



FACULTAD CIENCIAS EMPRESARIALES

# **CONTRIBUCIÓN SOBRE COMO ANALIZAR LAS OPERACIONES CORPORATIVAS SEGÚN SU MEDIO DE PAGO**

Estudio de investigaciones sobre la creación de valor según el  
medio de pago utilizado

Autor: Fátima García Romero

Tutor: Jesús Javier Reglero Sánchez

Madrid  
Abril 2018

Fátima  
García  
Romero

# **CONTRIBUCIÓN SOBRE COMO ANALIZAR LAS OPERACIONES CORPORATIVAS SEGÚN SU MEDIO DE PAGO**



## Resumen

En este trabajo se estudia la creación de valor de las operaciones de fusiones y adquisiciones para los accionistas de la empresa según su método de pago. Incluye la descripción y contextualización de este tipo de transacciones, así como los principales agentes de crecimiento, los tipos de fusiones que hay, por que llevarlas a cabo o no, que riesgos conllevan y como se crea valor.

Para ello, se hace un análisis desde un punto de vista teórico sobre lo que han publicado otros autores y las conclusiones a las que han llegado sobre este tema creando una base de datos y unas reflexiones al respecto. Lo que se quiere conseguir es hacer una propuesta de mejora sobre la metodología a estudiar analizando la base de datos creada, explicando el concepto de operación transformacional e incluyendo el ejemplo del caso AB Inbev.

**Palabras clave:** operaciones de fusiones y adquisiciones, método de pago, F&A, creación de valor, sinergias, ROIC, WACC, operación transformacional.

## Abstract

The aim of this project is to study the creation of value in mergers and acquisitions operations for the company's shareholders according to their payment method. It includes the description and contextualization of this type of transactions, as well as the main agents of growth, the types of mergers, why carry them out or not, what risks they entail and how value is created.

To do this, an analysis is made from a theoretical point of view about what other authors have published and the conclusions they have reached on this subject by creating a database and some reflections on it. What we want to achieve is to make an improvement proposal about the methodology to be studied by analyzing the database created, explaining the concept of transformational operation and including the AB Inbev case example.

**Keywords:** mergers and acquisitions operations, method of payment, M&A, creation value, synergies, ROIC, WACC, transformational operation.

## **ÍNDICE DEL TRABAJO**

<b><u>1. INTRODUCCIÓN</u></b> .....	<b>7</b>
PROPÓSITO GENERAL Y JUSTIFICACIÓN .....	7
OBJETIVO E HIPÓTESIS .....	7
PARTES PRINCIPALES DEL TRABAJO .....	8
VALOR GENERADO Y CONTRIBUCIÓN.....	10
<b><u>2. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN</u></b> .....	<b>12</b>
<b><u>3. MARCO TEÓRICO: LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES</u></b> .....	<b>16</b>
DESCRIPCIÓN Y CONTEXTUALIZACIÓN.....	16
PRINCIPALES AGENTES DE CRECIMIENTO .....	18
OBJETIVOS PERSEGUIDOS CON LAS OPERACIONES DE M&A .....	21
TIPOS DE FUSIONES.....	21
¿POR QUÉ LLEVAR A CABO O NO UNA OPERACIÓN DE M&A?.....	26
LA CREACIÓN DE VALOR .....	30
CONCEPTO CREACIÓN DE VALOR.....	30
CREACIÓN DE VALOR EN M&A.....	33
RIESGOS DE LAS M&A.....	38
MÉTODOS DE PAGO .....	39
<b><u>4. ANÁLISIS DE CÓMO ESTUDIA LA ACADEMIA LAS OPERACIONES DE M&amp;A SEGÚN SU MEDIO DE PAGO Y REFLEXIONES EN CUANTO A SU METODOLOGÍA</u></b> .....	<b>45</b>
ANÁLISIS BASE DE DATOS REALIZADO .....	45
REFLEXIONES SOBRE LA BASE DE DATOS REALIZADA.....	59
<b><u>5. PROPUESTA DE MEJORA EN LA METODOLOGÍA A ESTUDIAR</u></b> .....	<b>63</b>
DEFINICIÓN DE OPERACIÓN TRANSFORMACIONAL.....	63
PROPUESTA DE CÓMO ANALIZAR SI UNA OPERACIÓN TRANSFORMACIONAL HA CREADO O DESTRUIDO VALOR.....	64
EJEMPLO ANHEUSER-BUSCH INBEV .....	65
<b><u>6. CONCLUSIONES</u></b> .....	<b>70</b>
<b><u>BIBLIOGRAFÍA</u></b> .....	<b>72</b>
<b><u>OTRAS REFERENCIAS</u></b> .....	<b>73</b>

## **ÍNDICE DE GRÁFICOS**

I.	Fusiones y adquisiciones a nivel mundial.....	18
II.	Operaciones previstas en los próximos 12 meses.....	28
III.	Principales razones para llevar a cabo una adquisición en 2018.....	29
IV.	Principales razones para llevar a cabo una alianza o joint venture en 2018...	29
V.	Aspectos más complejos post-acquisición.....	32
VI.	Explicación gráfica ROIC-WACC.....	37
VII.	Distribución geográfica AB Inbev y SABMiller.....	67
VIII.	Evolución AB Inbev 2015-2017.....	68

## **ÍNDICE DE TABLAS**

I.	Tipos de fusiones según su actividad.....	22
II.	¿Por qué llevar a cabo o no una operación de M&A?.....	27
III.	Factores más importantes para la creación de valor.....	33
IV.	Motivos económicos y de poder de mercado.....	33
V.	Top 15 riesgos de M&A.....	38
VI.	Consideraciones a la hora de escoger el método de pago.....	43
VII.	Base de datos sobre lo que ha estudiado la academia.....	45

## **ÍNDICE DE FIGURAS**

I.	Tipos de fusiones según el inversor.....	23
----	--	----

## **Sección I: Introducción**

# 1. INTRODUCCIÓN

## Propósito general y justificación

En las siguientes líneas se va a analizar desde un punto de vista financiero y estratégico si las operaciones de fusiones y adquisiciones (F&A) han creado valor o no y cómo afecta a ello el método de pago, es decir, si se paga con acciones o con caja. Nos centraremos más concretamente dentro del marco geográfico de Europa y Estados Unidos (EEUU) desde el año 1977 hasta el año 2014 analizando un total de 21 informes.

La razón de por qué hemos decidido hablar sobre este tema es porque cada vez hay más debate de si las operaciones corporativas crean realmente valor, ya que en muchos casos se destruye y gran parte de las empresas no consiguen los objetivos propuestos después de haber realizado la transacción.

Para ello, creemos que el método de pago es un determinante muy importante y por eso vamos a realizar un estudio sobre si la metodología que se está utilizando es o no la adecuada, así como ver también si afecta o no y de qué manera el medio de pago a la creación de valor para los accionistas de la empresa.

## Objetivo e hipótesis

El presente trabajo de investigación académica tiene como objetivo saber si se han analizado bien las operaciones de fusiones y adquisiciones estudiando los últimos trabajos de investigación publicados sobre la creación de valor de este tipo de operaciones corporativas según el medio de pago utilizado.

Lo que se quiere ver es de que manera han analizado otros autores las operaciones de F&A haciendo un análisis sobre las conclusiones a las que han llegado una vez finalizado su estudio y como han conseguido llegar hasta ellas, para así poder realizar una propuesta de mejora de cómo se deberían de interpretar.

Adicionalmente se pretende ilustrar al lector con un análisis sobre 21 papers lo que han analizado otros autores sobre el tema comentado anteriormente. Dentro del marco geográfico nos hemos centrado en estudiar operaciones realizadas principalmente en Europa y en EEUU desde 1977 hasta el año 2014.

Para poder entender bien cuál es nuestro objetivo, vamos a descomponerlo en una serie de puntos:

- Vamos a ver desde nuestro punto de vista si los anteriores autores con sus publicaciones han analizado bien o no este tipo de operaciones.
- Dentro de la parte de finanzas corporativas, nos vamos a centrar solo en fusiones y adquisiciones a través del crecimiento orgánico (no expansión internacional).
- La estructura que vamos a llevar a cabo para nuestro análisis va a ser solo el medio de pago, es decir, no analizaremos sinergias, ni primas de control o posiciones accionariales.
- Lo que se quiere conseguir es ver si han creado valor o no esas operaciones de F&A teniendo en cuenta el medio de pago y sobre todo conocer si existe una metodología más óptima para poder analizarlas (no si las empresas son grandes o pequeñas).

### Partes principales del trabajo

Este Trabajo de Fin de Grado (TFG) se divide en ocho secciones sobre las cuales comentaremos a continuación.

Primero, comenzaremos con la introducción. Se explica cuál es el propósito del estudio que hemos realizado, los objetivos que se pretenden conseguir con ello y el valor que se ha generado después de toda la investigación y análisis realizado.

Segundo, se hablará de la metodología empleada, es decir, como lo hemos hecho, de donde se ha sacado la información para realizar los análisis necesarios y la base de datos que hemos creado desde cero a partir de unas determinadas publicaciones.

Tercero, el marco teórico sobre las operaciones de fusiones y adquisiciones expone qué son y el contexto en el que se encuentran, el cual se considera muy importante para poder entender bien el crecimiento que se está produciendo desde el año 2015.

También se menciona cuáles son los principales agentes de crecimiento que están relacionados con la contextualización, los objetivos perseguidos con las F&A, así como los tipos que hay y por qué llevarlas a cabo o no.

Por otro lado, en esta tercera sección se incluye el concepto de la creación de valor, cuando se crea, con qué términos se mide y los riesgos que conllevan este tipo de operaciones. Los métodos de pago son un punto importante a entender ya que gran parte de lo que se basa este TFG es ver si el método de pago utilizado afecta o no a la creación de valor y de qué manera.

Cuarto, se estudia cómo han analizado otros investigadores las operaciones de fusiones y adquisiciones según el método de pago empleado a través de estudios realizados sobre ellos mismos. Estos estudios están publicados y se ha analizado la metodología empleada a la vez que se seleccionaban los datos que se consideraban importantes y de gran utilidad para poder crear la base de datos sobre la que se trabajará después.

Quinto, se hará una propuesta de mejora en la metodología a utilizar definiendo las operaciones transformacionales, exponiendo el ejemplo del caso AB Inbev y cómo analizar si este tipo de operaciones han creado valor o no según el medio de pago desde un punto de vista teórico.

Sexto, mostraremos después de haber realizado todo el estudio, informarnos y analizar diversas fuentes las conclusiones a las que hemos llegado.

Séptimo, expondremos la bibliografía empleada y otras referencias empleadas, es decir, los libros y artículos científicos, informes y otras publicaciones profesionales, así como las páginas web consultadas.

## Valor generado y contribución

Una vez terminado el estudio de investigación que se ha hecho para poder realizar el presente TFG consideramos que hemos generado una serie de valores y contribuciones que comentaremos en las siguientes líneas.

En primer lugar, se ha llevado a cabo un estudio en profundidad sobre el mundo de las fusiones y adquisiciones a nivel global en cuanto al marco teórico, teniendo en cuenta el contexto, crecimiento, análisis de la evolución a lo largo de estas últimas décadas, los tipos de fusiones que hay, la importancia que tiene el método de pago en este tipo de operaciones o la creación de valor, entre otros muchos temas más.

En segundo lugar, hemos creado en una tabla de Excel una base de datos recogiendo lo que ha analizado la academia sobre la creación de valor de la fusiones y adquisiciones según su medio de pago. Se considera que esta tabla tiene un gran valor y puede ser una buena contribución. El análisis y selección de datos nos han llevado mucho tiempo y en lo que se basa este TFG es en hacer una propuesta de mejora sobre la metodología que han hecho otros autores basándonos en ésta misma.

En tercer lugar, se ha creado un término al que llamamos operación transformacional donde explicaremos más adelante que es exactamente. Para ello, se ha puesto como ejemplo el caso real de AB Inbev porque pensamos que puede ser una operación de este tipo sobre la cual realizaremos un estudio para poder comprobarlo.

## **Sección II: Metodología de la investigación**

## 2. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

Para poder llevar a cabo este estudio de investigación sobre la creación de valor de las fusiones y adquisiciones para los accionistas de la empresa y como afecta el método de pago utilizado, hemos seleccionado 36 publicaciones (más conocido con el nombre de “papers” y será el que utilizaremos más a menudo a lo largo de este TFG) sobre estudios y análisis que han hecho otros autores a lo largo de varias décadas.

Estas publicaciones tratan sobre distintos temas. Entre ellos se pueden encontrar si las operaciones corporativas crean o no crean valor, si es mejor pagar con acciones o con caja, como son las fusiones y adquisiciones en España, Europa o Estados Unidos (EEUU), como afecta la asimetría de la información o que nos dicen los retornos de una empresa después de haber realizado una transacción de este tipo.

Los 36 papers han sido seleccionados con la ayuda y propuesta de mi tutor de TFG Jesús Javier Reglero. Éstos tratan de temas que consideramos que nos podrían ayudar a la hora de realizar la base de datos, sobre la cual haríamos un estudio y análisis después. Una vez hecho lo anterior, sacaremos conclusiones de cómo hacer la propuesta de mejora para analizar si las operaciones transformacionales crean o destruyen valor.

El objetivo que queríamos conseguir con la búsqueda realizada era encontrar papers recientes con citas que analizaran el medio de pago en operaciones de fusiones y adquisiciones. Finalmente se han escogido los papers de investigación más citados.

En primer lugar, hemos buscado los papers en Internet, Google Scholar o la biblioteca online de la Universidad Pontificia Comillas. Muchos son públicos y se puede tener acceso en Internet sin necesidad de tener que comprarlos y pagar, otros los hemos solicitado a bibliotecas porque tenían acceso restringido, otros los hemos solicitado a la biblioteca online de ICADE y otros o bien no hemos podido encontrarlos o bien no teníamos acceso porque no eran públicos.

Para la obtención final de los papers hemos contado con la ayuda de José Rufino, de la Biblioteca de Cantoblanco de la Universidad Pontificia Comillas, ya que gracias a él hemos conseguido aproximadamente la mitad de los papers que necesitábamos para poder llevar a cabo este estudio. Nosotros a nivel personal o sin tener que pagar no teníamos acceso, pero él a nivel universidad si y varios de ellos nos los pidió a otras bibliotecas donde sabía que si los tenían.

Después de haber encontrado y conseguido toda la bibliografía necesaria, hemos ido leyendo uno a unos los papers un poco por encima al principio para ver sobre lo que trataban y descartamos ocho ya que eran muy numéricos o no tenían información que nos pudiese servir para nuestro análisis. Otros ocho no se pudieron conseguir, así que nos hemos quedado con 21 papers en total. Con estos 21 seleccionamos los datos que nos parecían relevantes para añadir a nuestra base de datos, poder realizar su posterior análisis y sacar conclusiones al final de todo el estudio.

Para ello, lo que hicimos fue hacer una tabla en Excel con el nombre del autor, el año en el que se publicó el dato analizado, el título del paper de donde se está sacando la información y después varias partes sobre lo que ha hecho el autor para llegar a las conclusiones a las que ha llegado con su estudio.

Entre estas partes se encuentra el número de operaciones analizadas, la geografía donde tuvieron lugar, el periodo durante ocurrieron las operaciones y qué es lo que ha analizado, así como la conclusión a la que se ha llegado.

Una vez que decidimos que datos queríamos seleccionar, los sacamos de cada paper, los traducimos del inglés al español y los añadimos a una tabla en Excel hasta tener datos suficientes con los que poder analizar y sacar conclusiones después para realizar la propuesta.

Cuando acabamos la tabla estudiamos todos los datos para entender como habían analizado los autores los papers publicados por ellos mismos. Lo que se quiere hacer con esta base de datos es descubrir como analizaba antes la academia las operaciones de fusiones y adquisiciones según su medio de pago y realizar una propuesta de cómo se podría mejorar dicho análisis teniendo en cuenta las

operaciones transformacionales, que ya explicaremos más adelante que son exactamente.

Todos los papers que hemos leído estaban en inglés y la gran mayoría de la información que hemos consultado y trabajado también, lo cual nos ha costado a veces adaptarnos al vocabulario ya que al ser una cosa tan técnica no teníamos conocimiento de todo. Por otra parte, nos ha servido para irnos haciendo poco a poco con él a la vez que lo íbamos aprendiendo ya que el mundo de las fusiones y adquisiciones es un mundo muy global en el que el idioma predominante es el inglés.

### **Sección III: Marco teórico. Las operaciones de fusión y adquisición**

### 3. MARCO TEÓRICO: LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

#### Descripción y contextualización

Para comenzar con este Trabajo de Fin de Grado (TFG) vamos a definir qué son las operaciones de Fusiones y Adquisiciones (F&A), más conocidas mundialmente con el término en inglés Mergers and Acquisitions (M&A).

Las F&A “es el proceso por el cual una empresa objetivo (target) recibe una oferta por parte de una firma compradora (bidder)” (Neffa, 2015). Por otra parte, Joseph R. Perella (presidente de Títulos Institucionales de Morgan Stanley) las define como aquellas oportunidades que llevan un riesgo considerable destacando que el entorno del M&A siempre ha sido un mundo acelerado y altamente complejo donde las transacciones se pueden organizar en pocos días y donde los valores involucrados a menudo exceden miles de millones de dólares (Perella, 2004).

Perella menciona también que el mundo real del M&A se basa en el análisis y la investigación rigurosa, el diálogo continuo entre los directivos, los miembros del consejo y, en muchos casos, los asesores externos. También es un mundo de innovación y entusiasmo basado en la transformación de transacciones que tienen un gran impacto en las economías nacionales y globales.

Por otro lado, y de una manera más holística el M&A es como un matrimonio entre dos empresas. No puede ser una entrega seguida de una constante vigilancia, sino que se debe ganar por los dos lados. Una fusión siempre lleva consigo imperfecciones, pero está en la nueva organización el lograr superarlas y corregirlas y aquí es donde entra si se crea o no valor (Perella, 2004).

Para contextualizar un poco el tema, con motivo del final de la crisis económica en España (2013), la economía ha ido creciendo poco a poco desde entonces hasta el momento actual en el que nos encontramos donde también lo sigue haciendo.

Como consecuencia de ello y entre otras muchas más, el mundo de las fusiones y adquisiciones se ha ido desarrollando y cada vez son más los inversores extranjeros que están interesados en nuestro país. “Las buenas expectativas económicas y el potencial de crecimiento esperado para las rentas son las bazas que han situado a Madrid como la quinta ciudad europea más atractiva para el inversor en Real Estate de cara a 2018” (Hernández, 2018).

Otro motivo por el que los inversores extranjeros también se han empezado a interesar más en España es el Brexit. La situación política en Reino Unido ha provocado que muchos de ellos vean menos interesante invertir allí y gran parte de las empresas y bancos han decidido o están planteándose moverse a otros países como pueden ser Irlanda, Alemania o España, donde pueden encontrar una mayor estabilidad y facilidad a la hora de hacer negocios.

“El mundo de las fusiones y adquisiciones tienen cada vez más peso dentro del mercado. El pasado año se registró el mayor número de operaciones desde hace siete años a escala mundial, con más de 40.000 procesos anunciados y cerca de 3,5 billones de dólares de valor agregado. En este último año el número de fusiones y adquisiciones, tanto a escala global como nacional, ha experimentado un fuerte crecimiento. El valor de las transacciones anunciadas en el mundo en lo que va de 2015 asciende a casi un billón de dólares, un 25% más respecto al mismo periodo de 2014, lo que supone el comienzo de año más fuerte desde hace ocho años” (Larraz, 2015).

Por otro lado, el surgimiento de los fondos capital riesgo o private equities también ha ayudado a que el mundo de las operaciones corporativas crezca. Ahora son más los interesados en comprar y vender sus empresas para sacar una rentabilidad mayor. Aquí es donde entra el papel de éstos, en comprar empresas financiándose mayormente de deuda que se pretender saldar con la actividad empresarial de la propia empresa y con la obtención de flujos de caja.

Durante 2017 se han registrado un total de 246 operaciones según Expansión, de las cuales 109 suman un importe de 64.119,49 millones de euros, “lo que representa un

avance del 34% en el número de operaciones y del 300% en su importe” (Press, 2016).

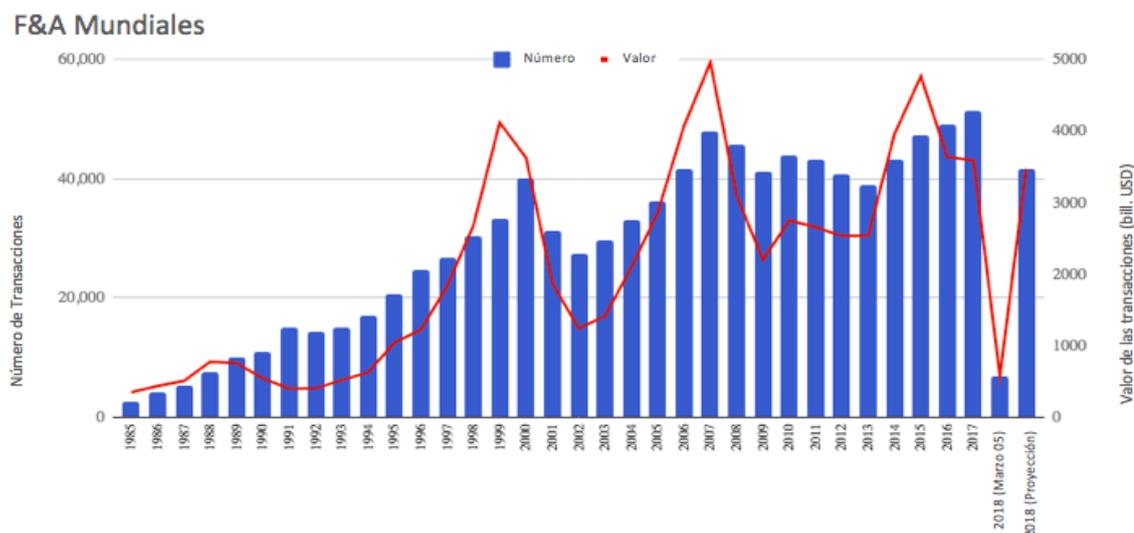
El mercado de “venture capital” es otro que también ha propiciado el crecimiento ya que se han realizado también durante el año 2017 360 transacciones con un incremento respecto al año anterior del 21% en cuanto al número de operaciones, pero con un importe menor del 5%.

Actualmente nos encontramos en un momento de cambio de mentalidad dentro de las empresas, es decir, cada vez son más las que optan por realizar una operación de fusión o adquisición para crecer y mejorar sus resultados comprando a sus competidores para ganar más cuota de mercado o fusionarse con empresas con las que pueden obtener sinergias. Cabe mencionar la manera positiva en la que afecta el exceso de liquidez y lo bajos que se encuentran los tipos de interés actualmente (Larraz, 2015).

### Principales agentes de crecimiento

En el gráfico que nos encontramos a continuación podemos ver de una manera clara el crecimiento en este tipo de operaciones corporativas desde el año 1985 hasta la actualidad.

GRÁFICO 1: Fusiones y adquisiciones a nivel mundial



Fuente: Imaa Institute, 2018

Como ya hemos mencionado en el punto anterior, después de la crisis económica que ha sufrido España, el número de operaciones de fusiones y adquisiciones ha aumentado mucho durante estos últimos años en cuanto a número y en cuanto a valor.

En 2015 se considera que se ha llegado a máximos en cuanto al valor por el incremento de este tipo de operaciones después de la crisis. En 2016 el crecimiento también fue fuerte, aunque no tanto como el del año anterior, ya que se vio afectado por varias causas: las elecciones en Reino Unido sobre si salir o no de la Unión Europea (Brexit); referéndum en Italia sobre la reforma constitucional; y las elecciones a la presidencia de EEUU con la victoria de Donald Trump.

El ejercicio 2017 ha cerrado según un artículo del periódico Expansión “con un volumen de actividad de 113.090 millones de euros, lo que supone un avance del 44,22% en el conjunto del ejercicio. Este importe, que incluye operaciones cerradas y anunciadas, se ha alcanzado en 2.185 transacciones, lo que representa un alza del 8,07% respecto a 2016, según el último informe trimestral de TTR” (Press, 2016)

El sector que más ha crecido ha sido el inmobiliario “con un total de 596 transacciones, seguido por el tecnológico, con 279, y el de internet, con 161” (Press, 2016).

Por lo tanto, el primer agente de crecimiento ha sido la mejora de la economía española en general.

En segundo lugar, se considera que los empresarios españoles tienen una gran calidad, así como sus empleados y todas las personas que forman parte de una operación. Son personas cada vez más preparadas que según el socio de la firma legal Allen & Overy, Fernando Torrente, “han demostrado una extraordinaria capacidad de adaptación, de sacrificio y de lucha, así como una enorme fortaleza para enfrentarse a la crisis y superarla, internacionalizando aún más su actividad, mejorando en competitividad y en capacidad tecnológica y de innovación”.

En tercer lugar, la inversión en fusiones y adquisiciones durante el 2017 ha crecido en cuanto a la inversión realizada por inversores tanto nacionales como extranjeros

llegando a 126.066 millones de euros en compras de empresas con sede en nuestro país o con integraciones entre empresas. En total se ha incrementado la inversión un 160% respecto al año anterior según datos de Thomson Reuters, recogidos por la consultora KPMG.

En cuarto lugar, se podría considerar como agente de crecimiento la situación financiera de las empresas. Después de todos estos últimos años ésta es mejor debido a los ajustes realizados. Por otro lado, ahora tienen más acceso a financiación no solo por parte de los bancos, sino a través de la deuda privada, por ejemplo.

Esta es una industria que se está desarrollando mucho los últimos cuatro años en España y está dando nuevas oportunidades y facilidades a las empresas a la hora de financiarse, tanto para invertir en la propia empresa como para poder llevar a cabo una operación de fusión o adquisición con otra empresa.

La deuda privada se ha visto favorecida por la quiebra del sistema bancario, por la gran bajada de los tipos de interés por parte del Banco Central Europeo (BCE) y por el alto volumen de liquidez, entre otras muchas causas más. Se considera una financiación alternativa a la de los bancos u otras entidades sobre la cual gran parte de los inversores tanto a nivel nacional como a nivel internacional se están viendo muy interesados e involucrados a esta nueva iniciativa.

Cada vez son más los fondos de deuda privada que se están creando o cómo está siendo el crecimiento de los ya existentes. Lo que se quiere conseguir con esto es diversificar y disminuir el control que tienen los bancos sobre la financiación intentando que España se vaya pareciendo poco a poco a Reino Unido o Estados Unidos. En estos países la gran parte de la financiación es realizada de manera privada siendo un menor porcentaje el realizado por parte de los bancos, mientras que en España pasa todo lo contrario.

Gracias a la deuda privada que se está intentando implementar en nuestro país como un método de financiación alternativa, ahora tanto los inversores que quieren invertir en fondos de deuda como las empresas que optan por otros métodos de financiación pueden tener otra muy buena opción acudiendo a este tipo de financiación.

En quinto lugar, ante las facilidades comentadas en los párrafos anteriores, cada vez son más los empresarios que quieren hacer crecer sus empresas a través de F&A.

“Según concluye el informe Consolidación de las fusiones y adquisiciones en España en 2018. Crecimiento vía adquisiciones, el 63% de las operaciones previstas en 2018 serán adquisiciones. Los objetivos de los directivos encuestados a partir de estas compras serán consolidar la cuota de mercado (51% de las respuestas), aumentar la expansión geográfica (47%) y aprovechar buenas oportunidades (47%)” (KPMG, 2017).

“A continuación, las joint-ventures o alianzas representarán el 22% de las operaciones, como vía para acceder a nuevos mercados o clientes. Y, finalmente, un 15% serán operaciones de desinversión de activos, porcentaje que refleja que, en gran medida, las empresas ya se despojaron de muchos activos no estratégicos durante los años de crisis para fortalecer sus balances” (KPMG, 2017).

## Objetivos perseguidos con las operaciones de M&A

### **Tipos de fusiones**

Las operaciones de fusiones y adquisiciones se clasifican en varios tipos teniendo en cuenta su actividad, el tipo de inversor, la estructura de la transacción, el método de pago empleado o el tipo de respuesta por parte de la empresa comprada.

Según su actividad pueden ser de tres tipos: vertical, horizontal y conglomerada.

TABLA1: Tipos de fusiones según su actividad

VERTICAL	HORIZONTAL	CONGLOMERADA
Dos compañías en la misma industria, pero en distintos procesos de producción	Dos empresas en la misma industria, pero producen o dan servicios iguales o muy parecidos	Dos empresas que no tienen relación y venden sus productos en mercados diferentes
Se da entre fabricante y proveedor	Fin 1: ganar eficiencia	No suele haber muchas sinergias en común en cuanto a la producción de bienes ni áreas de negocio
Fin 1: conseguir una mayor eficiencia en la cadena de valor que se traduce en un aumento de beneficios	Fin 2: incrementar la cuota de mercado disminuyendo la competencia	Fin 1: ampliar y diversificar la cartera de negocio generando valor con las sinergias
Fin 2: reducir costes aumentando la rentabilidad y buscar una ventaja competitiva para ser más independiente	Fin 3: aumentar la línea de productos, acceder a otro tipo de geografías a las que no tenían acceso o se encontraban con barreras de entrada	

Fuente: elaboración propia

Teniendo en cuenta el tipo de inversor pueden ser de dos tipos: estratégica y financiera.

FIGURA 1: Tipos de fusiones según el tipo de inversor



Fuente: elaboración propia

En cuanto al tipo de estructura de la transacción puede ser una: fusión, adquisición, holding, “dual head”, joint venture/alianza estratégica o adquisición de activos.

- Fusión. Se produce cuando dos empresas distintas se unen. Se puede dar por integración, es decir que una de ellas desaparezca y la otra obtenga el 100% de la desaparecida o que se forme una nueva entidad y desaparezcan las dos empresas originales. Tanto el activo como el pasivo de las dos empresas se integran al 100%.
- Adquisición. Cuando una empresa adquiere a otra entera o solo una parte de ella para poder tener un determinado control sobre la adquirida. La empresa adquirida sigue existiendo siendo una filial para la empresa adquirente. El público objetivo para este tipo de operaciones puede ser tanto público como privado y se puede hacer de una manera hostil o amigable.
- Holding. Se da entre un grupo de sociedades en el que una empresa (considerada la empresa madre o dominante que es a la que se llama empresa holding) adquiere acciones o una parte del capital de éstas para tener control sobre ellas.

Cada una de las empresas es independiente jurídicamente, pero no en cuanto a la toma de decisión. Por ejemplo, si una de las empresas subordinadas tiene problemas no afecta a las otras.

Tienen como ventaja una planificación y coordinación entre empresas a nivel global a la vez que también tienen desventajas como no tener una independencia económica.

- Dual head. Es una combinación de empresas manteniendo independiente la identidad corporativa de las dos compañías. Se suele hacer con empresas multinacionales, acuerdos igualitarios y a veces cuentan con ciertas ineficiencias también.

- Joint venture. Son dos empresas distintas que trabajan y colaboran conjuntamente durante un periodo de tiempo determinado.

Se crea una nueva entidad o medio para un determinado objetivo. El control y los recursos son compartidos por las dos compañías. Este tipo de fusión les permite acceder a nuevos mercados y nuevas iniciativas, así como trabajar juntos y ver cómo hacer con el proceso de integración total.

- Alianza estratégica. Unión entre dos empresas que quieren tener acceso de una manera rápida a nuevos mercados, tecnologías o áreas de experiencias. No requiere emisión de nuevas acciones ni cambios. “comparten riesgos, capital, desarrollo de productos o de investigación, acceso a tecnología y know how, acceso a canales de distribución, a capacidad de fabricación, a redes de proveedores etc.” (García Mirón).

Se diferencian de las joint ventures en que “no involucran la formación y la copropiedad de una persona jurídica separada, que explota el objeto de la alianza” (García Mirón ).

- Adquisición de activos. Unión o adquisición entre dos empresas que están interesadas solo en adquirir unos activos determinados. Se suele decir que no son muy rentables en cuanto al pago de impuestos y que el proceso tiene un alto coste. Tampoco se asume la totalidad del pasivo.

Con este tipo de fusión hay mucho debate de si realmente vale la pena adquirir solo los activos y no la sociedad entera ya que parece ser que adquirir solo los activos no tiene muchas ventajas.

Si tenemos en cuenta la respuesta por parte de la empresa comprada puede ser, o bien amistosa, o bien de una manera hostil.

- Amistosa. Es un tipo de transacción que se da cuando una empresa adquiere a otra estando de acuerdo los consejos de administración de ambas empresas. Si se hace de esta manera es fácil conseguir acceso a determinada información y hacer una due diligence (DD) en más profundidad.
- Hostil. Es todo lo contrario a la amigable. Se da cuando una compañía adquiere a otra sin llegar a un acuerdo con el consejo de administración de la empresa adquirida. Suele ir acompañada de una Oferta Pública de Adquisición (OPA). Al ser de esta manera el acceso a la información y el poder hacer la due diligence es más difícil porque no te dan tantas facilidades. Se pueden dar también movimientos defensivos para evitar que la operación sea exitosa.

Si clasificamos las fusiones y adquisiciones según su método de pago podrían clasificarse en caja, acciones o una mezcla de las dos. Sobre el medio de pago hablaremos más en profundidad en uno de los siguientes puntos de este TFG, ya que es una parte de gran importancia para nuestro estudio.

- Caja. Con este tipo de método lo que se quiere decir es que la manera de pago de una transacción por parte del comprador es pagar con efectivo. Suele ser en principio lo que la gran mayoría de las empresas que son compradas prefieren como método de pago. Tienen unas implicaciones directas en cuanto al pago de impuestos para los accionistas de la parte vendedora. Suele ser un proceso simple y sencillo.
- Acciones. Se da cuando la compra de una empresa se paga con acciones de la empresa “bidder” incrementando a su vez las acciones de la empresa “target”. Es importante que las acciones del comprador sean líquidas. Hay un régimen de impuestos que puede hacer que la operación sea más interesante para los accionistas de la empresa target. Es un proceso más difícil que el de solo pagar con caja. Se suele utilizar en mercados donde los precios de las acciones son más altos.
- Mezcla de caja y acciones. Este proceso se da cuando una empresa no puede pagar todo el importe de la operación con caja y tiene que pagar la otra parte

con acciones. Por lo general como comentaba anteriormente la empresa objetivo suele preferir que se le pague con caja, pero como no todas las empresas compradoras quieren o pueden se suele llegar a un acuerdo en el que se paga un porcentaje del total de la compra en caja y otro con acciones. Dependiendo del acuerdo al que se llegue se paga una prima mayor o menor.

### ¿Por qué llevar a cabo o no una operación de M&A?

Muchos empresarios se preguntan si llevar a cabo o no una operación de fusión o adquisición y si ésta crea o destruye valor. Parece ser que ahora el crecimiento en este tipo de operaciones es inevitable ya que son las estadísticas y los estudios realizados los que nos lo confirman.

Con este Trabajo de Fin de Grado lo que queremos ver es si realmente se crea valor o no para los accionistas de la empresa con las F&A y si vale la pena o no realizar una operación de este tipo teniendo en cuenta el método de pago utilizado. Se suelen llevar a cabo principalmente para aumentar el tamaño de la empresa y su competitividad.

Una operación corporativa se puede realizar por varios motivos. De una manera más general se podría decir porque se incrementa la cuota de mercado, la empresa crece, se adquieren ventajas competitivas, se tienen recursos alternativos, se mejora la dirección, gestión y organización de las empresas si los equipos de las dos empresas son buenos y porque cada vez hay más facilidades y acceso en cuanto a la financiación.

Si lo analizamos de una manera más concreta (Hernandez, 2018):

TABLA 2: ¿Por qué llevar a cabo o no una operación de M&A?

### ¿Por qué llevar a cabo o no una operación de M&A?

1. **Creación de valor.** Se produce cuando una empresa vale más después de una fusión o adquisición que antes, es decir, se han creado sinergias entre las dos. De otra manera explicado, se podría decir que es cuando un posible comprador estaría dispuesto a pagar más por la empresa integrada. También se dice que se ha creado valor cuando la empresa vale más que el coste de capital invertido.

2. **Expansión económica.** Si se da un tipo de ciclo alcista, los inversores están más dispuestos a llevar a cabo una operación de F&A porque los tipos de interés son bajos generando un exceso de liquidez y tienen una mayor capacidad de endeudamiento.

3. La **apertura de mercados** y la **globalización** ha propiciado que se desarrollen las operaciones de F&A para impedir el control de un competidor no deseado o acceder a un mercado al que sin una operación de este tipo no se hubiese tenido acceso como consecuencia de las barreras de entrada.

4. **Revitalización estratégica.** Se lleva a cabo cuando las líneas de negocio de una empresa se quedan obsoletas en cuanto a rentabilidad por los cambios que se han podido dar en el sector, competidores, posición inicial del negocio. Lo que se quiere conseguir es cambiar la estrategia de la empresa para mejorar la imagen de marca o conseguir unos medios de distribución más consolidados.

5. **Internacionalización.** Como ya hemos comentado en otras partes de este trabajo, muchas empresas se fusionan o adquieren a otras para tener acceso a otras áreas geográficas ganando tamaño y generalmente aumentando los beneficios si se expanden a áreas en las que creen que el negocio puede tener éxito.

6. **Desarrollo tecnológico.** Actualmente se está produciendo un gran desarrollo tecnológico. Esto impulsa a que las compañías sean más competitivas fomentando “la adquisición de empresas tecnológicas por parte de otras menos avanzadas tecnológicamente que las necesitan para crecer, sobrevivir... y aprender” (Hernández, 2018).

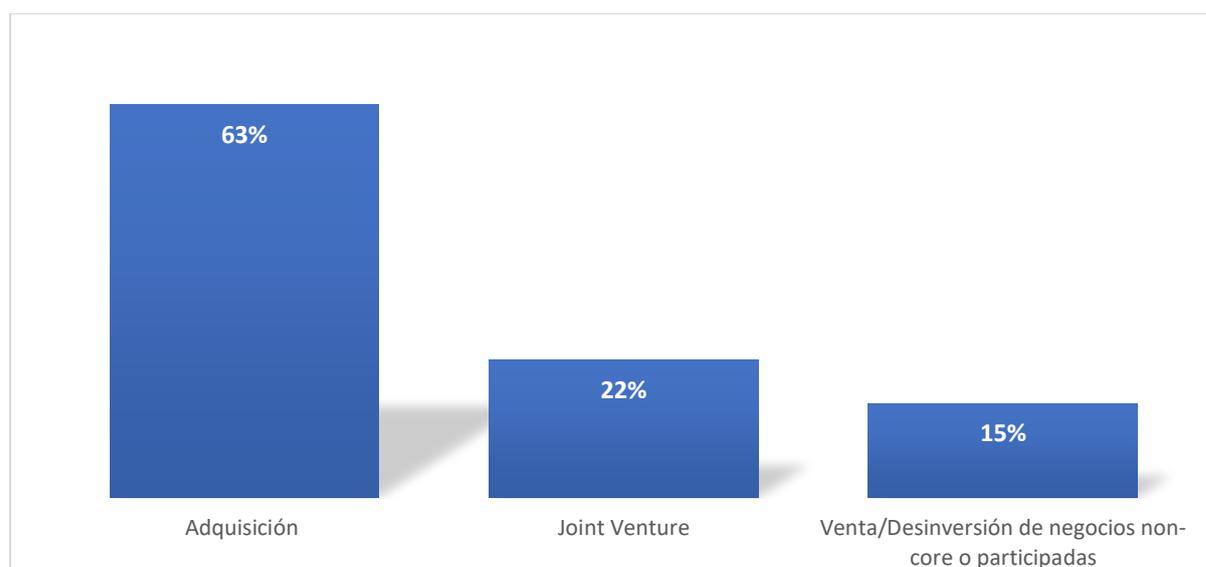
**7. Incremento del capital riesgo.** Esto hace que las posibilidades de inversión en empresas aumenten. El capital riesgo permite mejorar la gestión de las empresas donde en 3-5 años hacen que la empresa tenga las facultades necesarias para cotizar en mercados organizados.

Fuente: elaboración propia a partir de información de Hernández 2018

Por otro lado, se dan unas razones cuestionables de si vale la pena realmente hacer F&A o no. Estas razones pueden ser si realmente se consigue diversificar o no, la motivación de la gestión empresarial, que se incremente o no el beneficio por acción, defensa de movimientos hostiles o imitar las tendencias del mercado.

Según un estudio que hace KPMG (Riopérez & Faus, 2018) las operaciones previstas en los próximos 12 meses van a ser las que aparecen en el gráfico siguiente.

GRÁFICO 2: Operaciones previstas en los próximos 12 meses



Fuente: elaboración propia con datos de KPMG, 2018

Las adquisiciones van a ser de un 63%, mientras que la joint ventures van a tener un papel importante en comparación con otros años como comentábamos al principio y “como respuesta a una necesidad creciente de complementar capacidades para acceder a nuevos nichos de mercados o aportar soluciones a las nuevas demandas de clientes, consumidores y demás grupos de interés, especialmente en un contexto de rápida disrupción tecnológica y transformación digital” (Riopérez & Faus, 2018).

Según el mismo informe publicado por KPMG, las principales razones para llevar a cabo una adquisición en 2018 son las que se muestran en el primer gráfico que tenemos a continuación y el siguiente nos da las principales razones para llevar a cabo una alianza o joint venture.

GRÁFICO 3: Principales razones para llevar a cabo una adquisición en 2018



Fuente: elaboración propia con datos de KPMG, 2018

Después de haber visto en el gráfico 2 que las adquisiciones en los próximos 12 meses van a ser de un 63% en comparación con las joint venture y la venta/desinversión de negocios non core o participadas, con este gráfico 3 se puede ver de una manera muy clara cuáles van a ser las razones de mayor peso.

Éstas son consolidar la cuota de mercado (57%), expandir el alcance geográfico (52%) y buena oportunidad (52%). Por el contrario, las que van a tener menor peso van a ser los buenos precios de los activos (12%), condiciones económicas (10%) y cambios en necesidades/demandas de los clientes (4%).

GRÁFICO 4: Principales razones para llevar a cabo una alianza o joint venture en 2018



Fuente: elaboración propia con datos de KPMG, 2018

Si observamos este gráfico 4, vemos que hay una gran diferencia entre la razón que tiene mayor peso, siendo ésta acceder a nuevos mercados/clientes (72%), con las demás razones que tienen un porcentaje menor y más parecido entre ellas.

Comparando este gráfico con el anterior (gráfico 3) podemos ver que las razones para realizar una adquisición o una alianza o joint venture son distintas.

## La creación de valor

### Concepto creación de valor

La creación de valor en el mundo de las Fusiones y Adquisiciones se conoce como el proceso que se lleva a cabo para “aumentar el valor de los accionistas de una empresa, incrementando el capital invertido, así como el de los bienes o el de los servicios para los consumidores” (Expansión, s.f.).

“En la actualidad se asume que los objetivos de maximización del beneficio o del dividendo han sido sustituidos por el objetivo único y más general de creación de valor para el accionista y para los demás grupos de interés, única garantía de sostenibilidad

para la empresa. En el sector del lujo, este factor de creación de valor depende, entre otros, de la capacidad de las marcas para generar un deseo apasionado por sus productos en los consumidores” (Expansión, s.f.).

Desde el punto de vista financiero, el principal objetivo que se aplica a todas las operaciones de M&A es crear valor para los accionistas. Es decir, el valor de la empresa después de una fusión o adquisición tiene que ser mayor que el de antes de la operación sumando las sinergias como un impacto positivo como resultado de la combinación entre las dos empresas y restando el coste de la transacción.

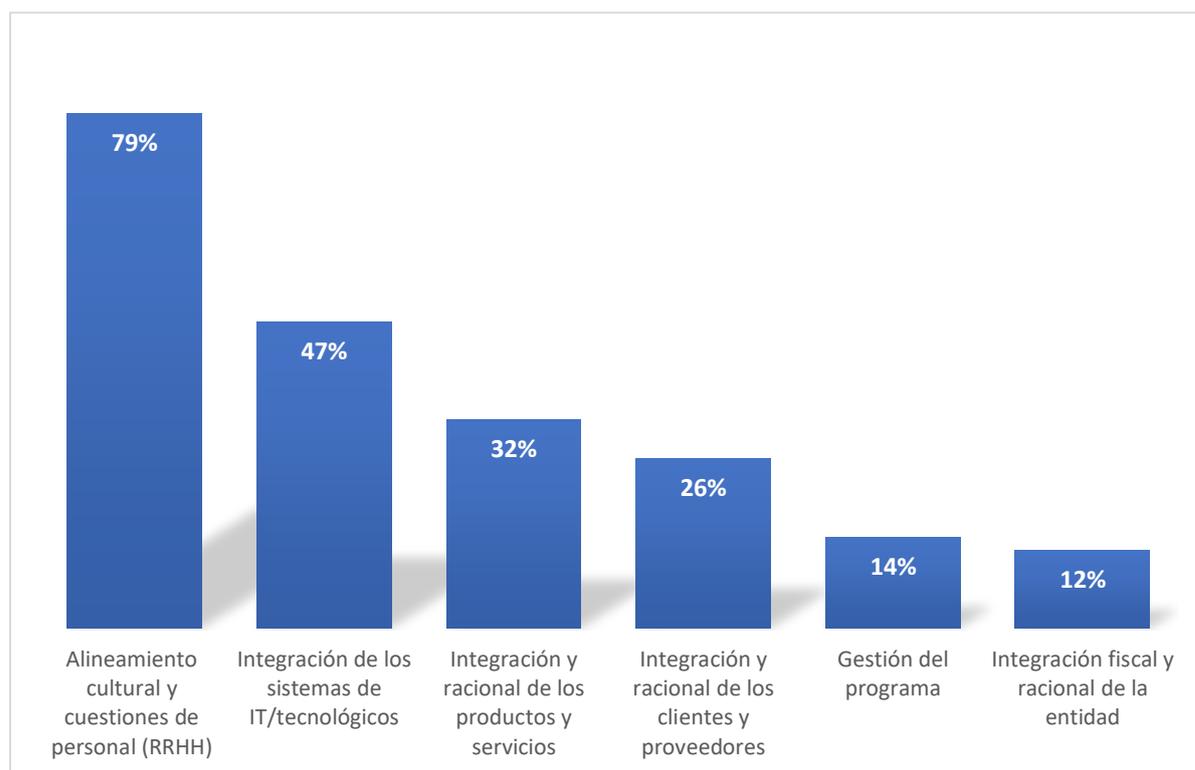
Los accionistas invierten en una empresa, principalmente para obtener una rentabilidad a través de un valor económico con los dividendos y plusvalías recibidos por parte de la empresa. Si ésta no crea valor para los accionistas, los inversores cada vez estarán menos interesados en invertir, las acciones perderán valor. Al no tener capital, no se va a poder llevar a cabo sus actividades ordinarias, por eso es muy importante la creación de valor.

Según el informe de KPMG las claves para generar valor son diversificar modelos de negocio, ganar alcance geográfico y apuntalar la cuota de mercado (Riopérez & Faus, 2018). David Samu, socio responsable de Deal Strategy de KPMG en España, comenta que para que se cree valor “antes de cerrar la transacción, hay que dedicar el mismo esfuerzo a identificar las palancas de generación y dimensionamiento de valor que a los aspectos más tradicionales como los financieros o fiscales”.

Por otro lado, como comentábamos en otra parte de este TFG, tiene mucha importancia el proceso de integración entre las dos empresas a la hora de llevar a cabo una transacción y está muy relacionado con la creación de valor. Hay que tener en cuenta quienes son las personas clave de las dos empresas para que se pueda llevar a cabo bien este proceso.

Los aspectos más complejos post-adquisición (Riopérez & Faus, 2018):

GRÁFICO 5: Aspectos más complejos post-adquisición



Fuente: elaboración propia con datos de KPMG, 2018

El alineamiento cultural y cuestiones de personal (RRHH) es el aspecto más complejo post- operación con un 79%, mientras que el menos complejo es la integración fiscal y racional de la entidad con un 12%.

Los factores más importantes para la creación de valor se recogen en los siguientes puntos (Riopérez & Faus, 2018):

TABLA 3: Factores más importantes para la creación de valor

Estrategia clara para crear valor post-deal	Consejo de administración y equipo gestor potentes	Correcto análisis fiscal y buena financiación
Encaje estratégico	Retención personas clave	Buen plan de integración
Encaje cultural	Potencial de crecimiento	Condiciones económicas positivas

Fuente: elaboración propia con información de Riopérez & Faus, 2018

### Creación de valor en M&A

Como ya hemos comentado anteriormente también, después de la crisis económica que sufrimos en el año 2008 las operaciones de Fusiones y Adquisiciones han ido en aumento estos últimos años.

Muchos os preguntaréis por qué se llevan a cabo este tipo de operaciones. Se realizan por diferentes motivos (Ucha, s.f.):

TABLA 4: Motivos económicos y de poder de mercado

Motivos económicos	Motivos de poder de mercado
Reducción de costes (economías de escala y sinergias)	Evitar barreras de entrada (entrar en un nuevo país/industria)
Conseguir nuevos recursos y capacidades	Reducción del nivel de la competencia (integración horizontal)
Sustitución del equipo directivo	Actuación en diferentes etapas del ciclo productivo (integración vertical)
Obtención de incentivos fiscales	

Fuente: elaboración propia con información de Ucha, s.f.

“Según un informe de Deloitte los procesos de integración son clave para cumplir los objetivos previstos, alcanzar beneficios, mantener el prestigio de la empresa y para que haya un nivel de ventas aceptable” (Larraz, 2015). Con esto, lo que se quiere decir es que dependiendo de la manera en el que dos empresas se fusionen o una compre a la otra se puede crear o no valor.

“Tras conocer las respuestas de 800 ejecutivos que han participado o prevén participar en procesos de fusión o adquisición, se mantiene esta teoría. Para conseguir cumplir los objetivos marcados en la fase de negociación es necesario desarrollar un plan de acción que contemple una transición suave, un apoyo ejecutivo de liderazgo, la participación en la gestión de las dos partes afectadas, creando un equipo integrado, y todo ello en un contexto de comunicación constante y multidireccional durante el proceso de integración” (Larraz, 2015).

Solos dos tercios de los ejecutivos entrevistados afirman que han tenido en sus empresas procesos de integración satisfactorios, mientras que otros dicen que no se cumplen con las expectativas acordadas durante la negociación.

Muchos de ellos también declararon que no llevaron a cabo ningún proceso de integración en algunas de sus operaciones y que lo ven como un punto clave para que la operación acabe siendo satisfactoria, se alcancen los objetivos propuestos en cuanto a crecimiento y costes previstos durante la fase de negociación.

A parte del proceso de integración que es muy importante para que la operación acabe siendo exitosa, lo que se mide para saber si se crea o no se crea valor es comparar el Return On Invested Capital (ROIC) que es la combinación de crecimiento y retorno sobre el capital invertido con el Weighted Average Cost of Capital (WACC) que es el coste medio ponderado del capital.

“Decía Warren Buffett que la mejor empresa es aquella que durante un largo periodo de tiempo puede utilizar grandes cantidades en incremento de capital con tasas de retorno muy elevadas. El peor negocio es aquel que debe emplear cantidades cada vez mayores de capital a tasas de retorno muy bajas. Desafortunadamente los

negocios del primer tipo abundan muy poco ya que las empresas que suelen tener muy buenos retornos de capital requieren muy poco de éste" (Ordinarias, 2016)

El ROIC es el retorno que la empresa genera con motivo del capital que ha invertido. Aunque se suele utilizar para ver cómo está una empresa en comparación con otra en cuanto a retornos, también se utiliza para ver cómo está una compañía por dentro y ver si los procesos de integración se han llevado de una manera adecuada tal y como se habían previsto.

Es un índice que tiene como objetivo medir la rentabilidad que han obtenido los inversores por la inversión realizada por parte de la empresa. El rendimiento del capital invertido nos da una idea de lo bien que una empresa está empleando su dinero para generar beneficios.

El ROIC se mide en % y se expresa de manera anual. Su fórmula es la siguiente:

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Capital invertido}$$

Donde:

$$\text{NOPAT (Net Operating Profit After Tax)} = \text{utilidad operativa} \times (1 - \text{impuestos})$$

Cuando el ROIC es alto el crecimiento genera valor. Cuando no lo es ocurre todo lo contrario.

El WACC es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de caja esperados para valorar empresas o proyectos de inversión. Se calcula multiplicando el coste del componente del capital por su peso proporcional, se suman los resultados y se obtiene el WACC. Se expresa en porcentaje (%) y representa la tasa media de rendimiento a la que una empresa produce valor a sus inversores.

Para poder entenderlo bien hay que tener claro que el dinero de una empresa proviene de dos fuentes distintas: recursos propios (RRPP) que es el capital que tiene la empresa y recursos ajenos (RRAA) que es la parte de deuda que tiene la empresa.

Cuando el ROIC es mayor que el WACC se puede decir que si se crea valor porque las inversiones de capital se están asignando de manera eficaz y que la empresa está bien posicionada en el mercado. Si fuese, al contrario, no se genera valor porque la empresa invierte más capital del que genera. Para evitarlo habría que considerar otro tipo de inversión de capital y realizar un análisis de la competencia para determinar la posición de la empresa dentro del mercado.

Para medir la creación de valor, se utiliza el Economic Value Added (EVA) que es igual al beneficio antes de intereses menos el coste del capital necesario para generar dicho beneficio:

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{IC}$$

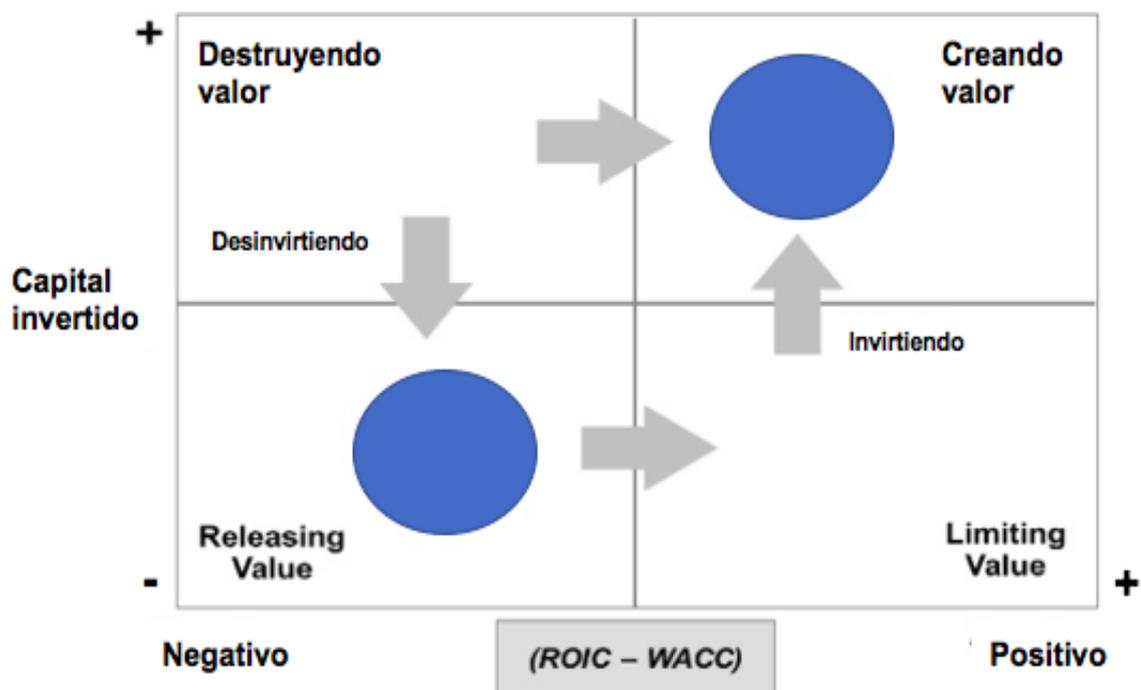
Donde:

ROIC= retorno sobre el capital invertido  
IC= capital invertido

“El inversor debe recibir como mínimo la misma rentabilidad que recibiría en inversiones de riesgo similar efectuadas en los mercados de capitales. Si ello no es posible, aunque la firma obtenga beneficios o flujos de caja positivos, destruiría valor” (Dumrauf, 2001)

“En el momento en que el EVA es positivo, la empresa está obteniendo en sus inversiones una rentabilidad superior al coste de capital; por lo que es esta diferencia la que se constituye en creación de valor adicional para el accionista” (Dumrauf, 2001).

GRÁFICO 6: Explicación gráfica ROIC-WACC



Fuente: Elaboración propia con datos de Mputrawal, 2015

Lo que nos quiere decir este gráfico es que cuando la diferencia entre el ROIC y el WACC es negativa se está destruyendo valor desinvirtiendo el capital invertido. Si, por lo contrario, la diferencias entre estas dos medidas es positiva porque el ROIC es mayor que el WACC, quiere decir que se está creando valor con el capital invertido.

Los inversores al realizar este tipo de operaciones buscan obtener unos resultados acordes a los objetivos propuestos. Distinguimos tres tipos de resultados:

1. Valor conservado: los retornos de la inversión son iguales a los retornos esperados, es decir, los accionistas obtienen lo que buscaban. La inversión tiene un valor neto actual de 0. El inversor gana unos retornos “normales”.
2. Valor creado: esto ocurre cuando los retornos de la inversión son mayores que los retornos requeridos y, por lo tanto, se obtiene un valor neto actual positivo. El inversor obtiene una riqueza mayor de la esperada.

3. Valor destruido: en este caso los retornos de la inversión son menores de los esperados. El inversor pudo hacer una inversión mejor con el mismo riesgo.

### Riesgos de las M&A

Siempre que se efectúan este tipo de transacciones llevan consigo unos riesgos. Nadie asegura el éxito de la operación ni que se vaya a crear valor. Lo ideal como comentábamos en el punto anterior es que el ROIC sea mayor que el WACC para que se genere valor para los accionistas y la operación sea exitosa.

Para ello, es necesario llevar a cabo un buen análisis previo en cuanto a la valoración de la empresa que se va a adquirir para saber cuánto vale y no pagar más de su valor en cuanto a la prima se refiere. También hay que tener en cuenta si tiene ventajas competitivas, posibilidades de crecimiento, analizar a los competidores, cuál es su cuota de mercado, si se producen sinergias y ver si el valor de la operación resultante es mayor que el de las dos empresas por separado.

A continuación, vamos a poner un ranking realizado en el año 2016 con la calificación de ejecutivos sobre el top 15 en cuanto a riesgos de M&A clasificándolos según el número en el que se encuentran en el ranking, el tipo de riesgo y la categoría (Allocca, 2016):

TABLA 5: Top 15 riesgos de M&A

Rank.	Riesgo específico	Categoría
1.	Pago de operaciones en exceso	Valoración de la transacción
2.	Insuficiente DD	Equipo de operaciones
3.	Mantenimiento de la claridad estratégica	Equipo de operaciones
4.	Valoraciones actuales	Valoración de la transacción
5.	Asimilación de retos culturales	Personas/asuntos culturales
6.	Racionalidad específica de la transacción	Valoración de la transacción
7.	Ansiedad de los empleados, moral	Personas/asuntos culturales
8.	Acceso limitado a la empresa objetivo	Valoración de la transacción
9.	Subestimación de tiempos y recursos requeridos para las sinergias	Equipo de operaciones

10.	Insuficiente rigor financiero en la DD	Valoración de la transacción
11.	Subestimación en la integridad del trabajo	Equipo de operaciones
12.	Captación de sinergias no es una prioridad para el equipo operativo	Equipo de operaciones
13.	Capacidad operativa del equipo de gestión de la empresa objetivo	Equipo de operaciones
14.	Capacidad de la infraestructura de IT y costes de transición	Equipo de operaciones
15.	Inconsistente plan y ejecución de F&A	Equipo de operaciones

Fuente: elaboración propia con información de Allocca, 2016

Como podemos ver en el ranking, el que ocupa el primer lugar es lo que comentábamos en los párrafos anteriores sin haber visto este gráfico de que uno de los mayores riesgos es pagar una prima mayor de la que se debería. Después de haberlo encontrado nos ha parecido que se ven de una manera clara y ordenada los riesgos con los que nos podemos encontrar al hacer una operación de fusión y adquisición.

La integración post-deal también es un factor de riesgo muy importante para que la operación termine siendo exitosa. Se considera el mayor impedimento para que una fusión genere valor.

Otro riesgo con el que nos encontramos actualmente es la incertidumbre económica tanto a nivel nacional como a nivel internacional. Que es lo que va a pasar finalmente con la independencia de Cataluña puede ser un ejemplo a nivel nacional y el Brexit o la subida de tipos de interés en EEUU, así como las posibles medidas proteccionistas que se podrían llegar a implantar podrían ser ejemplos a nivel internacional.

### Métodos de pago

Dentro de las operaciones de fusiones y adquisiciones existen dos métodos de pago sobre los que hemos hablado antes brevemente y lo haremos ahora más en profundidad: caja o acciones. Hay en muchos casos en los que se hace una mezcla de los dos. Normalmente el que más se suele preferir es pagar con caja.

Después de haber analizado unas tablas que aparecen en el libro “Applied Mergers and Acquisitions” sobre el volumen de transacciones de M&A desglosadas según su método de pago, nos damos cuenta de que el 80% de las operaciones desde 1990 hasta 2002 han sido pagadas con caja siendo éstas entre un 40% y 80% en dólares.

El tamaño de la operación afecta al método de pago. En operaciones pequeñas la caja es el método que predomina, en cambio en operaciones muy grandes se suele pagar con acciones.

El uso de acciones varía según el ciclo económico en el que se encuentre la operación de compra o de venta. Se suele utilizar más el pago con acciones cuando la bolsa está en una época alcista, como por ejemplo cuando lo estuvo entre 1998-2000 donde se puede ver el aumento de uso de acciones como método de pago reflejado en las tablas del libro mencionado anteriormente.

Uno de los objetivos de este trabajo es saber si el método de pago afecta o no a la creación de valor de una operación de F&A. Muchos estudios a lo largo de todos estos años dicen que la forma de pago está relacionada con una gran diferencia en los resultados obtenidos. Para poder comprobarlo se han hecho diferentes tipos de investigaciones:

- a) Estudios sobre las reacciones a corto plazo del inversor a anuncios.

En una operación de este tipo los accionistas del lado de la venta obtienen muchos beneficios, pero estos beneficios difieren según el tipo de pago. Si se paga con caja los beneficios son mayores que si se hace con acciones.

Por otro lado, los accionistas del lado de la compra también obtienen diferentes beneficios. Cuando lo hacen con caja los beneficios son de cero a positivo, mientras que si es con acciones los beneficios obtenidos son negativos.

- b) Estudios sobre los resultados a largo plazo después de que una operación haya sido cerrada.

Centrándose en resultados financieros publicados y dos estudios, Loughran and Vijh (1997) dicen que no hay evidencia de que el comportamiento operativo varía según el método de pago empleado. Centrándose en la rentabilidad obtenida por los inversores afirman que hay una diferencia muy grande cuando analizan una operación cinco años después de que se haya cerrado.

Esta diferencia se traduce en que cuando el método es acciones por acciones los retornos superan los 14,5%, en cambio cuando es con caja la rentabilidad es de 90,1%. Se dice que esta gran diferencia puede ser porque el pago con acciones se considera un poco oportunista, es decir, solo se utiliza este método de pago cuando las acciones del comprador están sobrevaloradas en el mercado.

- c) Estudios transversales sobre los conductores que llevan a que haya diferencias en los beneficios.

Han et al. (1998) y Asquith et al. (1987) afirman que las grandes operaciones pagadas con caja tienen unos retornos más positivos que las grandes transacciones pagadas con acciones que suelen tener unos retornos más negativos. Emery y Switzer (1999) encontraron que los impuestos, el tamaño, la cantidad de caja o la capacidad de deuda inutilizada son unos conductores significantes (Bruner, 2004).

Hayn (1989) compara los retornos de los compradores y de los vendedores en operaciones tributables y no tributables. Normalmente las transacciones gravables suelen ser con caja mientras que las que no lo son suelen ser con acciones. Yook (2000) encontró que los cambios en la calificación de bonos de las empresas estaban muy relacionados con los retornos obtenidos.

- d) Análisis de factores que revelan las características de quienes pagan con caja o en acciones.

Se suele pagar con acciones cuando una transacción es amistosa, cuando la cotización de las acciones del comprador es alcista, cuando el propietario no está

concentrado, cuando la transacción es grande o cuando el comprador tiene menos caja.

Este estudio concluye con tres explicaciones generales sobre por qué el método de pago tiene un gran efecto en los retornos de los accionistas:

1. Minimización de costes. En este punto los impuestos cobran un papel importante. Cuando en una operación se permite al comprador la reducción de impuestos genera valor para los accionistas. Esto suele pasar cuando se paga con caja en vez de con acciones.
2. Costes de agencia y supervisión/seguimiento. Los prestamistas tienen un importante papel en cuanto a la certificación y seguimiento. Según Bharadwaj and Shivdasani (2013) los anuncios de los compradores sobre los retornos de las ofertas están relacionados positivamente con la fracción del valor de la adquisición financiada por deuda bancaria.
3. Información asimétrica. Es muy posible que los directores de la empresa tengan una visión más clara sobre el verdadero valor de la empresa que los accionistas públicos. Esto quiere decir que los precios del mercado pueden ser distintos al valor intrínseco de la firma y presentan oportunidades de arbitraje interesantes. Myers and Majluf defiende su hipótesis de que se emitirán nuevas acciones solo cuando la firma está sobrevalorada y eso será un signo negativo para inversores públicos sobre las creencias privadas de las personas conecedoras.

Consideraciones que hay que tener en cuenta a la hora de escoger el método de pago:

TABLA 6: Consideraciones a la hora de escoger el medio de pago

<b>Diferentes perspectivas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vendedores: inversión</li> <li>- Compradores: financiación</li> </ul>
<b>Competidores</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Estrategia</li> <li>- Importante el método de pago escogido</li> </ul>
<b>Impuestos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Caja: accionistas de la venta obtienen un mejor pago por la exposición inmediata a los impuestos</li> </ul>
<b>Control</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Caja: no afecta</li> <li>- Acciones: si afecta</li> </ul>
<b>Resultados financieros publicados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Caja: reduce menos EPS</li> <li>- Acciones: reduce más EPS</li> </ul>
<b>Financiación</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Caja: consume la flexibilidad financiera</li> <li>- Acciones: crea flexibilidad financiera</li> </ul>
<b>Coste de transacciones</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Caja: coste de 1/3% (bancos)</li> <li>- Acciones: gastos de corretaje</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia con información del libro "Applied M&A"

**Sección IV: Análisis de cómo estudia la academia las operaciones de M&A según su medio de pago y reflexiones en cuanto a su metodología**

#### 4. ANÁLISIS DE CÓMO ESTUDIA LA ACADEMIA LAS OPERACIONES DE M&A SEGÚN SU MEDIO DE PAGO Y REFLEXIONES EN CUANTO A SU METODOLOGÍA

Análisis base de datos realizado

TABLA 7: Base de datos sobre lo que ha estudiado la academia

Autor	Año	Título Paper	Operaciones analizadas	Geografía	Periodo	Qué incluye
<b>Song and Walking</b>	1993	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	153	EEUU	1977-1986	Relación entre el personal de dirección y la probabilidad de convertirse en un objetivo
<b>Song and Walking</b>	1993	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	153	EEUU	1977-1986	Efecto del personal de dirección en los retornos de los accionistas objetivo
<b>Hansen</b>	1987	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	106	EEUU	1976-1978	Los compradores prefieren un intercambio de acciones, aunque los activos de la empresa objetivo estén sobrevalorados
<b>Travlos</b>	1987	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	n.a	EEUU	1972-1981	El intercambio de acciones como medio de pago suele resultar en pérdidas significativas para los accionistas de las empresas licitantes
<b>Cornet and De</b>	1991	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	132	EEUU	1982-1986	Los retornos anormales a los accionistas de las empresas de licitación son positivos y significativos al nivel del 1% para el efectivo, la participación y la combinación de los dos métodos
<b>Harris, Franks and Mayer</b>	1987	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	2500	EEUU, RU	1955-1985	Los accionistas que se preocupan por pagar los impuestos de las plusvalías estarán dispuestos a aceptar la oferta de intercambio de acciones

Autor	Año	Título Paper	Operaciones analizadas	Geografía	Periodo	Qué incluye
<b>Huang and Walking</b>	1987	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	204	EEUU, RU	1977-1982	El pago de impuestos por oferta en efectivo, intercambio de acciones y la combinación de los dos son 29.3%, 14.4% y 23.3%
<b>Amihud, Lev and Travlos</b>	1990	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	209	EEUU	1981-1983	Los principales funcionarios y directores de la empresa que poseen el 11% de las acciones de la compañía prefieren pagar con caja, mientras que para los que tienen menos del 7% en manos de ellos prefieren con acciones
<b>Song and Walking</b>	1993	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	153	EEUU	1977-1986	La empresa con una menor propiedad gerencial es más probable que sea un objetivo de adquisición
<b>Ghosh and Ruland</b>	1988	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	212	EEUU	1981-1989	Financiamiento de intercambio de acciones, la propiedad gerencial promedio de las empresas objetivo es significativamente mayor
<b>Martin</b>	1996	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	846	EEUU	1979-1988	Los impuestos obtenidos por el uso de variables como la propiedad institucional de acciones ordinarias y algunos otros indicadores económicos principales no varían del 10%
<b>Grullon, Michaely and Swary</b>	1997	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	146	EEUU	1981-1990	El tamaño relativo de la empresa objetivo no es significativo al nivel del 5% en ninguna de sus regresiones
<b>Ghosh and Ruland</b>	1998	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	n.a	EEUU	n.a	El tamaño relativo de la empresa objetivo no difiere significativamente para las alternativas de pago en su modelo logit
<b>Martin</b>	1996	What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals	103	RU	1990-1999	Un buen rendimiento en el mercado de valores en general da lugar a la financiación de acciones con mayor preferencia

Autor	Año	Título Paper	Operaciones analizadas	Geografía	Periodo	Qué incluye
<b>Faccio and Lang</b>	2002	The choice of payment method in European M&A	5232	Europa	1997-2000	63% tiene un solo gran accionista que controla directa o indirectamente al menos el 20% de sus votos
<b>Gadhoun, Lang and Young</b>	2003	The choice of payment method in European M&A	3607	EEUU	n.a	28% tiene un gran accionista que controla el 20% o más de sus votos
<b>Amihud, Lev and Travlos</b>	1990	The choice of payment method in European M&A	n.a	EEUU	1978-1988	Las participaciones en la gestión del comprador tienen un efecto negativo en el financiamiento de acciones en consonancia con un motivo de control corporativo
<b>Martin</b>	1996	The choice of payment method in European M&A	n.a	EEUU	1978-1988	Las participaciones en la gestión del comprador tienen un efecto negativo en el financiamiento de acciones, en consonancia con un motivo de control corporativo
<b>Ghosh and Ruland</b>	1998	The choice of payment method in European M&A	n.a	EEUU	1978-1988	Las participaciones en la gestión del comprador tienen un efecto negativo en el financiamiento de acciones, en consonancia con un motivo de control corporativo
<b>Alexandridis, Fuller, Terhaar and Travlos</b>	n.a	Deal Size, Acquisition Premia and Shareholder Gains	3691	EEUU	1990-2007	Asociación entre el tamaño de las fusiones y adquisiciones y las primas de oferta
<b>Alshwer, Sivilkob, Zaiats</b>	2011	Financial Constraints and the Method of Payment in M&A	2739	EEUU	1985-2007	Los licitadores con limitaciones financieras, en promedio, tienen menos probabilidades de elegir efectivo y más probabilidades de utilizar acciones como método de pago que los postores no restringidos
<b>Geoffrey Meeks</b>	1977	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	233	RU	1964-1971	Las fusiones en su muestra sufrieron un "leve descenso en la rentabilidad"

Autor	Año	Título Paper	Operaciones analizadas	Geografía	Periodo	Qué incluye
<b>Ravenscraft and Scherer</b>	1987	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	471	n.a	1950-1977	La rentabilidad es de 1 a 2 puntos porcentuales menos para los adquirentes que para las empresas de control. La contabilidad de compras y la entrada en nuevas (es decir, líneas de negocios que se diversifican) están asociadas con importantes disminuciones en la rentabilidad
<b>Healy, Palepu, and Ruback</b>	1992	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	50	EEUU	1979-1984	El anuncio de retorno de acciones para las empresas fusionadas se asocia significativamente con la mejora en el rendimiento operativo posterior a la fusión, lo que sugiere que las ganancias anticipadas impulsan los precios de las acciones al anunciarse
<b>Ingham, Kran and Lovestam</b>	1992	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	146 empresas	RU	n-a	El 77% consideró que la rentabilidad aumentó a c/p después de la fusión; 68 % cree que la mejora de la rentabilidad se da a l/p
<b>Lys and Vincent</b>	1995	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	Acquisition of NCR Corporation by AT&T	EEUU	1991	Un conjunto de objetivos gerenciales que no eran consistentes con la maximización de la riqueza de los accionistas. Exceso de confianza gerencial o arrogancia. "Escalada de compromisos", un fenómeno psicológico que impulsa a los responsables de la toma de decisiones a seguir adelante a pesar de la información contraria
<b>Bruner</b>	1999	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	Merge AB Volvo with Renault	Europa	1993	La destrucción del valor se asoció con la incredulidad en las sinergias de las fusiones y con la transferencia del control a Renault

Autor	Año	Título Paper	Operaciones analizadas	Geografía	Periodo	Qué incluye
<b>Bruner and Eades, and Wruck</b>	1992, 1991	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	LBO of Revco D.S	EEUU	1986	El fracaso se asocia con el pago en exceso, el uso de un financiamiento con una deuda extremadamente alta y el mal comportamiento de la administración
<b>Kaplan, Mitchell, and Wruck</b>	1997	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	Cooper Industries' Acq. of Cameron Iron Works, and Premark's acq. of Florida Tile.	EEUU	1989	2 adquisiciones que experimentaron reacciones del mercado de acciones muy diferentes a sus anuncios (una positiva y otra negativa). Las entrevistas después del hecho revelaron que ninguna de las adquisiciones tuvo éxito en la creación de valor. Las causas fueron incentivos inapropiados, conocimiento incompleto del objetivo y la imposición de diseños organizacionales inapropiados en el objetivo
<b>Kaplan</b>	1989	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	Campeau's Acq. of Federated.	EEUU	1988	El valor de los activos de Federated se incrementó bajo la propiedad de Campeau hasta el momento de la presentación de bancarrota. Él no identifica la fuente de creación de valor, pero sugiere recortes de costes, venta de activos infrautilizados y beneficios fiscales
<b>Ruback</b>	1982	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	Dupont's Takeover of Conoco.	EEUU	1981	Dificultad que enfrentan todos los investigadores para explicar la creación de riqueza o la destrucción en ofertas individuales

Autor	Año	Título Paper	Operaciones analizadas	Geografía	Periodo	Qué incluye
<b>Jensen and Ruback</b>	1983	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	16	n.a	n.a	El retorno a los postores en las fusiones exitosas fue cero, y en las adquisiciones exitosas fue de + 4.0%. "La evidencia indica que las adquisiciones corporativas generan ganancias positivas, que los accionistas de la empresa objetivo se benefician, y que los accionistas de la empresa que hace la oferta no pierden"
<b>Weidenbaum and Vogt</b>	1985-1992	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	10	n.a	n.a	Los retornos negativos a los accionistas por las adquisiciones son muy frecuentes
<b>Datta, Pinches and Narayanan</b>	1992	Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker	41	n.a	n.a	Los postores ganan un rendimiento de menos de la mitad del 1%
<b>Travlos</b>	1987	Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests	182	EEUU	1964-1982	El pago con acciones genera retornos negativos para las empresas compradoras, mientras que si se paga con caja es cero o positivo
<b>Franks, Harris and Mayer</b>	1988	Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests	182	RU	1964-1982	El mayor rendimiento en ofertas con caja se encuentra en las adquisiciones de GB antes de que hubiera los impuestos sobre ganancias de capital
<b>Eckbo, Langohr</b>	1989	Information disclosure, method of payment, and takeover premiums: Public and private tender offers in France	256	Francia	1966-1982	Una revalorización mayor de las acciones objetivo en ofertas de efectivo refleja grandes ganancias de sinergias en esta categoría particular de ofertas
<b>Wansley, Lane and Yang</b>	1983	Information disclosure, method of payment, and takeover premiums: Public and private tender offers in France	n.a	EEUU	n.a	Una oferta pequeña induce a una revalorización de la empresa objetivo en una oferta de mercado de valores que puede reflejar un problema de medición

Autor	Año	Título Paper	Operaciones analizadas	Geografía	Periodo	Qué incluye
<b>Fuller, Neter and Stegemoller</b>	2001	What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions	3135	EEUU	1990-2001	Los postores tienen retornos significativamente negativos al comprar empresas públicas y retornos significativamente positivos al comprar empresas privadas o subsidiarias
<b>Mulherin and Reeves</b>	2000	What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions	1305	EEUU	1990-1999	Tanto las adquisiciones como las desinversiones crean riqueza, que se miden por la reacción combinada del precio de las acciones al anuncio
<b>Chang</b>	1998	What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions	281	EEUU	1981-1992	Comparación de los retornos del postor: no encuentra retornos anormales significativos para un período de dos días para 131 postores que adquieren objetivos privados con efectivo. Sin embargo, los postores que compran objetivos privados con acciones tienen un retorno significativo del 2,64%
<b>Hansen and Lott</b>	1996	What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions	252	EEUU	198-1991	Los compradores experimentan que cuando compras una firma privada obtienes un 2% más de retornos que una pública
<b>Schipper and Thompson</b>	1983	What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions	55 empresas	EEUU	1952-1968	Resultados anormales positivos del 13% hasta los 12 meses incluyendo el anuncio del programa de adquisición
<b>Huang and Walking</b>	1987	Target abnormal returns associated with acquisition announcements	204	EEUU, Asia	1977-1982	Las ofertas públicas ofrecen rendimientos significativamente más altos que las fusiones
<b>Gordon and Yagil</b>	1981	Target abnormal returns associated with acquisition announcements		EEUU	1948-1976	Mayores retornos para ofertas en efectivo que para ofertas de acciones
<b>Ismail</b>	2011	Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger...	336	EEUU	1985-2004	Las empresas objetivo también están más sobrevaloradas en la sub muestra de pago excesivo que en la de pago insuficiente

Autor	Año	Título Paper	Operaciones analizadas	Geografía	Periodo	Qué incluye
<b>Bernile</b>	2005	Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger...	324	EEUU	n.a	Informa que las previsiones de gestión de la sinergia promedian alrededor del 6% del valor combinado de las acciones y que los precios de las acciones capitalizan solo el 40% del valor incremental implícito
<b>Devos et.al</b>	2009	Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger...	264	EEUU	n.a	El cambio en el valor de las acciones entorno a los anuncios de fusión podría verse afectado por los cambios en el postor y los valores independientes del objetivo inducidos por el anuncio y otros factores, además de las sinergias
<b>Karampatsas, Petmezas and Travlos</b>	2012	Credit Ratings and the Choice of Payment Method in M&A	6819	EEUU	1998-2009	Los postores con una calificación crediticia (con mayor capacidad de endeudamiento) tienen mejor acceso a los mercados de deuda pública
<b>Karampatsas, Petmezas and Travlos</b>	2012	Credit Ratings and the Choice of Payment Method in M&A	6819	EEUU	1998-2009	Menores restricciones financieras de las empresas con una calificación crediticia (alta) porque implica mayor capacidad de endeudamiento
<b>Karampatsas, Petmezas and Travlos</b>	2012	Credit Ratings and the Choice of Payment Method in M&A	6819	EEUU	1998-2009	Caja como método de pago es una manera de incrementar la calidad crediticia
<b>Martynova, Reneeboog</b>	2008	What Determines the Financing Decision in Corporate Takeovers	1361	Europa	1993-2001	Los licitantes tienen preferencias sistemáticas por fuentes particulares de financiamiento que dependen de las características de su empresa (como los flujos de efectivo, capacidad de deuda, regulación de gobierno corporativo y oportunidades de crecimiento) y las características de la adquisición (tamaño relativo del objetivo, hostilidad, público o estado privado, etc.)

<b>Autor</b>	<b>Año</b>	<b>Título Paper</b>	<b>Operaciones analizadas</b>	<b>Geografía</b>	<b>Periodo</b>	<b>Qué incluye</b>
<b>Sudarsanam, Mahate, Freeman</b>	2001	Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence	543	RU	1983-1995	Los accionistas de adquirentes con un bajo valor de mercado experimentan rendimientos anormales mayores que los accionistas de adquirentes con un alto valor de mercados durante un período de 3 años
<b>Sudarsanam, Mahate, Freeman</b>	2001	Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence	543	RU	1983-1995	Las empresas glamorosas suelen pagar más en acciones que con caja
<b>Tolmunen and Torstila</b>	2005	Cross-Listings and M&A Activity: Transatlantic Evidence	547	EEUU, Europa	n.a	Las empresas europeas que tienen una lista cruzada en EEUU tienen una probabilidad mayor de adquirir empresas estadounidenses que sus pares cotizadas en el mercado interno
<b>Alexandridis, Petmezas, Travlos</b>	2010	Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence	4577	Todos los continentes	1990-2007	Las operaciones financiadas con equity swaps no destruyen en general el valor para los adquirentes en países más allá de UUC
<b>Alexandridis, Petmezas, Travlos</b>	2010	Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence	4577	Todos los continentes	1990-2007	Los rendimientos de las adquisiciones están sujetos a ganancias de sinergia superiores solo para los swaps de acciones, lo que implica simplemente una redistribución de las ganancias del adquirente al objetivo en otros tipos de transacciones
<b>Campbell, Ghosh and Sirmans</b>	2001	The Information Content of Method of Payment in Mergers: Evidence from Real Estate Investment Trusts (REITs)	86	EEUU	1994-1998	Los anuncios de fusión financiados con acciones que involucran targets públicos inducen efectos de valoración negativos para los accionistas de la firma adquirente
<b>Ling and Ryngaert</b>	1977	The Information Content of Method of Payment in Mergers: Evidence from REITs	86	EEUU	1994-1998	Cambio en el capital de REIT fue el uso de Umbrella Partnership REIT (sociedad limitada)

<b>Autor</b>	<b>Año</b>	<b>Título Paper</b>	<b>Operaciones analizadas</b>	<b>Geografía</b>	<b>Periodo</b>	<b>Qué incluye</b>
<b>Cornet and De</b>	1991	Medium of Payment in Corporate Acquisitions: Evidence from Interstate Bank Mergers	132	EEUU	1982-1986	Mayores retornos para las ofertas en efectivo que en acciones. La prima asociada con efectivo es una compensación por la carga impositiva impuesta a los accionistas de la empresa objetivo
<b>Ghosh and Ruland</b>	1998	Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention	212	n.a	1981-1989	Las adquisiciones de acciones están asociadas con una alta propiedad gerencial de las empresas objetivo
<b>Ghosh and Ruland</b>	1998	Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention	212	n.a	1981-1989	La retención de puestos por parte de los gerentes de las empresas objetivo es más común en las adquisiciones con acciones
<b>Travlos</b>	1987	Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns	167	EEUU	1972-1981	Las firmas de licitación bursátiles muestran que sus accionistas experimentan pérdidas significativas al anunciarse la adquisición
<b>Travlos</b>	1987	Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns	167	EEUU	1972-1981	Las empresas de licitación de financiamiento en efectivo muestran que sus accionistas obtienen tasas de rendimiento "normales" en el período de anuncio
<b>Travlos</b>	1987	Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns	167	EEUU	1972-1981	Los resultados basados en ofertas no exitosas indican que las de bolsa están asociadas a retornos anormales negativos independientemente del resultado de la oferta
<b>Wansley, Lane and Yang</b>	n.a	Abnormal Returns To Acquired Firms By Type of Acquisition and Method of Payment	203	EEUU	1970-1978	Ingresos anormales a los accionistas de las empresas adquiridas alrededor del día del anuncio de la fusión por diferencias sistemáticas entre los tipos de fusión y el método de pago
<b>Wansley, Lane and Yang</b>	n.a	Abnormal Returns To Acquired Firms By Type of Acquisition and Method of Payment	203	EEUU	1970-1978	Los retornos a los accionistas bidder son mayores en fusiones horizontales o verticales que en conglomeradas

Fuente: elaboración propia

Para llevar a cabo este análisis de cómo estudian otros autores las operaciones de M&A según el medio de pago utilizado y poder sacar de su metodología unas reflexiones, hemos seleccionado una serie de papers que nos parecían interesantes, estaban relacionados con el tema que queremos estudiar y de donde podemos sacar información suficiente para poder llegar a conclusiones analizando los datos.

Una hoja de Excel ha sido la herramienta utilizada para poder elaborar nuestra base de datos con una tabla de una manera ordenada y limpia. Al fin y al cabo, Excel te permite ordenar los datos por columnas de mayor a menor o viceversa, por orden alfabético, volverlos a cambiar pudiendo trabajar de una manera fácil con los datos para realizar un buen análisis de éstos y sacar unas reflexiones adecuadas para conseguir los objetivos propuestos para este TFG.

Para poder llevar a cabo un buen análisis nos hemos planteado una serie de preguntas que nos van a ayudar a interpretar la tabla: cómo hacen los análisis los demás autores en los papers, en que años han realizado los estudios, cuantos años suelen coger, como son las muestras que utilizan, analizan muchas operaciones o pocas, de que país son las operaciones, que analizan en cada informe, cuáles son los objetivos que persiguen o las consecuencias que conllevan.

El análisis realizado por el autor o autores de cada paper es diferente el de uno al de los otros, aunque tienen muchas cosas en común. Nosotros nos hemos centrado principalmente en ver qué era lo que analizaban para llegar a las conclusiones a las que llegaban. O bien en la introducción o bien en el apartado de “data simple” del paper aparecía cuantas operaciones habían estudiado, en qué países, de qué base de datos o lugar las habían sacado, si eran operaciones públicas o privadas, etc.

De los 37 títulos que teníamos en un principio como propuesta para analizar, nos hemos quedado con 21 porque los restantes no pudimos conseguirlos o no nos aportaban nada de la información que necesitábamos. Los papers estudiados recogen un total aproximado de 80 autores distintos y de varias nacionalidades donde hay varios de ellos se repiten entre los distintos papers.

La gran mayoría de los papers seleccionados tratan sobre los métodos de pago utilizados en operaciones de fusiones y adquisiciones, de qué depende y que es lo que determina el escoger un método u otro, como son los retornos que se reciben si se paga con caja o con acciones centrados principalmente en países de Europa como Francia y Reino Unido o en EEUU.

La información aportada por los 80 autores que aparecen en los papers es desde el año 1977 hasta el 2014. Desde el 1977 hasta el 1989 tenemos 22 muestras, del 1990-1999 contamos con 26 y desde el año 2000 hasta el 2014 con 18. Lo que podemos ver con esto es que prácticamente tenemos el mismo número de datos para cada década, lo cual consideramos que es bueno ya que es bastante homogéneo.

Hay papers en los que los escritores han analizado desde una operación más en profundidad como puede ser la fusión de AB Volvo con Renault hasta otros que han utilizado para su estudio 6819 adquisiciones del Thomson Financial SDC M&A Database. La media de las operaciones analizadas entre todos los autores sería de 1200 adquisiciones aproximadamente, pero este dato no nos convence mucho ya que hay una gran diferencia entre el mínimo (1) y el máximo (6819) en cuanto a número de operaciones. Una media más real podría ser alrededor de 350 transacciones analizadas para poder sacar una conclusión.

Por ejemplo, la muestra del paper “Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker” realizada por el autor Bruner sobre la fusión de AB Volvo con Renault llega a la conclusión de que la destrucción de valor está asociada a la desconfianza de las sinergias que se puedan generar finalmente en las fusiones y el traspaso de control a Renault. Ésta es algo más específico ya que se están basando en una sola operación.

Si tenemos en cuenta las 6819 transacciones que han tenido lugar en EEUU analizadas por Karampatsas, Petmezas and Travlos en el paper “Credit Ratings and the Choice of Payment Method in M&A” afirman que los compradores que tienen una calificación crediticia (por ejemplo, alta capacidad de deuda) tienen mejor acceso a los mercados públicos de deuda. También sostienen que pagando con caja es una manera de incrementar la calidad crediticia.

Con esto, lo que vemos es que las agencias de rating tienen una gran responsabilidad al dar las calificaciones ya que eso va a permitir acceder a determinadas cosas que pueden ser positivas para una empresa y también vemos que según el método de pago que se utilice puede hacer que la calificación mejore o empeore.

Normalmente, son más de una persona los autores de los informes que a su vez han analizado también lo que han estudiado otros. Cada publicación obtiene información de distintas personas y dependiendo lo que quieran analizar lo obtienen de un estudio pasado u de otro. Como son varias las fuentes que utilizan, no todas las operaciones que se analizan en un mismo paper son de un mismo año o la duración de las mismas es de solo un año, nosotros hemos incluido una columna en nuestra base de datos con el periodo.

Cuando decimos periodo, nos referimos al total de años en los que el autor del paper ha incurrido para poder llevar a cabo su investigación teniendo en cuenta lo explicado en el párrafo anterior. Hay muestras en las que solo es un año, mientras que hay otras donde se han utilizado una media de 25 años, siendo la gran mayoría con un periodo de diez años aproximadamente.

Las geografías más predominantes en nuestra base de datos son Europa en general, destacando países como Francia, Gran Bretaña, España, países del norte de Europa, Estados Unidos y un informe trata sobre operaciones realizadas en Asia.

Lo que hemos podido comprobar es que cada autor o grupo de autores, o bien se centran en estudiar operaciones que solo se habían hecho en Europa, o bien solo en EEUU. Por el contrario, también había otros papers que contaban con varias muestras de distintos autores donde si seleccionaban operaciones a la vez de Reino Unido y EEUU.

De dónde más operaciones hay analizadas es en Estados Unidos. Suponemos que será principalmente porque es un país muy grande, donde a lo largo de los años se han cerrado en total un número elevado de operaciones de fusiones y adquisiciones y de las que más información hay o más fácil acceso tienen para poder hacer un estudio sobre ellas.

En la base de datos solo tenemos una muestra del paper “Target abnormal returns associated with acquisition announcements” realizada por los autores Huang and Walking los cuales analizan 204 operaciones realizadas en Asia y en EEUU donde se llega a la conclusión de que las ofertas públicas tienen unos retornos mayores que las adquisiciones.

Con el párrafo anterior, lo que se quiere destacar es que solo una muestra de toda la base de datos incluye operaciones en Asia, es decir, casi no se han analizado transacciones en este continente y creemos que podría ser un mercado muy interesante a tener en cuenta.

En el paper “Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence”, los autores Alexandridis, Petmezas, Travlos estudiaron operaciones de países de todos los continentes para llegar a las conclusiones de que las operaciones financiadas con acciones no destruyen en general el valor para los adquirientes en países más allá de UCC (Código Uniforme de Comercio).

Para escoger la forma de pago hay que tener en cuenta una serie de consideraciones como puede ser la asimetría de la información ya que a la hora de fusionarse o adquirir otra empresa ninguna de las dos partes cuenta con la misma información porque no le conviene a la hora de su estrategia. Después de nuestras investigaciones los compradores que tienden a ofrecer el pago con acciones suele ser porque las acciones están sobrevaloradas y cuando lo hacen con caja es porque están infravaloradas.

Los impuestos es otra consideración que se debería de tener en cuenta a la hora de escoger el método de pago de una transacción ya que según Huang and Walking el pago de impuestos por una oferta en efectivo, intercambio de acciones y la combinación de los dos son del 29.3%, 14.4% y 23.3% respectivamente. También se dice que los accionistas que se preocupan por pagar los impuestos de las plusvalías estarán dispuestos a aceptar la oferta de intercambio de acciones (Harris, Franks and Mayer, 1987).

Por otra parte, el rendimiento financiero también es otro factor importante a tener en cuenta. En el paper “Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker”

Ingham, Kran and Lovestam hicieron un análisis a 146 empresas donde el 77% afirmaban que la rentabilidad aumentó a corto plazo después de la fusión, mientras que el 68 % cree que la mejora de la rentabilidad se da a largo plazo. Geoffrey Meeks sin embargo, dice que las fusiones sufrieron un leve descenso en cuanto a la rentabilidad que proporcionan si se compara con la que daban hace unas décadas.

Los retornos es otro tema sobre el que hablan mucho todos los autores que están incorporados en nuestra base de datos. Se podría decir que es una medida muy importante sobre la que todos estudian para ver si es mejor pagar en efectivo o acciones en cuanto a la creación de valor para los accionistas.

Cornet and De (1991) concluyen que son mayores los retornos de las ofertas en efectivo que en acciones. Argumentan que la prima asociada con una oferta en caja es una compensación por la mayor carga impositiva impuesta a los accionistas de la empresa objetivo.

Bruner, Eades y Wruck defienden que el fracaso se asocia con el pago en exceso, el uso de un financiamiento con una deuda extremadamente alta y el mal comportamiento de la administración. Jensen y Ruback afirman que el retorno a los postores en las fusiones exitosas fue cero y en las adquisiciones exitosas fue de + 4.0%. La evidencia indica que las adquisiciones corporativas generan ganancias positivas, que los accionistas de la empresa objetivo se benefician, y que los accionistas de la empresa que hace la oferta no pierden.

### [Reflexiones sobre la base de datos realizada](#)

Aunque a medida que se ha ido explicando el análisis sobre los datos que se encuentran en nuestra base de datos hemos ido comentando algunas cosas a la vez, queremos explicar más detenidamente las reflexiones a las que hemos llegado en este apartado.

Después de haber realizado esta investigación sobre lo que ha estudiado la academia desde hace cuarenta años hasta hace cuatro sacamos la reflexión de que la gran mayoría de los autores llegan a las mismas conclusiones porque analizan

operaciones en un periodo de tiempo parecido y en EEUU o Reino Unido, por lo tanto, muchas de las operaciones estudiadas serán las mismas.

Por otro lado, creemos que lo que dicen está bien, pero también hay que tener en cuenta por ejemplo los años en los que se cerraron las operaciones refiriéndonos a la situación económica o política en la que se encontraba el país en ese momento, porque eso puede afectar para bien o para mal a las conclusiones a las que se lleguen, así como a la creación o no de valor para los accionistas de la empresa.

También incluiríamos operaciones más recientes en el estudio porque actualmente nos encontramos en una época en la que se están dando muchos cambios en la organización y gestión de las empresas, que como hemos visto afecta a la creación de valor, así como cambios también en la tecnología que pueden hacer que las empresas sean más eficientes y obtengas unos retornos mayores.

Después del boom de operaciones de fusiones y adquisiciones que se ha producido al superarse la crisis económica, consideramos que desde el 2014 hasta la propia actualidad se han cerrado operaciones muy importantes e interesantes que pueden ayudar a completar un buen estudio sobre este tema. Son operaciones que se han producido por el propio crecimiento económico y por el apetito de inversores tanto nacionales como extranjeros de invertir en España.

También consideramos importante que se estudien operaciones de países asiáticos porque en nuestra base de datos solo contamos con una muestra que haya tenido en cuenta operaciones de F&A en Asia. Podría ser muy interesante porque la manera de hacer negocios y su cultura es muy distinta a la que nosotros estamos acostumbrados.

A su vez, podría hacer que la muestra varíe mucho, así que habría que estudiar más en profundidad si incluir operaciones de este tipo de países donde las empresas están muy reguladas por el estado puede ser una buena idea o no.

Con esto también tiene que ver uno de los riesgos que veíamos en la F&A sobre la integración. Muchas veces ésta falla porque las culturas de las empresas son distintas ya que se encuentran en diferentes zonas geográficas donde la manera de hacer las

cosas y pensar es distinta y si se conociesen mejor las culturas se podría generar más valor.

Teniendo presente el método de pago según lo que hemos sacado del estudio realizado, las empresas objetivo prefieren que se les pague con caja. Por otro lado, sí que afecta de qué manera se paga para la creación de valor en una operación de este tipo si tenemos en cuenta la asimetría de la información, la variación del pago de impuestos o en qué países se pague ya que los retornos puedan variar.

Para terminar con las reflexiones, nosotros pensamos que, si las han analizado bien, pero que deberían de tener en cuenta lo que hemos comentado en los párrafos anteriores porque consideramos que eso va a permitir hacer un mejor estudio y conclusiones, así como tener en cuenta también lo que comentaremos en el apartado siguiente ya que está relacionado con este.

**Sección V: Propuesta de mejora en la metodología a estudiar**

## 5. PROPUESTA DE MEJORA EN LA METODOLOGÍA A ESTUDIAR

### Definición de operación transformacional

Lo que tratamos de estudiar en este TFG es qué método de pago se supone que es mejor a la hora de la creación de valor para los accionistas, es decir, qué crea más valor, pagar con caja o con acciones. Para esta sección he contado con ayuda e información de mi tutor Jesús Reglero.

Después de haber analizado lo que han estudiado otros autores y como han llegado hasta sus conclusiones, vamos a explicar nosotros unas propuestas más específicas de cómo mejorar la metodología a estudiar en las siguientes líneas, aclarando el concepto de operación transformacional.

En primer lugar, nos vamos a centrar en analizar operaciones teniendo en cuenta lo que ha sido la operación en sí para la propia empresa. Lo que se quiere ver es si solo esa operación ha creado valor para los accionistas o no desde el momento en que se anuncia hasta que pasa un año. Más concretamente, es ver qué impacto ha generado sin tener que haber realizado otra transacción ese mismo año ni haber hecho nada más relevante de manera interna.

Con una operación transformacional nos referimos a aquella que durante el año siguiente al anuncio de la transacción se ha centrado en cerrar la operación teniendo en cuenta varias condiciones hasta su cierre. Éstas son: integrar la compañía adquirida llevando a cabo la reestructuración que sea necesaria, no realizar operaciones que puedan tener impacto en el precio de la acción y que no haya cambios dentro de la organización de la empresa ni del equipo directivo ni de los accionistas.

Para poder incluir una transacción dentro del concepto de operación transformacional tiene que cumplir unas condiciones determinadas:

- Ser una transacción de adquisición siendo la empresa absorbente la que permanezca por motivos de tamaño o por el control dependiendo del acuerdo al que se haya llegado.
- La compañía absorbente ha de tener un tamaño determinado para que no necesite tener que hacer otra operación a mayores para poder seguir estando viva dos años después de haber realizado la operación transformacional. En esta situación el precio de la acción va a indicar el verdadero impacto de la operación transformacional sobre la compañía.
- Ha de haber un entendimiento profundo y en detalle sobre la misma. Para ello, es necesario contar con una información completa para poder realizar un buen análisis que permita llegar a unas conclusiones de calidad.
- Las operaciones tienen que tener lugar en países occidentales como Europa o EEUU siendo a su vez compañías cotizadas que se rijan por un entorno empresarial de libre mercado, no como China u Oriente Medio que hay muchas empresas estatales que cuentan con el apoyo del gobierno y de organismos públicos.

### Propuesta de cómo analizar si una operación transformacional ha creado o destruido valor

Después de haber analizado como ha estudiado la academia la creación de valor en operaciones de fusiones y adquisiciones teniendo en cuenta el método de pago utilizado desde la década de los 70 hasta el año 2014 mayormente en EEUU y Europa, vamos a hacer una propuesta de cómo se podría mejorar lo que se ha estado haciendo hasta ahora a nuestro juicio.

Cabe destacar que nuestro principal objetivo es saber que método de pago es mejor para crear valor a los accionistas de una empresa, si pagar con caja o con acciones. Por otro lado, lo que se quiere ver es si se puede implantar una teoría sobre cuándo y en qué tipo de situaciones es más recomendable aplicar un método u otro.

La primera parte de la propuesta es escoger operaciones transformacionales siendo éstas operaciones de adquisición y que cumplan todos los requisitos mencionados en el apartado anterior (tamaño grande, información detallada, países occidentales).

También vamos a incluir operaciones de fusión cuando se ve claramente la diferencia entre la empresa adquiriente y la adquirida.

Dentro de las diferentes formas de crear valor con una operación de fusión o adquisición nos vamos a centrar en tener en cuenta el método de pago como principal variable independiente a nuestro estudio.

Teniendo en cuenta el concepto “creación de valor” no vamos a enfocar en el valor cara a los accionistas medido con magnitudes financieras como por ejemplo medidores de retorno absoluto para los accionistas, incremento del beneficio por acción o la revalorización bursátil.

Para medir la creación de valor vamos a tener en cuenta la evolución del precio de la acción, los dividendos que paga la empresa y los múltiplos de cotización. La evolución de éstos depende tanto de factores internos (empresa) como de externos (mercado).

### Ejemplo Anheuser-Busch InBev

Anheuser-Busch InBev (AB InBev) es una empresa multinacional belga fundada por Carlos Brito en 2014 a través de la adquisición de la cervecera estadounidense Anheuser-Busch. Se le conoce por ser el mayor fabricante de cerveza a nivel mundial con una cuota del mercado aproximadamente del 25%.

Se encuentra distribuida geográficamente en 30 países, emplea a unos 12000 trabajadores y produce varias marcas de cervezas a distinto nivel: global, local y mejicana como Budweiser, Corona Extra, Stella Artois y Beck's, Skol, Brahma, Quilmes, Labatt's Blue, Negra Modelo y Modelo Especial.

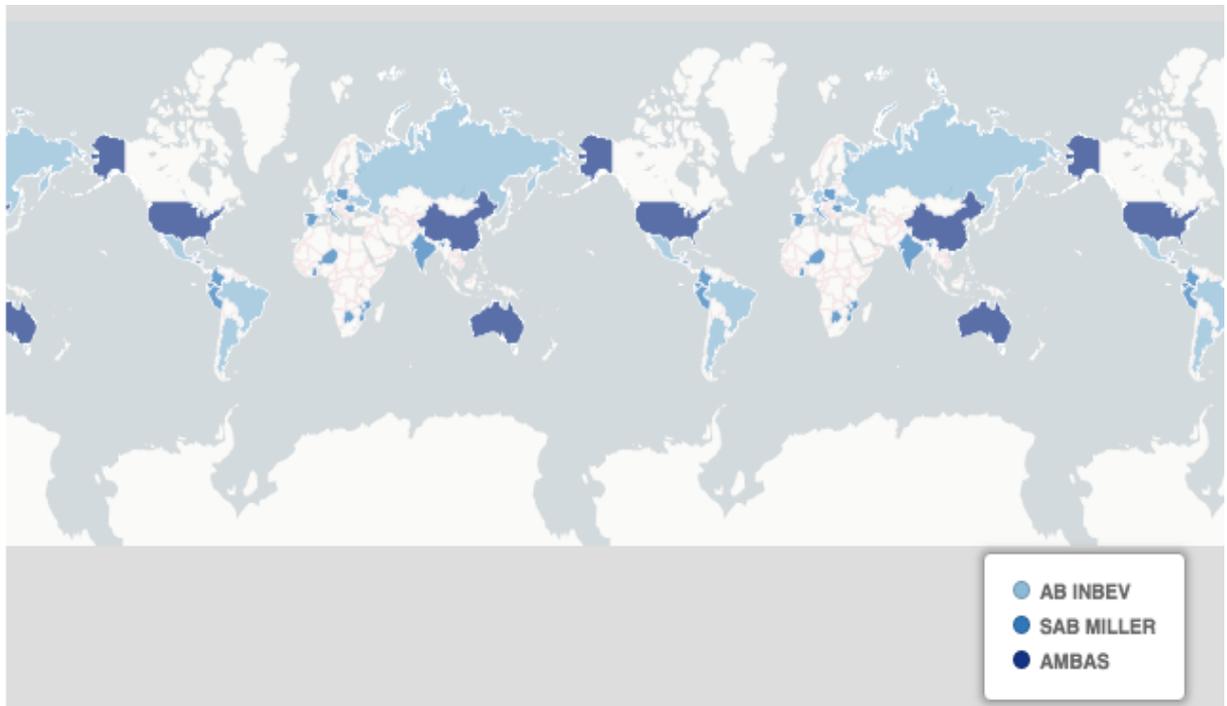
Se ha escogido el ejemplo de esta empresa con la adquisición de SABMiller porque creemos que es un caso de operación transformacional donde expondremos a continuación sus características.

- Se ha convertido en la primera cervecera del mundo después de comprar SABMiller finalmente a mediados del año 2016 aunque su anuncio fue en 2015.

- Se considera la mayor operación del sector, de las cinco más importantes del mundo al combinarse las dos mayores cerveceras por cuota de mercado y de las que más deuda ha asumido.
- La transacción se paga por un importe de 95.200 millones de euros en metálico y asume la deuda de SABMiller ascendiendo la operación a un total de 112.000 millones de euros.
- La firma pagó a los accionistas de SABMiller 62 euros en efectivo por cada título en su poder. El precio por acción es un 50% mayor que el de su cotización cuando se empezó la transacción.
- Tuvo una prima atractiva y un buen retorno para los accionistas.
- Se comenta que la operación de fusión ha permitido tener unas sinergias de 1.300 millones de euros al año y controla un tercio de las ventas según el periódico El País.
- Esta fusión ha propiciado oportunidades de crecimiento dando una mejor posición a los accionistas, trabajadores, proveedores y acreedores.
- Lo motivos de esta operación son de “eficiencia económica, estratégicos y otros” (Daniel , 2017):
  - Sinergias operativas
  - Reducción en la variabilidad de beneficios
  - Entrada en regiones atractivas
  - Ampliar la gama de productos
  - Consolidación como una de las principales empresas de bienes de consumo del mundo
  - Sinergias directivas
  - Confianza de los directivos por integraciones pasadas
  - Sinergias de Responsabilidad Social Corporativa

Consideramos que este caso es un ejemplo de operación transformacional porque cumple todos los requisitos que expusimos en el apartado de “definición de operación transformacional”. Es una transacción de adquisición permaneciendo la absorbente, Ab Inbev cuenta con un tamaño suficiente como para no tener que hacer más operaciones en los años siguientes a la adquisición y se encuentra distribuida geográficamente mayormente en países occidentales como se puede ver en el gráfico siguiente.

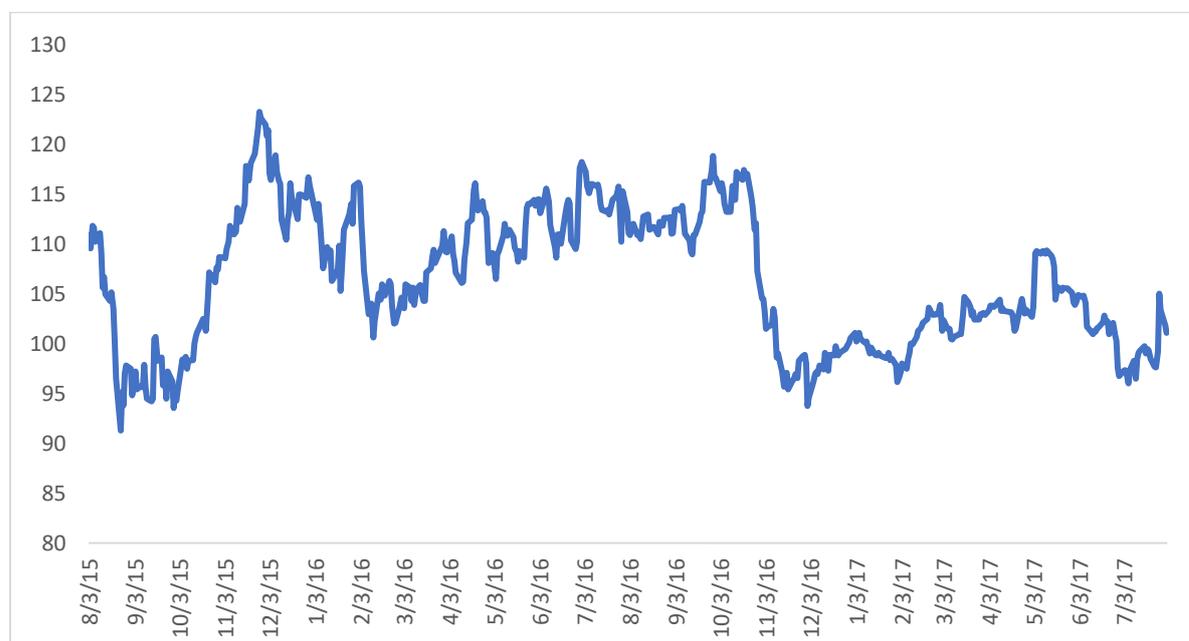
GRÁFICO 7: Distribución geográfica de AB Inbev y SABMiller



Fuente: OpenStreetMap, 2015

Una vez que se han cumplido las condiciones, vamos a tener en cuenta la evolución del precio de la acción donde se puede ver de manera clara en el gráfico 8 que mostramos a continuación.

GRÁFICO 8: Evolución AB Inbev 2015-2017



Fuente: Elaboración propia

En el momento del anuncio de la adquisición de SaBMiller por AB Inbev el precio sufrió una gran bajada, pero después volvió a subir manteniéndose relativamente estable hasta septiembre que fue alrededor de la fecha en la que se cerró la operación donde volvió a bajar otra vez.

Se ha realizado un estudio sobre la posibilidad de que hubieran hecho más operaciones después de esta adquisición y no ha habido una de igual importancia o tamaño ni parecida a esta. Cualquier otra operación que se ha llevado a cabo después ha sido muy pequeña.

Por lo tanto, lo que se quiere concluir es que finalmente se ha creado valor para los accionistas con esta operación transformacional, los precios se han mantenido relativamente estables y el método escogido para el pago de esta transacción ha sido efectivo.

## **Sección VI: Conclusiones**

## 6. CONCLUSIONES

Después de haber realizado este trabajado de investigación sobre la creación de valor para los accionistas de las empresas en operaciones de fusión y adquisición según el método de pago utilizado, hemos llegado a varias conclusiones.

En primer lugar, es una realidad que las transacciones de este tipo están creciendo en nuestro país y en todo el mundo en cuanto a número de operaciones y a su valor. Se puede ver de una manera evidente en el gráfico 1. Esta razón nos ha ayudado a obtener información de una manera más fácil.

En segundo lugar, cada vez son más las empresas que acuden a este tipo de operaciones para crecer. Lo que se quería estudiar con este TFG es si se crea o no valor de esta manera teniendo en cuenta el medio de pago empleado.

Aunque varios digan que se destruye valor, nosotros con este estudio y análisis vemos que la gran mayoría defiende la creación de valor y más si el pago se ha realizado con caja ya que los retornos obtenidos son mayores que con acciones. Cabe destacar la importancia que tiene el proceso de integración para que la operación acabe siendo exitosa.

En tercer lugar, hemos descubierto que cada vez hay más facilidades para poder realizar una transacción de este tipo como puede ser al acceso a financiación alternativa por poner un ejemplo ya que se han comentado otras muchas más a lo largo de este TFG. Las empresas suelen realizar operaciones de M&A para acceder a otros mercados, crear nuevas líneas de negocio o por la tecnología. Tampoco hay que olvidarse de tener en cuenta los riesgos que pueden llevar consigo.

En cuarto lugar, el método de pago tiene un gran peso en este trabajo. El tamaño de la operación afecta al medio de pago empleado. También hay que tener en cuenta las reacciones a corto plazo del inversor a anuncios, los resultados a largo plazo después de que una operación haya sido cerrada, los estudios transversales sobre conductores que llevan a diferencias en los beneficios o los análisis de factores que revelan las características de quienes pagan con caja o acciones.

El medio de pago tiene un gran efecto en los retornos de los accionistas si se tiene en cuenta la minimización de costes, la información asimétrica y los costes de agencia y supervisión/seguimiento. Para escoger el método de pago hay que tener presente las diferentes perspectivas de las dos partes de la operación, los competidores, los impuestos, el control, los resultados financieros publicados, la financiación y el coste de la transacción entre otros.

En quinto lugar, en cuanto a la base de datos realizada concluimos que para saber si una operación ha creado o no valor según su medio de pago hay que tener en cuenta el país, el año de la operación, los retornos obtenidos, que método de pago se ha utilizado, la rentabilidad esperada, cuantas operaciones se han estudiado hasta llegar a las conclusiones, en qué periodo, los ratings o los impuestos.

En sexto lugar, creemos que para saber qué método de pago es mejor para crear valor a los accionistas de la empresa hay que seleccionar operaciones transformacionales cumpliendo éstas las condiciones mencionadas. Para medir la creación de valor hay que tener en cuenta la evolución del precio de la acción, los dividendos que paga la empresa o los múltiplos de cotización entre otras magnitudes.

En último lugar, el ejemplo de la adquisición de SABMiller por AB Inbed muestra un caso real de algo que nosotros consideramos una operación transformacional cumpliendo los requisitos propuestos.

## Bibliografía

- Allocca, S. (2016). Obtenido de <http://ww2.cfo.com/ma/2016/12/top-15-risk-factors-ma/>
- Bruner, R. F. (2004). *Applied Mergers & Acquisitions*.
- D. V. (2017). *Guerras y Navas*. Obtenido de [http://www.guerrasynavas.com/pdf/FDE2\\_AP-7.28.pdf](http://www.guerrasynavas.com/pdf/FDE2_AP-7.28.pdf)
- Dias, C. (2017). Obtenido de [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/01/12/empresas/1484236262\\_996585.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/01/12/empresas/1484236262_996585.html)
- Dumrauf, G. L. (2001). Obtenido de <http://www.ucema.edu.ar/u/gl24/Slides/EVAUcema.pdf>
- Expansión. (s.f.). Obtenido de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/creacion-de-valor.html>
- García Mirón , R. (s.f.). *Abogae*. Obtenido de <http://www.abogae.com/alianzas-estrategicas-y-joint-ventures>
- Hernández, M. (2018). *El mundo*. Obtenido de El mundo: <http://www.elmundo.es/economia/vivienda/2018/01/23/5a67665ce2704e93248b468f.html>
- Hernandez, J. (2018). Obtenido de <https://www.euroresidentes.com/empresa/inversion-finanzas/fa-10-razones-que-motivan-estas-operaciones>
- KPMG. (2017). Obtenido de <https://home.kpmg.com/es/es/home/tendencias/2018/02/consolidacion-fusiones-adquisiciones-espana-2018.html>
- Larraz, J. R. (2015). Obtenido de <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/finance/articles/fusiones-y-adquisiciones-el-proceso-de-integracion.html>
- Larraz, J. R. (2015). *Artículo Fusiones y Adquisiciones*. Obtenido de Deloitte: <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/finance/articles/fusiones-y-adquisiciones-el-proceso-de-integracion.html>
- Neffa, G. (2015). *Saladeinversión.com*. Obtenido de El ABC para analizar Fusiones y Adquisiciones (M&A): <https://latin.tradingfloor.com/articulos/el-abc-para-analizar-fusiones-y-adquisiciones-ma-6635914>

- Ordinarias, A. (2016). Obtenido de <https://accionesordinarias.wordpress.com/2016/06/26/roic-wacc-y-crecimiento-conductores-de-valor/>
- Perella, J. R. (2004). *Applied Mergers & Acquisitions*. En R. F. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*. Wiley.
- Press, E. (2016). Obtenido de [http://www.expansion.com/agencia/europa\\_press/2018/01/16/20180116140021.html](http://www.expansion.com/agencia/europa_press/2018/01/16/20180116140021.html)
- Riopérez, J., & Faus, I. (2018). Obtenido de <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/es/pdf/2018/02/consolidacion-fusiones-adquisiciones-espana-2018.pdf>
- Ucha, A. P. (s.f.). *Fusiones & Adquisiciones de Empresas (M&A)*. Obtenido de <http://economipedia.com/definiciones/fusiones-y-adquisiciones-de-empresas-ma.html>

### Otras referencias

- Amihud, Y., Lev, B., & Travlos, N. G. (1990). Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisitions. *The Journal of Finance*, 45(2), 603-616.
- Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L., & Travlos, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, 20, 1-13.
- Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F., & Travlos, N. G. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 18(8), 663-688.
- Alexandridis, G., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2010). Gains from mergers and acquisitions around the world: New evidence. *Financial Management*, 39(4), 1671-1695.

Alshwer, A. A., Sibilkov, V., & Zaiats, N. S. (2011). Financial constraints and the method of payment in mergers and acquisitions.

Bruner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of applied Finance*, 12(1), 48-68.

Bruner, R. (2004). Where M&A pays and where it strays: A survey of the research. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), 63-76.

Campbell, R. D., Ghosh, C., & Sirmans, C. F. (2001). The information content of method of payment in mergers: evidence from real estate investment trusts (REITs). *Real Estate Economics*, 29(3), 361-387.

Canina, L., Kim, J. Y., & Ma, Q. (2010). What we know about M&A success: A research agenda for the lodging industry. *Cornell Hospitality Quarterly*, 51(1), 81-101.

Cornett, M. M., & De, S. (1991). Medium of payment in corporate acquisitions: evidence from interstate bank mergers. *Journal of Money, Credit and Banking*, 23(4), 767-776.

Cox, R. A. (2006). Mergers and Acquisitions: A review of the literature. *Corporate Ownership & Control*, 3(3), 55-59.

Chang, S. (1998). Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns. *The Journal of Finance*, 53(2), 773-784.

Dutta, S., Saadi, S., & Zhu, P. (2013). Does payment method matter in cross-border acquisitions?. *International Review of Economics & Finance*, 25, 91-107.

Eckbo, B. E., Giammarino, R. M., & Heinkel, R. L. (1990). Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests. *The Review of Financial Studies*, 3(4), 651-675.

Eckbo, B. E., & Langohr, H. (1989). Information disclosure, method of payment, and takeover premiums: Public and private tender offers in France. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 363-403.

Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388.

Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.

Ghosh, A., & Ruland, W. (1998). Managerial ownership, the method of payment for acquisitions, and executive job retention. *The Journal of Finance*, 53(2), 785-798.

Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469-502.

Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *Journal of business*, 75-95.

Huang, Y. S., & Walkling, R. A. (1987). Target abnormal returns associated with acquisition announcements: Payment, acquisition form, and managerial resistance. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 329-349.

Ismail, A. (2011). Does the management's forecast of merger synergies explain the premium paid, the method of payment, and merger motives?. *Financial Management*, 40(4), 879-910.

Ismail, A., & Krause, A. (2010). Determinants of the method of payment in mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(4), 471-484.

Karampatsas, N., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2014). Credit ratings and the choice of payment method in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 25, 474-493.

Martin, K. J. (1996). The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership. *The Journal of finance*, 51(4), 1227-1246.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). Mergers and acquisitions in Europe.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2009). What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 290-315.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2011). The performance of the European market for corporate control: Evidence from the fifth takeover wave. *European Financial Management*, 17(2), 208-259.

Sudarsanam, S., & Mahate, A. A. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: the UK evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1-2), 299-342.

Swieringa, J., & Schauten, M. (2007). The payment method choice in Dutch mergers and acquisitions.

Tolmunen, P., & Torstila, S. (2005). Cross-Listings and M&A Activity: Transatlantic Evidence. *Financial Management*, 34(1), 123-142.

Travlos, N. G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *The Journal of Finance*, 42(4), 943-963.

Xin, Z., & China Securities Regulatory Commission. (2003). Do Mergers and Acquisitions Create Value: Evidence from Chinese Listed Companies [J]. *Economic Research Journal*, 6, 1-10.

Wansley, J. W., Lane, W. R., & Yang, H. C. (1983). Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment. *Financial management*, 16-22.

Wansley, J. W., Lane, W. R., & Yang, H. C. (1987). Gains to bidder firms in cash and securities transactions. *Financial Review*, 22(4), 403-414.

Yang, J., Qu, H., & Kim, W. G. (2009). Merger abnormal returns and payment methods of hospitality firms. *International Journal of Hospitality Management*, 28(4), 579-585.

Zhang, P. (2001). What really determines the payment methods in M&A deals.

