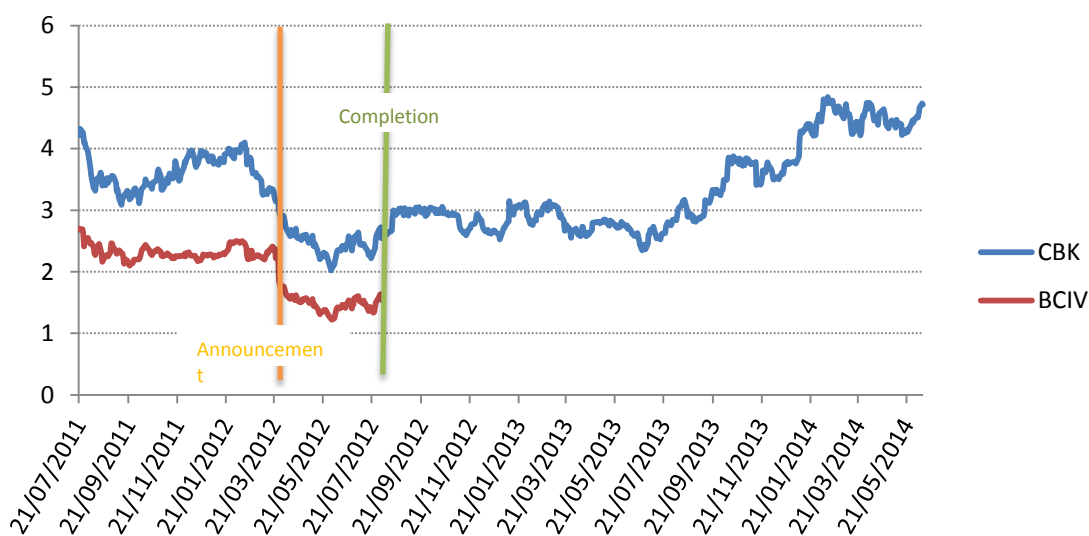
Nombre	Caixabank	Banca Cívica
Industria	Banca	Banca comercial
Capitalización Bursátil	11.558,71	922.20
Nº Acciones	3.840,10	497.14
Tamaño del consejo	17	20
Número de empleados	31.682	7.750
Asesores Financieros	UBS	Rothschild
PER	9,38x	3,71x

(*) Cifras en miles.

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

El gráfico 7 representa la cotización de ambas compañías durante el periodo en que transcurrió la transacción:

Gráfico 7: Operación Caixabank - Banca Cívica



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Sinergias

A raíz del Real Decreto Ley del tres de febrero de 2012, y dada la buena valoración que tenía Caixabank con respecto a sus competidores directos, la compañía se vio en situación de valorar y proceder con la adquisición de Banca Cívica.

En este sentido, atendiendo a las sinergias que podían derivarse de la mencionada integración cabe destacar los siguientes puntos:

- La fusión situó a Caixabank y consecuentemente a La Caixa, poseedora de un 61% del capital de la primera, en una situación privilegiada en cuanto al liderazgo del mercado de banca minorista en España (Expansión, 2012).
- Racionalización de la estructura territorial. La compatibilidad del negocio de las cajas y de Caixabank supuso una sinergia muy relevante para el banco catalán. Consecuentemente se alzaría con el liderazgo indiscutible en cuanto a cobertura y volumen de activos se refiere.
- Desde el punto de vista de Banca Cívica, la entrada en Caixabank supuso el aprovechamiento del know-how y de la trayectoria que tiene la segunda en el mercado. Adicionalmente la estabilidad recibida al verse inmersa en un negocio de mayor dimensión era un punto muy valorado por Banca Cívica.
- 603 millones de costes de reestructuración (Bloomberg).
- La cobertura de la operación implicó una mayor confianza de las regulaciones financieras nacionales en el negocio de Caixabank y por ello, su situación es actualmente privilegiada en cuanto a poder negociador se refiere.
- Reducción de plantilla de Banca Cívica en 2012 que se corresponde con 2.621 empleados incluyendo los de filiales consolidadas de Banca Cívica. Esta reducción incluye los cambios de perímetro, salidas voluntarias y salidas temporales de empleo (Página oficial de Caixabank, *corporate presentation*).

- Optimización de la plantilla y la red de Caixabank con 367 empleados prejubilados (Expansión, 2012).
- Migración tecnológica y operativa (Página oficial de Caixabank).

La cuantificación de las sinergias de costes que realmente se alcanzaron, pasados dos años desde que se formalizó la fusión, estaba estimada en 864 millones de euros. Así pues, en el año 2012 alcanzaron un 148% del objetivo presupuestado para ese año ahorrando 80 millones en vez de los 54 esperados. El presupuesto estimado de ahorro de costes para 2013 y 2014 fue de 270 millones y 540 millones de euros respectivamente (Página oficial de Caixabank, *corporate presentation*).

Sin embargo, teniendo en cuenta lo expuesto en los puntos anteriores la cuantía puede ser realmente difícil de estimar debido al gran poder negociador que obtuvo Caixabank tras esta operación.

Análisis Post-operación

La operación no tuvo repercusiones inmediatas sobre los resultados del banco pues la adquisición se hizo con cargo a reservas que disponía la entidad. El ajuste de los activos de Banca Cívica implicó un impacto sobre las reservas de Caixabank de aproximadamente 3.500 millones de euros. Adicionalmente, es importante destacar que tras la operación el banco acumuló una liquidez de 23.500 millones de euros (El Mundo, 2012).

A pesar de lo expuesto en el párrafo anterior, tras el cierre de la operación y la publicación del 11% de descuento sobre el precio de compra de Banca Cívica, el mercado penalizó considerablemente la cotización de las dos compañías. Concretamente, la cotización de los valores de Caixabank cayó aproximadamente un 4,8% mientras que las acciones de Banca Cívica tropezaron un 15,88%.

OPERACIÓN 6: Caixabank compra Banco de Valencia.

Situación inicial

Caixabank

Tras la adquisición de Banca Cívica, la caída de la cotización de las acciones de Caixabank continuó cayendo durante el primer semestre del año alcanzando el punto más bajo de su cotización histórica. La presión regulatoria y la desconfianza de los inversores ante la reestructuración del sistema se tradujo acto seguido en un desplome del precio, llegando a alcanzar aproximadamente los dos euros de cotización por acción (Bloomberg).

Sin embargo, a partir de ese punto el precio del valor fue aumentando considerablemente hasta alcanzar aproximadamente los tres euros por acción. Consecuentemente, haber fortalecido el valor ayudó a Caixabank a transmitir a sus accionistas la consecución del siguiente objetivo: adquirir el Banco de Valencia.

Banco de Valencia

Los orígenes de la entidad se remontan a principios del siglo XX cuando se constituyó la entidad en Valencia. Durante este primer siglo la compañía se dedicó a incrementar su negocio centrandose su estrategia en una expansión absoluta de la entidad en el territorio mediterráneo así como en ciertos puntos del territorio nacional (Bloomberg).

Se trataba del séptimo banco español por capitalización bursátil en el año 2010. La entidad llegó a contar con una capitalización bursátil de 4.550,2 millones de euros y un total de 430 sucursales. Sin embargo, este volumen de actividad se truncó en apenas un par de ejercicios pasando a contar con medio centenar de oficinas y una capitalización de 1.582,9 millones. Este cambio brusco se debió a la imposición del gobierno a sanear el consorcio de cajas y reducirlas al mínimo imprescindible de cara a sanear el sistema (Bloomberg).

Esta organización recibió financiación por parte del Estado español vía Banco de España y vía FROB por valor de 2.670 millones de euros (Expansión, 2012).

En el momento previo a que el Frob adjudicara a Caixabank la compra del Banco de Valencia la compañía contaba con unos resultados después de impuestos de -3.585,9 millones de euros. En consecuencia puede determinarse que la situación era crítica para la entidad y su absorción debía ser inmediata (Bloomberg).

Operación

Fusión por absorción que tuvo lugar el 27 de noviembre de 2012 e implicó la extinción, vía disolución sin liquidación, de Banco de Valencia con el consiguiente traspaso de sus activos a Caixabank (Bloomberg).

La transacción consistió en que Caixabank, adquirió el 98,9% del capital social de Banco de Valencia, al Frob por el precio simbólico de un euro. El canje de las acciones consistió en intercambiar una acción de Caixabank por cada 470 de Banco de Valencia sin compensaciones complementarias y con cargo a la autocartera del banco catalán (ABC, 2013).

Así pues, con el cumplimiento de la operación el banco catalán estaba incorporando activos por valor de 370.0000 millones de euros y trece millones de clientes (Hecho relevante CNMV).

Una consecuencia directa de la fusión fue la dilución de las acciones de Banco de Valencia por la inyecciones de capital del Frob. Los títulos absorbieron gran parte de las pérdidas acumuladas. En cambio, en el caso de Caixabank, las acciones no se vieron diluidas debido a que se emplearon acciones propias que la empresa tenía en autocartera (Página oficial de Caixabank, documentación fusión Caixabank y Banco de Valencia).

Esta era la situación general de ambas compañías previamente a la ejecución de la operación (tabla 5):

Tabla 5: Situación inicial Caixabank - Banca de Valencia

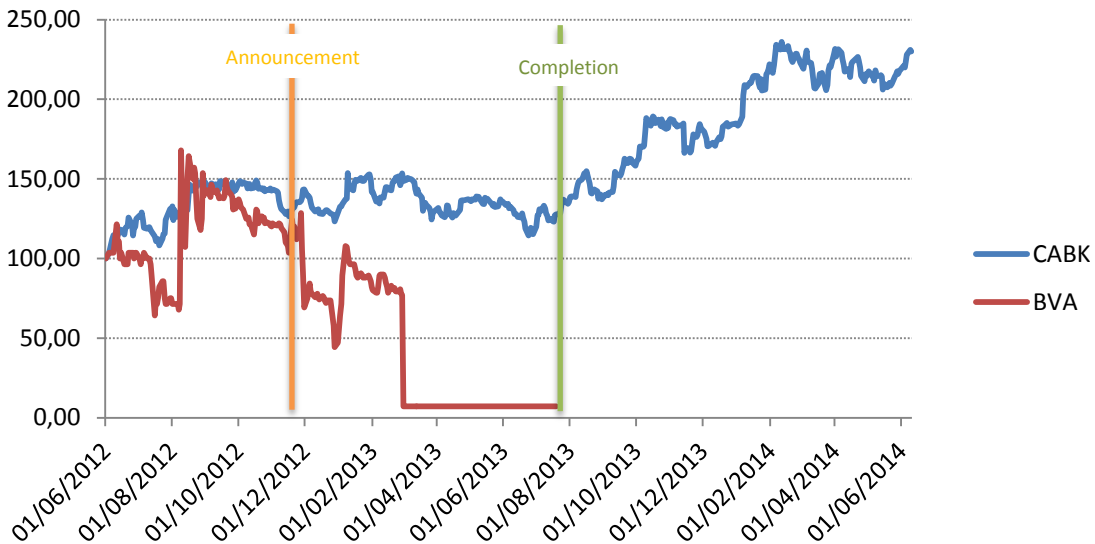
Nombre	Caixabank	B. de Valencia S.A.
Industria	Banca	Banca comercial
Capitalización Bursátil	11.619,58	988,66
Nº Acciones	4.167,71	5.492,53
Tamaño del consejo	17	9
Número de empleados	31.682	1.871
Asesores Financieros	J.P.Morgan y KPMG	LazardLtd.
PER	9.38x	4.31x

(*) Cifras en miles

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

En el gráfico 8, calculado en base 100, muestra la variación de la cotización de las acciones de Caixabank y Banco de Valencia desde 2012 hasta hoy:

Gráfico 8: Operación Caixabank - Banco de Valencia



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Sinergias

La finalidad primordial que persiguió Caixabank con la ejecución de la operación consistió en generar sinergias para incrementar los ingresos en el periodo de recesión en el que se encontraba la economía y que estaba afectando tanto al sector bancario. Banco de Valencia estaba valorado en 2.542 millones de euros (Goldman conference página oficial Caixabank).

Las sinergias más relevantes que Caixabank encontró factibles cuando valoró la operación estaban cuantificadas en nueve millones de euros para finales de 2013 y 85 millones de euros para diciembre de 2014. La procedencia de estas sinergias se corresponde con:

- Consolidar el liderazgo en el mercado bancario español. Concretamente alcanzar un liderazgo en el mercado de depósitos bancarios del 14,4% (Página oficial de Caixabank).
- Aumentar su presencia fundamentalmente en la zona de Levante y Murcia (Página oficial de Caixabank).

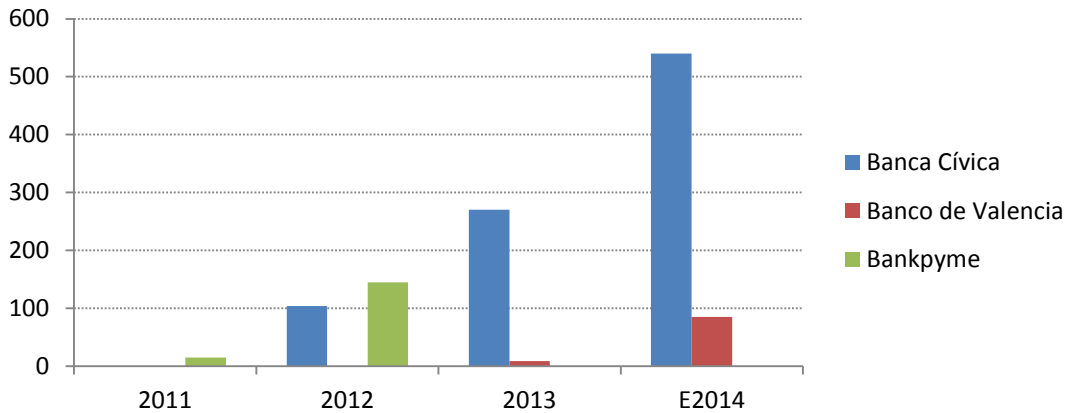
Análisis Post-operación

Tras la operación, los clientes de Banco de Valencia adquirieron ciertos privilegios que no tenían cuando operaban individualmente. Con ello, los clientes tuvieron a disposición una red de 6.000 oficinas y 10.000 cajeros para un cómputo total de siete millones de clientes (Goldman conference página oficial Caixabank).

El cómputo total de las tres operaciones anteriores que se han analizado acerca de Caixabank tienen por finalidad cumplir con los objetivos de sinergias mínimos de 625 millones de euros para el año 2014 atendiendo a los datos expuestos en la página oficial de la compañía (Goldman conference página oficial Caixabank).

En el gráfico 9 podemos contemplar las sinergias generadas en las tres operaciones:

Gráfico 9: Sinergias en las operaciones de Caixabank



Fuente: Goldman Conference Caixabank, 2013.

b. Operaciones en el sector aeronáutico

OPERACIÓN 7: IAG fruto de la fusión de Iberia & British Airways.

Situación inicial

Para situarnos en el contexto de esta operación vamos a definir previamente las dos compañías que la llevaron a cabo:

British Airways

British Airways (BA) es la mayor compañía aérea internacional del Reino Unido y una de las principales compañías de transportes *Premium* a escala mundial. Sus orígenes se remontan hasta el 31 de marzo de 1974. La compañía tiene su sede principal en Londres, el mayor mercado de viajes *Premium* del mundo, y posee una fuerte presencia en los aeropuertos de Heathrow, Gatwick y London City (Página oficial de British Airways).

El principal centro de operaciones de BA en Heathrow se encuentra en la Terminal 5, la mejor terminal aeroportuaria a escala internacional, según la última encuesta SkyTrax, que recoge las opiniones de viajeros de líneas aéreas de todo el mundo (Página oficial de British Airways).

Con una de las redes de servicios aéreos regulares más extensas del mundo, BA opera vuelos, junto con socios con los que mantiene acuerdos de explotación conjunta de rutas aéreas, código compartido y franquicia, a más de 400 destinos internacionales. A finales de diciembre de 2011, la compañía operaba un total de 245 aviones (Página oficial de British Airways).

BA es miembro fundador de oneworld, una alianza formada por líneas aéreas de todo el mundo que ofrece cerca de 800 destinos en 150 países (Página oficial de British Airways).

Iberia

Iberia, fundada en 1927, es el grupo de transporte aéreo más grande de España y el cuarto de Europa. Es, asimismo, la aerolínea que ofrece mayor número de rutas entre España y Latinoamérica, con vuelos diarios a 18 ciudades de la región (Página oficial de Iberia).

La compañía ofrece 102 destinos en 37 países y otros 193 en código compartido con otras aerolíneas. A finales de diciembre de 2011, Iberia disponía de una flota de 103 aviones (Página oficial de Iberia).

El centro de operaciones de Iberia se encuentra en el aeropuerto Madrid Barajas, actualmente denominado Aeropuerto Adolfo Suárez Madrid-Barajas, que es el aeropuerto más importante de España, con capacidad para 70 millones de pasajeros al año (Página oficial de Iberia).

Iberia es miembro fundador de oneworld, una alianza formada por líneas aéreas de todo el mundo que ofrece cerca de 800 destinos en 150 países (Página oficial de Iberia).

Operación

El 12 de noviembre de 2009, British Airways e Iberia firmaron un acuerdo vinculante para un proyecto de fusión entre iguales con la finalidad de crear un nuevo grupo de

aerolíneas líder en Europa con una flota de aviones combinada valorada en 5.500 millones de euros y un valor ajustado de la nueva compañía de 11.800 millones de euros, IAG (International Consolidated Airlines Group S.A.). El proceso implicó una larga negociación que finalizó el 24 de enero de 2011 (Expansión, 2010).

Es la fusión más grande en la industria aeronáutica europea, la creación de la aerolínea más grande de Europa en términos de ingresos con 431 aviones que vuelan a 243 destinos y con un transporte de aproximadamente 67,2 millones de pasajeros al año (Página web oficial de IAG).

Se trata en este caso de una red altamente complementaria que combina la fuerte presencia de British Airways en Norteamérica, Asia-Pacífico y África con el liderazgo de Iberia en Latinoamérica (Página oficial de IAG).

El fin último de la operación consistió en asentar la hegemonía de la aerolínea en el mercado aeronáutico mundial.

Las juntas directivas de ambas compañías plantearon que la fusión podría implicar importantes beneficios para el cliente. Con ello, los clientes de las dos líneas se benefician de una red combinada de mayor tamaño para pasajeros y carga aérea, y de una mayor capacidad para invertir en nuevos productos y servicios gracias a una mayor solidez financiera.

La situación financiera previa de ambas compañías a la fusión queda resumida en el siguiente cuadro (tabla 6):

Tabla 6: Situación inicial British Airways - Iberia

Nombre	British Airways	Iberia
Industria	Aeronáutica	Aeronáutica
Capitalización Bursátil	3.195*	2.115,89*
Nº Acciones	1.153*	953.10*
Tamaño del consejo	9	12
Número de empleados	43.213	20.103
Asesores Financieros	PWC	J.P.Morgan
PER	35.87x	33.28x

(*cifras en millones)

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Como se ha comentado anteriormente se trata de una fusión entre iguales que da lugar a una nueva compañía holding, IAG. La nueva compañía tributa en España, la mayoría de las reuniones de la junta directiva y todas las de la junta de accionistas tienen lugar en Madrid. IAG tiene su sede en Londres (Reino Unido) y cotiza en el London Stock Exchange (LSE). Del mismo modo, es importante destacar que los nombres de ambas compañías tanto de Iberia como de British Airways se conservan y aunque parece que operan como entidades independientes son controladas por IAG (Página oficial IAG).

A continuación se muestra el gráfico 10, calculado en base 100, que refleja la evolución de las acciones de Iberia y de British Airways durante la operación:

Gráfico 10: Operación British Airways - Iberia



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Con respecto al consejo de administración de la matriz IAG, es relevante destacar que está compuesto por 14 directivos (cinco directivos existentes de Iberia + 5 Directivos existentes de British Airways + 2 nuevos directivos independientes cada uno).

Los puestos clave que tuvieron lugar tras finalizar la operación en 2011 fueron:

Gráfico 11: Organigrama IAG

Nombre	Puesto en IAG	Puesto Anterior
Antonio Vázquez	Presidente del Grupo	Presidente de Iberia
Willie Walsh	CEO del grupo	Director Ejecutivo BA
Martin Broughton	Vicepresidente	Presidente de BA
Enrique Dupuy de Lôme	CFO	CFO Iberia
Rafael Sánchez-Lozano	Iberia CEO	COO Iberia
Keith Williams	BA CEO	CFO BA

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

De los comentarios clave post-fusión destacan los dos siguientes:

“Ha sido un proceso largo, donde muchas personas, tanto de British Airways como de Iberia han trabajado muy duro para llegar a este acuerdo. [...] Estamos sentando las bases de lo que será una de las aerolíneas más importantes del mundo, una aerolínea realmente global” (Antonio Vázquez, presidente y consejero delegado de Iberia).

“La fusión dará lugar a una compañía aérea europea fuerte y capaz de competir en el siglo 21. Ambas aerolíneas conservarán sus marcas y el patrimonio, así como el logro de importantes sinergias como la fuerza conjunta” (Willie Walsh, consejero delegado de British Airways).

Sinergias

Para finalizar es mención destacar las sinergias que afloraron de la operación:

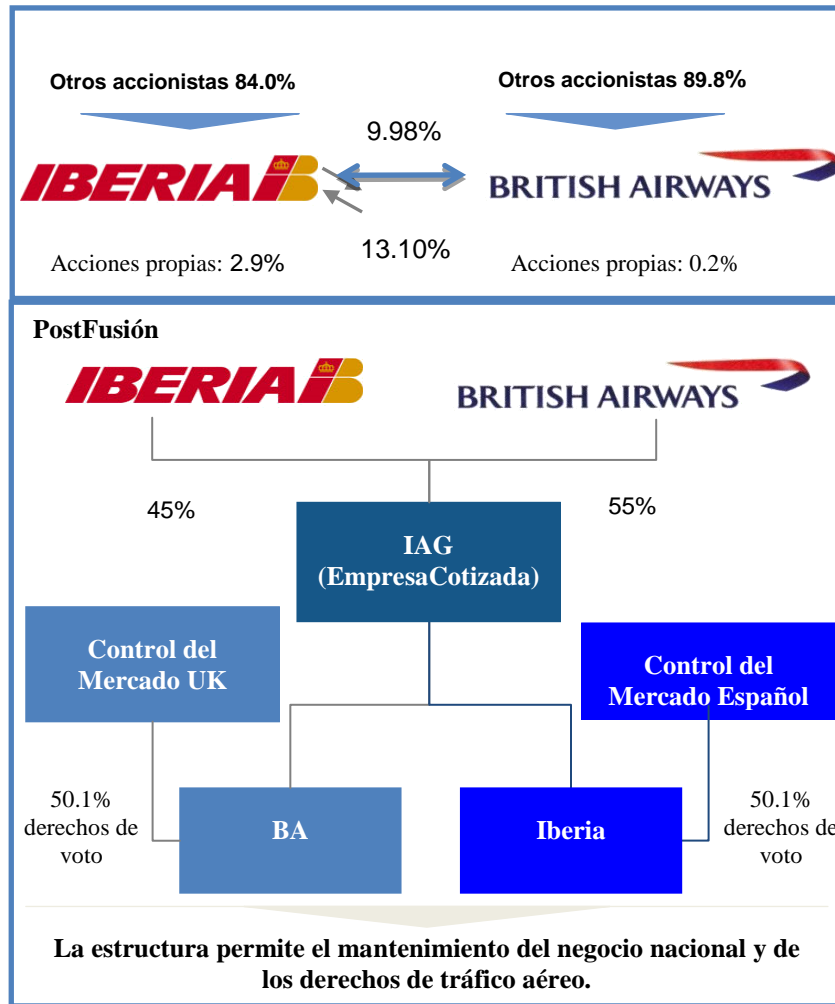
- Mejora de la posición estratégica dentro del sector de la aviación mundial para ambas firmas, tanto Iberia como BA.
- Sinergias considerables: alrededor de 400 millones de euros anuales a partir del quinto año, con un coste total de 350 millones de euros (Expansión, 2010).
- Dos terceras partes de las sinergias se espera que estén relacionadas con el coste (funciones de back office de TI, flota de aviones y mantenimiento). El tercio restante de las sinergias se espera que procedan de ingresos (venta conjunta compartiendo la red de clientes e ingresos procedentes de beneficios de gestión).

Análisis Post-operación

En cuanto a la situación que quedó después de la consolidación de la fusión cabe destacar que no fue la ideal para la nueva matriz. El contraste entre los negocios de las dos compañías dio pie a una serie de incertidumbres que implicaron la caída inmediata de las acciones con su posterior estancamiento hasta finales del año 2012, como veremos en la operación del siguiente capítulo.

La figura 1 resume gráficamente la operación para mejor comprensión del lector:

Figura 1: Análisis post fusión IAG



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

OPERACIÓN 8: IAG compra Vueling Airlines.

Situación inicial

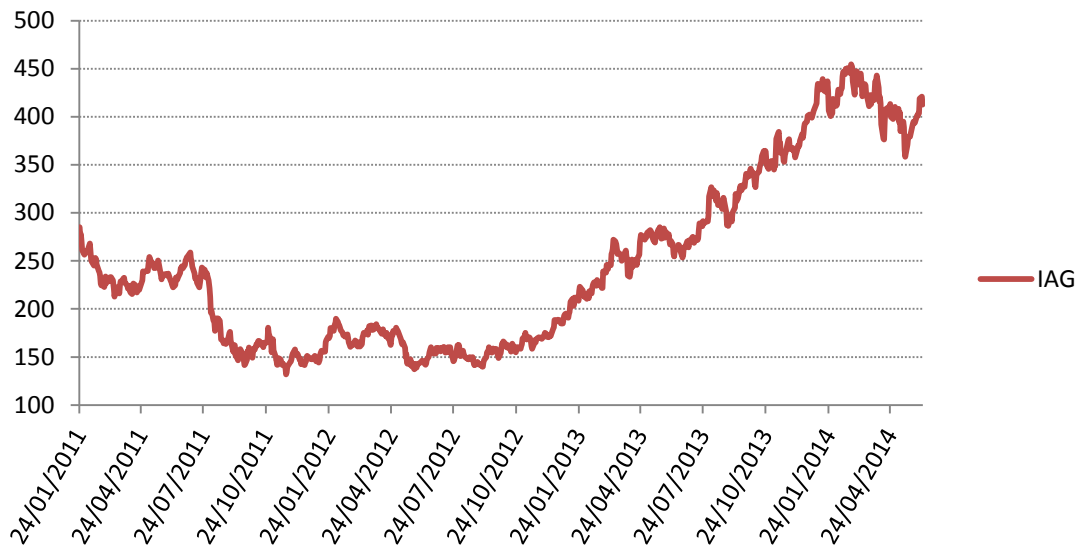
IAG

Como se comentaba al final de la operación anterior, la cotización de las acciones de la nueva empresa Holding IAG permaneció estancada hasta finales del periodo 2012. Sin embargo a partir de esa fecha y tras la adquisición de Vueling S.A., las acciones empezaron

un crecimiento continuo llegando casi a triplicar el valor de las mismas en un año (Bloomberg).

Para comprender gráficamente la evolución de las acciones es importante prestar atención a la Figura 9:

Gráfico 12: Cotización IAG (2011-2014)



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg.

Vueling Airlines

Esta aerolínea con base en Barcelona, nació en el año 2002. No obstante, las operaciones de la compañía no llegarían hasta el año 2004 cuando la empresa reunió una flota constituida por dos Airbus 320 y cuatro rutas. Increíblemente, la compañía empezó a extender su negocio con el paso de los ejercicios hasta convertirse nueve años más tarde en una de las aerolíneas low-cost más valiosas del mundo (Página Oficial de IAG).

Así pues en el año 2009 la empresa había multiplicado por nueve su capitalización bursátil, por tres su beneficio neto y había pasado de un flujo de caja negativo de 46 millones en 2008 a uno positivo de 56,6 en 2009, es decir, había crecido un 200% su generación de caja (Bloomberg).

En consonancia con lo explicado en el párrafo anterior, los estados financieros de la compañía continuaron mejorando, a menor escala, durante los años consecutivos hasta el 2012. En esta fecha, la compañía presentaba un negocio muy solvente, contando con 208 rutas, más de 105 destinos, 17 bases de operaciones y un transporte de 70 millones de pasajeros (Página oficial de IAG).

Operación

Esta operación tiene su punto de partida el día siete de noviembre de 2012 cuando Veloz Holdco S.L., compañía íntegramente participada por IAG hace público como hecho relevante en la CNMV la OPA de acciones sobre Vueling Airlines S.A.

Esta estrategia se repitió periódicamente durante finales de 2012 y hasta mediados del año 2013. En cuanto a las operaciones que se llevaron a cabo es relevante destacar que se las OPAs pertinentes fueron llevadas a cabo indistintamente por Veloz Holdco e Iberia a lo largo del periodo que duró la operación (CNMV).

Las compras sucesivas de acciones se realizaron a un precio medio de nueve con dieciséis euros y con un volumen sobre la capitalización bursátil de la compañía en torno al 9.5% (El País, 2012)

Adicionalmente es relevante destacar que la operación tenía intención de ser cerrada en abril de 2013 pero el rechazo por parte de Vueling de la OPA del 27 de marzo de 2013 prolongó la operación hasta el doce de agosto.

Una vez completada la operación, AIG se hace con el control sobre aproximadamente el 91% de Vueling. Este porcentaje equivale a una cuantía de 27 millones de acciones de la aerolínea repartidas del siguiente modo:

- Iberia 46% del capital equivalente a 14 millones de acciones.
- Veloz Holdco 45% del capital equivalente a 13 millones de acciones.

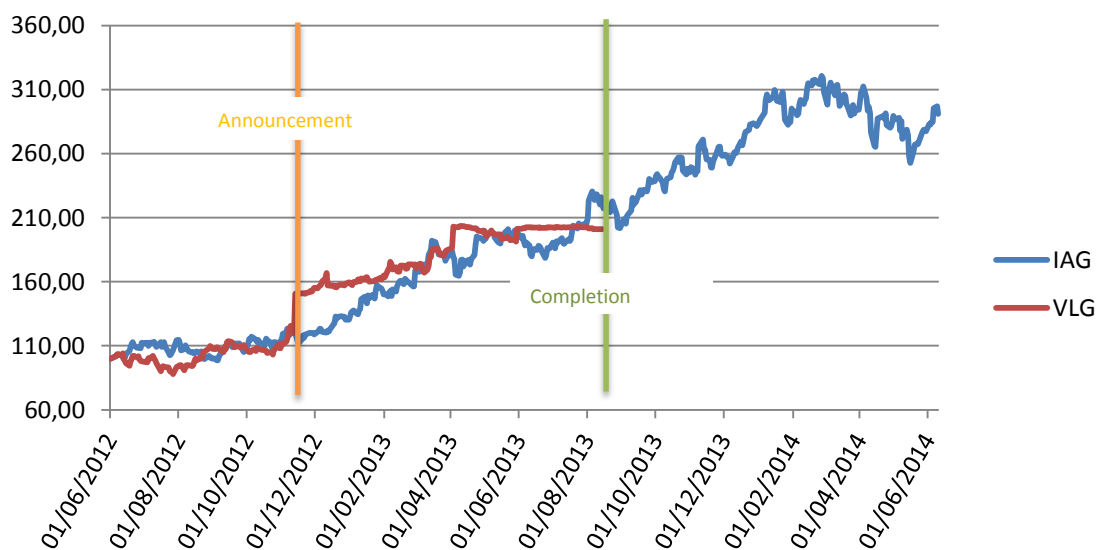
La cuantía final de la operación asciende a 149,79 millones de euros.

La finalidad que tenía IAG con la adquisición de Vueling, consistió básicamente en reducir las pérdidas de Iberia hasta los 111 millones de euros. Para ello el consejo de administración de IAG impuso a Iberia un recorte forzoso de su plantilla correspondiente con 3.000 puestos de trabajo.

Es decir, que vista la mala situación del negocio nacional, IAG decide agrandar su presencia en el país de cara a paliar las pérdidas de Iberia.

A continuación se muestra el gráfico 13, normalizado en base 100, que esquematiza la evolución de las acciones de ambas compañías durante los nueve meses que duró la operación:

Gráfico 13: Operación British Airways - Iberia



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Adicionalmente se muestra un cuadro resumen de la situación financiera que presentaban ambas entidades antes de que la operación se realizara (tabla 7):

Tabla 7: Situación inicial IAG - Vueling

Nombre	IAG	Vueling Airlines S.L.
Industria	Aeronáutica	Aeronáutica
Capitalización Bursátil	3.908,43*	204,85*
Nº Acciones	1.855,37*	29,9*
Tamaño del consejo	14	7
Número de empleados	58.389	1.774
Asesores Financieros	Morgan Stanley	N+1, BBVA y PWC
PER	73.07x	19,73x

(*cifras en millones).

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Sinergias

En consonancia con lo comentado en el apartado anterior, la estrategia y las consecuencias de Vueling para IAG en el medio corto plazo son difíciles de evaluar actualmente. Por el momento, IAG ha espera que Vueling siga siendo una empresa independiente dentro del Grupo desempeñando su negocio de forma autónoma. Sin embargo, parece claro que la intención de IAG incluye potenciar al máximo la estructura de costes de Vueling intentando contagiársela a Iberia (Expansión, 2011)

En este sentido, no se puede descartar que Vueling lleve a cabo más negociaciones a corto o medio plazo con el Grupo IAG para introducirse en el mercado de vuelos transoceánicos que actualmente cubren Iberia y BA.

Según los datos publicados por IAG en Bloomberg, Vueling generará un 9% del EBITDA del grupo en el plazo de un año. Del mismo modo es factible que esta cifra crezca en los años sucesivos al mismo tiempo que decrezcan las pérdidas proporcionadas por Iberia. Aunque esto dependerá en gran medida de los planes finalmente considerados.

La procedencia de esta cuantía total de sinergias se corresponde con 150 millones de euros a partir del quinto año, procedentes de:

- Ingresos generados por Vueling gracias a su alta cuota de mercado nacional.
- Ganar mayor capacidad de carga y de cobertura de pasajeros en España al contar con una mayor flota.
- Ahorro de costes fruto del abandono de ciertas rutas que eran más eficientes en Vueling que en Iberia.

Análisis Post-operación

Después de que culminara la operación, Vueling siguió desempeñando un negocio muy rentable. Para contrastar esta afirmación, véase el siguiente cuadro resumen acerca de la evolución del negocio de Vueling e IAG entre 2011 y 2013:

Tabla 8: Análisis post operación IAG - Vueling

	Vueling			IAG		
	2013	2012	2011	2013	2012	2011
Nº Vuelos	117.500	108.433	92.243	270.896	218.400	206.748
Nº Pasajeros	18.300	14.795	12.316	67.224	54.600	51.687
Bº Neto	32,6*	28,3*	10,4*	122*	-716*	562*
Cash Flow	135,7*	105,3*	58,1*	-948*	-843*	-213*
EBITDA	46,5*	40,4*	18*	1.678*	1.391*	1.505*

(*cifras en millones).

Fuente: Elaboración propia con datos de la página oficial de IAG.

II. Comparativa de las operaciones por sector.

Este apartado está resumido en el cuadro resumen llamada Anexo 2. En esa tabla se recogen las ocho operaciones clasificadas según el sector del que se trate, explicadas anteriormente. Asimismo se incluye una subdivisión de las operaciones según la cuantía de la operación, las entidades involucradas, la cuantía de las sinergias generadas, el tipo de sinergia y su explicación y finalmente el tiempo estimado para la integración definitiva de las sinergias.

III. Ránking de Sinergias.

A continuación se muestra un cuadro en el que se calcula el porcentaje de sinergias obtenido en el periodo (2011-2013) con respecto a la cuantía invertida en operaciones por cada compañía:

Tabla 9: Comparativa de sinergias e inversión

	TABLA COMPARATIVA		
	Operación	Sinergias	%
B.Santander	259.8	520	200.15%
B.Popular	1024.26	800	78.11%
B.Sabadell	200	250	125.00%
Caixabank	1083.41	1118	103.19%
IAG	2293.1	550	23.98%

Fuente: Elaboración propia.

Ranking de sinergias:

1. Teniendo en cuenta los datos anteriores, podemos determinar que el Santander ha desempeñado la adquisición más rentable en función a la cuantía que pagó por quedarse con Banesto. Si bien es cierto que esa adquisición ha sido progresiva y por ello las sinergias generadas doblan la cuantía que Santander pagó por Banesto (correspondiente únicamente con un 10,26% de la entidad).

2. En segundo lugar se sitúa la compra de Banco Gallego por parte del Banco Sabadell, con un 125% de sinergias con respecto a lo invertido.
3. En tercera posición se encuentra el sumatorio de las tres operaciones llevadas a cabo por Caixabank, el cual genera un 103,19% de sinergias con respecto a la totalidad de la inversión que la compañía realizó en el periodo.
4. El cuarto puesto lo alcanza Popular con la compra de Banco Pastor alcanzando un 78.11% de sinergias en comparación a el desembolso llevado a cabo.
5. Finalmente el último puesto lo ocuparía la aerolínea AIG con un 23% de sinergias con respecto a los costes incurridos en la inversión.

Es muy relevante destacar que la mayoría de las cifras de sinergias son estimaciones de valor que no son calculables de forma exacta. Dependiendo de la concepción de valor que tenga una u otra compañía estas estimaciones pueden variar en cuantía.

4. CONCLUSIÓN

Pese al pequeño número de operaciones que han tenido lugar en el periodo, el autor considera que las siguientes conclusiones se pueden extrapolar a futuras operaciones de M&A que acontezcan en el IBEX-35, al menos en lo referente al sector bancario y al aeronáutico.

Las conclusiones obtenidas son las siguientes:

- El tiempo que se tarda en alcanzar las sinergias en el sector aeronáutico es superior al sector bancario.
- En proporción a la cuantía desembolsada en las operaciones, las sinergias alcanzadas en el sector bancario son mayores que las obtenidas en el aeronáutico.
- Todas las operaciones que se dieron en el sector bancario conllevaron sinergias de ingresos a excepción de la compra del Panco Pastor por parte de Popular.
- La principal sinergia del sector bancario durante la crisis ha sido la mejora de presencia en el mercado consecuencia de la fortísima reestructuración bancaria impuesta por el gobierno.
- No por llevar a cabo una fusión de grandísimas dimensiones se obtienen mejores resultados. En el caso de IAG, la compra de Vueling S.A. es una medida de ajuste para contrarrestar la mala situación de Iberia tras la fusión.

En conclusión, la cuantía de inversión llevada a cabo por una compañía en una operación de M&A no es directamente proporcional a las sinergias generadas por aquella operación. La cuantía definitiva de las sinergias alcanzadas dependerá de dos factores fundamentales: la percepción del mercado acerca de la compañía y el concepto de valor que la empresa considere.

5. BIBLIOGRAFÍA

ABC, 4 de abril de 2013, “Caixabank y Banco de Valencia aprueban su proyecto de fusión por absorción”, *ABC*.

Apuntes de finanzas corporativas, 2012, Facultad de Ciencias Económicas Empresariales Departamento de Gestión Financiera, Universidad Pontificia de Comillas.

Apuntes de análisis financiero, curso 2013-2014, profesora Marisa Mazo.

DePamphilis, Donald, 2009, “Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities”.

Calle de la Torre, Manuel, 2014, Banco Santander.

Economía Digital, 20 de mayo de 2011, “Un grupo internacional participará en la ampliación de Bankpime”, *Economía Digital*.

El País, 26 de Abril de 1994, “El Santander compra Banesto por 313.000 millones y se convierte en líder de la banca” *El País*.

El País, 9 de agosto de 1996, “El banco Sabadell pagará 23.700 millones por NatWest España”, *El País*.

El País, 7 de Febrero de 2012, “El Popular necesitará 2600 millones de euros por riesgo inmobiliario”, *El País*.

El País, 17 Diciembre 2012, “El Santander Absorbe Banesto”, *El País*.

El País, 17 Diciembre 2012, “La CNMV autoriza la OPA de exclusión sobre Vueling a 9,25 euros por acción”, *El País*.

El Mundo, 4 de julio de 2006, “Banco Sabadell cierra la compra del Urquijo”, *El Mundo*.

El Mundo, 26 de marzo de 2012, “Caixabank compra Banca Cívica por un 11% menos de su valor en Bolsa”, *El Mundo*.

El Mundo, 27 de marzo de 2012, “La fusión de Caixabank y Banca Cívica no convence a los inversores”, *El Mundo*.

Europapress, 1 de diciembre de 2011, “La Caixa formaliza la compra de Bankpime y absorbe sus oficinas”, *Europapress*.

Expansión, 8 de Abril de 2010, “Iberia y BA firmarán su fusión y crean un gigante de los cielos”, *Expansión*.

Expansión, 26 marzo de 2012, “Caixabank y Cívica formalizarán su fusión tras el cierre de la bolsa”, *Expansión*.

Expansión, 27 de abril de 2012, “Popular gana un 46% menos tras cubrir el 60% de las provisiones del ladrillo”, *Expansión*.

Expansión, 19 de abril de 2013, “El Frob adjudica Banco Gallego a Sabadell e inyecta 2.400 millones más”, *Expansión*.

Expansión, 19 de abril de 2013, “La Caixa confirma la compra del negocio financiero de Bankpyme”, *Expansión*.

Expansión, 25 de mayo de 2012, “Banca Cívica aprobará el próximo 26 de junio la fusión con Caixabank”, *Expansión*.

Gaughan, 2005, “What can go wrong and how to prevent it”.

Habeck, K. Herd, 2000, “After Merger: Seven Strategies for Successful Post-Merger Integration”.

Koller, Tim y Goedhart, Marc, 2010, “Valuation, McKinsey & Company”.

Krishnamurti, 2007, “Measuring Value Creation”.

La Vanguardia, 10 noviembre de 2011, “Banco Popular prevé sinergias de 800 millones con la compra de Pastor”, *La Vanguardia*.

Olmedo, Mariano, 2014, Banco Santander.

Sherman y Hart, 2005, “Mergers and Acquisitions from A to Z”.

Steger, U. y Kummer, 2003, “M&A Activity in the New Competitive Milieu”.

Radio Televisión Española, 10 de noviembre de 2011, “La “OPA” amistosa del Popular sobre Pastor ahorrará a la nueva entidad 800 millones de euros”.

Páginas web empleadas:

www.bolsademadrid.es

www.bolsasymercados.es

www.expansión.com

www.cnmv.es

www.santander.com

www.bancopopular.es

www.caixabank.com

www.es.iairgroup.com

www.iberia.es

www.vueling.es

6. ANEXOS

Anexo 1: Cuadro resumen del total de operaciones

A continuación se muestra un cuadro que resume todas las operaciones de M&A que tuvieron lugar en el periodo 2011/2013 en el caso particular del IBEX 35:

COMPAÑÍA	TARGET	F.ANUNCIO	% ADQUIRIDO	VALOR TOTAL	F.CIERRE
SAN	BW Guirapa I SA	08/21/2013	40.00%	155.00	04/06/2013
	iZettle AB	11/06/2013	0.00%	5.00	11/06/2013
	Banesto	17/12/2013	10.26%	259.80	06/05/2013
BBVA	Simple Finance Tech. Corp.	20/02/2014	100.00%	117.00	20/03/2014
	UnnimCaixa&UnnimProteccio	13/03/2013	100.00%	34.52	13/03/2013
ACS	Pol-Aqua SA	23/07/2013	34.00%	36.65	09/12/2013
	Hochtief AG	17/06/2011	16.67%	0.00	17/06/2011
AMS	UFIS Airport Solutions AS	03/02/2014	100.00%	0.00	03/02/2014
	Airconomy Aviation Intelligence Gm	01/02/2012	100.00%	0.00	01/02/2012
ABE	Hispasat	25/07/2013	16.42%	172.50	25/07/2013
ANA	GrupoEntrecanales	24/03/2011	100.00%	0.00	19/07/2011
CABK	Global Payments South Amer. Brasil	23/07/2013	0.00%	0.00	23/07/2013
	Banco de Valencia S.A.	27/11/2012	100.00%	26.95	22/07/2013
	BancaCivica S.A.	27/03/2012	100.00%	1040.46	06/08/2012
	Bankpyme	30/09/2011	100.00%	16.00	30/09/2011
	Microbank de La Caixa S.A.	18/02/2011	100.00%	0.00	31/08/2011
EBRO	RisoScotti Spa	09/05/2013	25.00%	0.00	09/05/2013
FCC	FCC	21/10/2013	6.00%	113.54	21/10/2013
FER	Steel Ingenieria	04/03/2013	70.00%	21.00	04/03/2013
	Transportation Planning Internat.	01/02/2011	100.00%	0.00	01/02/2011
GAM	New Broadband Network Solutions SL	20/01/2012	20.00%	0.00	18/01/2012
GAS	Gas natural SDG	17/06/2011	3.85%	514.74	17/06/2011
GRF	ProgenikaBiopharma SA	27/02/2013	60.00%	37.00	27/02/2013
	VCN Biosciences SL	12/07/2012	40.00%	0.00	12/07/2012
	Araclon Biotech SL	15/03/2012	51.00%	0.00	15/03/2012
	Lateral-Medion	02/08/2011	51.00%	9.50	02/08/2011
IAG	Iberia & BA	12/11/2009	100.00%	2143.31	24/01/2011
	Vueling Airlines SA	08/11/2012	54.15%	149.79	08/12/2013

IBE	Iberdrola S.A	24/02/2012	2.20%	0.00	24/02/2012
	ElektroElectricidades e Servicios SA	20/09/2011	0.32%	0.00	20/09/2011
	IberdrolaRenovables	03/08/2011	20.00%	1602.31	07/11/2011
IDR	Park Air Systems Ltd	18/04/2012	100.00%	42.00	18/04/2012
	PolitecTecnología da Informacao S	07/29/2011	100.00%	420.00	31/12/2011
	Methorios Capital SpA	26/06/2011	0.00%	42.00	26/06/2011
	VisiantGalyleo Spa	29/06/2011	77.50%	0.00	31/12/2011
MAP	Asuransi Bina Dana Arta Tbk PT	16/10/2013	20.00%	0.00	16/10/2013
	Middlesea Insurance PLC	17/06/2011	19.90%	0.00	29/07/2011
MTS	G Steel PCL	02/03/2011	41.97%	7509.60	20/12/2011
POP	Banco Pastor	07/10/2011	100.00%	1024.26	12/03/2012
SAB	Jgb Bank NA	04/12/2013	100.00%	56.00	30/06/2014
	BancoGallego S.A.	19/04/2013	100.00%	0.00	28/10/2013
SCYR	Somague SGPS	10/12/2013	6.01%	0.00	10/12/2013
	Grupo Sufi	10/12/2013	100.00%	142.00	10/12/2013
TEF	Potential Target	13/11/2013	100.00%	0.00	13/11/2013
	Telco SPA	24/09/2013	4.00%	117.00	24/09/2013
	Axismed	04/02/2013	0.00%	0.00	31/12/2012
	Tokbox	25/10/2012	100.00%	0.00	25/10/2012
	QuantennaComunications Inc.	07/11/2011	0.00%	0.00	07/11/2011
	Vivo Participaciones SA	16/02/2011	3.79%	763.14	23/03/2011
	China Unicorn Hong Kong Ltd	23/01/2011	1.33%	500.00	10/06/2011
VIS	LingbaoBaolibao Food Industrial C	26/08/2011	50.00%	13.10	26/08/2011

Fuente: Elaboración Propia.

Anexo 2: Cuadro resumen de las operaciones analizadas por sector

ADQUISICIONES SECTOR BANCARIO						
Eª compradora	Eª Comprada	Operación	Sinergias	TipoSinergia	Explicación	Tiempo
B.Santander	Banesto	259,80	520	Costes e Ingresos	Reducción de Personal	3 años
					Mejora presencia en el Mdo. (marcaúnica)	
B.Popular	B.Pastor	1.024,26	800	Coste	Reducción Personal	3 años
					MejoraTecnológica	
B.Sabadell	B.Gallego	200	250	Costes e Ingresos	MejoraTecnológica	2 años
					Mejora de presencia en el Mdo.	
Caixabank	B.Cívica	1.040,46	864	Costes e Ingresos	Mejora de presencia en el Mdo.	2 años
					Reducción de Personal	
	B.Valencia	26,95	94	Ingresos	Mejora de presencia en el Mdo.	2 años
	Bankpyme	16	160	Ingresos	Mejora de presencia en el Mdo.	2 años

ADQUISICIONES SECTOR AERONÁUTICO						
Eª compradora	Eª Comprada	Operación	Sinergias	Tipo de Sinergia	Explicación	Tiempo
IAG	Iberia y BA	2.143,31	400	Costes e Ingresos	Pasajeros	5 años
					Aeropuertos y rutas Flotaconjunta	
	Vueling	149,79	150	Ingresos	Mejora de presencia en el Mdo.	5 años

Fuente: elaboración propia.