



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES
(ICAICA)

**PROCESO DE GENERACIÓN DE
VALOR EN FUSIONES Y
ADQUISICIONES**

Autor: José Felipe Carbonell García
Director: Dr. Rafael Muñoz Orcera

Madrid
Abril 2014

**José Felipe
Carbonell
García**

**PROCESO DE GENERACIÓN DE VALOR EN FUSIONES Y
ADQUISICIONES**



Resumen

En este trabajo se estudian las fusiones y adquisiciones como medios de generación de valor para las entidades que intervienen en ellas y para sus *stakeholders*. Asumiendo que la gestión de las empresas se basa en el principio de creación de valor, se analizan las fuentes de creación de valor, así como las motivaciones más inmediatas de las fusiones y adquisiciones, entre las que se destacan las sinergias, por la inmediatez de sus efectos. Tras el análisis de la literatura reciente más importante acerca de la materia, se pone de relieve la importancia del ROIC en la toma de decisiones de inversión. Por ello, se propone la utilización de árboles de ROIC para la identificación de sinergias, que serán posteriormente cuantificadas a través de diferentes ecuaciones. Se concluye que, a pesar de los riesgos que entrañan estas operaciones, mediante un análisis de escenarios preciso y una planificación detallada, serán una vía efectiva de generación de valor.

Palabras clave: proceso de generación de valor, valor generado, fusiones y adquisiciones, *M&A*, *stakeholders*, fuentes de valor, ROIC, sinergias, árbol de ROIC.

Abstract

This paper analyses mergers and acquisitions as value generation drivers for involved entities and their *stakeholders*. Assuming that company's management is based on value generation principle, value sources are analysed, as well as the most immediate motivations to undertake a merger or an acquisition, highlighting synergies, due to the immediacy of its effects. After analysing the most important recent literature related to the subject, it can be stated that ROIC plays an important role when deciding where to invest. For this reason, synergies will be identified through ROIC trees and then quantified through different equations. As conclusion, mergers and acquisitions will be an effective way for value generation, as long as an accurate scenario analysis and detailed scheduling is done to minimize the risks.

Keywords: value generation process, generated value, mergers and acquisitions, *M&A*, *stakeholders*, value sources, ROIC, synergies, ROIC tree.

Tabla de contenidos

1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. CONTEXTO	1
1.2. OBJETIVOS	2
1.3. CONCEPTOS Y ANTECEDENTES	3
1.4. VALOR GENERADO POR EL TRABAJO	9
1.5. ESTRUCTURA DEL TRABAJO	9
2. METODOLOGÍA	11
3. OBJETIVOS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	13
3.1. PRINCIPIO DE CREACIÓN DE VALOR	14
3.2. MOTIVACIONES INMEDIATAS	18
3.2.1. SINERGIAS	18
3.2.2. DIVERSIFICACIÓN	22
3.2.3. REALINEACIÓN ESTRATÉGICA	23
3.2.4. COMPRA DE ACTIVOS INFRAVALORADOS	26
3.2.5. CONSIDERACIONES FISCALES	26
3.2.6. OBTENCIÓN DE PODER DE MERCADO	29
3.2.7. OTROS MOTIVOS	30
4. ESTUDIO DEL VALOR GENERADO EN UNA FUSIÓN O ADQUISICIÓN A TRAVÉS DE LAS SINERGIAS	32
4.1. ANÁLISIS DEL RETORNO DE LA INVERSIÓN. ÁRBOL DE ROIC	32
4.2. ANÁLISIS DE LA TASA DE CRECIMIENTO DE LOS INGRESOS	37
4.3. CUANTIFICACIÓN DE SINERGIAS	40
5. RIESGOS EN EL PROCESO DE CREACIÓN DE VALOR	46
6. CONCLUSIONES	49
7. BIBLIOGRAFÍA	57
8. OTRAS REFERENCIAS	62

Tabla de ilustraciones

FIGURA I VOLUMEN Y VALOR DE FUSIONES Y ADQUISICIONES	2
FIGURA II ETAPAS HISTÓRICAS	4
FIGURA III VALOR PARA EL COMPRADOR Y VALOR PARA EL VENDEDOR.....	6
FIGURA IV INFORME DE CITACIONES	11
FIGURA V CORRELACIÓN ENTRE EL RENDIMIENTO TOTAL PARA EL ACCIONISTA (RTA) Y EL CRECIMIENTO DE EMPLEO	15
FIGURA VI VARIABLES GENERADORAS DE VALOR	16
FIGURA VII COMPONENTES DEL CRECIMIENTO Y APORTACIONES MEDIAS	17
FIGURA VIII GENERACIÓN DE VALOR DE LOS TIPOS DE CRECIMIENTO	17
FIGURA IX SINERGIAS EN FUNCIÓN DE LA PROBABILIDAD DE CAPTURA.....	21
FIGURA X ÁRBOL DE ROIC	34
FIGURA XI IDENTIFICACIÓN DE SINERGIAS A TRAVÉS DEL ÁRBOL DE ROIC	36
FIGURA XII ÁRBOL DE CRECIMIENTO 1	38
FIGURA XIII ÁRBOL DE CRECIMIENTO 2	39
FIGURA XIV ELEMENTOS ESENCIALES PARA LA MATERIALIZACIÓN DE SINERGIAS (<i>CORNERSTONES OF SYNERGY</i>).....	44
FIGURA XV EFECTO DE CAPACIDAD EN UNA FUSIÓN O ADQUISICIÓN CON VALOR ESPERADO POSITIVO.....	48

1. Introducción

1.1. Contexto

Situados al término de lo que algunos expertos como Zuckerman (2010), Wessel (2010) o Temin (2010) han denominado la Gran Recesión, las sociedades tratan de recomponerse en todos los ámbitos, incluido el económico. Para ello, las corporaciones buscan alcanzar un tamaño suficiente para poder acceder a financiación y competir en los mercados nacionales, y, especialmente en los internacionales, donde no se ha sufrido una crisis semejante a la de Europa y Estados Unidos, la mayor desde la Gran Depresión de 1929, según Castro Fernández (2013).

Esta situación ha obligado a las empresas a adaptarse a un entorno altamente competitivo y a crecer, para fortalecer su posición en el mercado. En la búsqueda de estos aspectos, la integración empresarial constituye una vía efectiva de concentración de empresas de distintas naciones, que permite a las sociedades adquirir con gran rapidez un ámbito internacional.

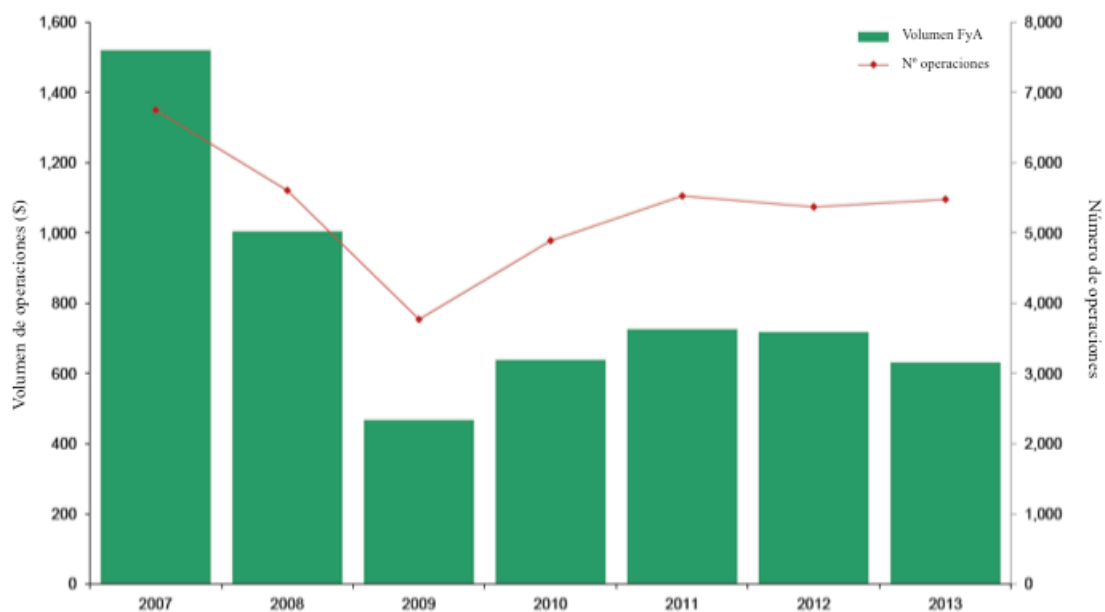
Las empresas actuales, no sólo persiguen maximizar el valor de sus accionistas, sino también el del resto de sus *stakeholders*. En la persecución de este valor, son fundamentales las fusiones y adquisiciones¹ como vehículos de crecimiento y expansión, como vías para aprovechar sinergias, ventajas fiscales, alcanzar una mayor diversificación o protegerse y fortalecerse frente a la actuación del resto de competidores.

Las fusiones se consagraron como operación básica durante la década de 1990, en que se produjo un *boom* fruto de la necesidad de ajuste, dada la situación de recesión proveniente de Estados Unidos. En Europa, se alcanzaron cotas máximas en cuanto a volumen de operaciones entre 2006 y 2007, para posteriormente caer, como se puede

¹ En adelante se empleará la abreviatura F&A.

observar en la figura I, cediendo el protagonismo a otras operaciones societarias de ajuste. Sin embargo, la etapa que comienza, se caracterizará por el acometimiento de fusiones transnacionales, que tratarán de alcanzar, no sólo economías de escala, sino una mayor presencia internacional, para poder conservar e incrementar la competitividad.

FIGURA I Volumen y valor de fusiones y adquisiciones



Fuente: Mergermarket M&A Tren Report: 2013 (2014:4)

1.2. Objetivos

El objetivo principal de este trabajo es estudiar las principales motivaciones de las F&A para las entidades involucradas y para sus *stakeholders*, estableciendo cuáles son las cuestiones a valorar al decidir llevar a cabo una operación de este tipo. Asimismo, se tratarán de identificar las fuentes principales de generación de valor.

Tomando las sinergias como motivación principal de las F&A, se tratará de desarrollar un sistema para identificarlas y cuantificarlas, con el objetivo de tenerlas en

cuenta, de la forma más precisa posible y así, no errar a la hora de calcular la prima a pagar.

Por último, se pondrán de relieve los riesgos más importantes que entrañan este tipo de operaciones para las entidades intervinientes, a los cuales habrá que prestar especial atención para evitar destruir valor.

Para alcanzar estos objetivos, es preciso fijar como sub-objetivos, el análisis de las teorías más importantes acerca de la materia, la valoración de las operaciones recientes más relevantes, así como las razones de su éxito o fracaso.

1.3. Conceptos y antecedentes

El crecimiento externo consiste en el incremento de la inversión de una empresa mediante la adquisición, participación o control de una parte o la totalidad de otra empresa ya existente, alcanzándose, como resultado, la integración empresarial (Iborra et al, 2010).

Por una parte, las adquisiciones consisten en la compra por parte de una empresa, de una participación en otra entidad, a través de la cual, adquiera el control. Ambas sociedades mantienen su personalidad jurídica al término de la operación. Por otro lado, las fusiones consisten en la combinación de dos empresas preexistentes, obteniendo como resultado, la desaparición de, al menos, una de ellas.

En el panorama español, se distingue entre las fusiones por absorción y las fusiones por creación de nueva empresa. Las primeras, se producen cuando una empresa, la adquirente, toma el control sobre otra empresa, entidad adquirida o *target*², la cual desaparece, perdiendo, por tanto, su personalidad jurídica. Sin embargo, si al término de la operación todas las entidades intervinientes desaparecen, apareciendo una nueva

² El término *target* es un anglicismo no admitido por la RAE, pero que será utilizado a lo largo del trabajo debido a que el término entidad adquirida, su equivalente en castellano, no es utilizado comúnmente en los estudios más importantes.

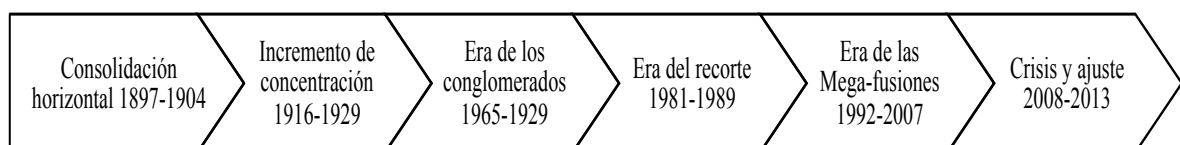
empresa a la que aportan todos los recursos, se trata de una fusión por creación de nueva empresa.

Resulta interesante ver las diferentes operaciones que se han agrupado bajo el término “fusiones y adquisiciones” en España y, sobre todo, en Estados Unidos, epicentro de este tipo de acciones. La *Model Business Corporation Act* estadounidense, en 1984, eliminó la distinción que se hacía hasta ese momento entre los términos *merger*, referido a la fusión por absorción, y *consolidation*, relativa a la fusión por creación de nueva empresa, de modo que ambas operaciones pasaron a estar englobadas bajo el único término de *merger* (Viscasillas, 2001).

Castillo y McAniff (2007) mantienen que, tanto la fusión como la adquisición, son vías para adquirir una compañía, caracterizándose por que, en la mayor parte de los casos, se puede distinguir entre la empresa adquirente y la *target* o entidad adquirida. Sin embargo, esto no se cumpliría en las fusiones entre iguales, en las que empresas de tamaño y valor similar se combinan, sin que sea una de las sociedades intervinientes la que ostente el control de la entidad resultante de la fusión. Desde un punto de vista operativo, existen notables diferencias entre una fusión y una adquisición, tales como, la estructura de la operación, la necesidad de voto de los socios, la repercusión en el mercado continuo e innumerables implicaciones legales.

Las F&A constituyen una de las operaciones básicas de nuestro mercado financiero, sobre todo desde la década de la recesión de 1990, en que se produjo un *boom* en Estados Unidos, que generalizó y animó al resto de mercados a realizarlas. A lo largo de la historia reciente, podemos distinguir seis etapas que deben ser destacadas, en relación con este tipo de operaciones.

FIGURA II Etapas históricas



Fuente: adaptado de DePamphilis (2008).

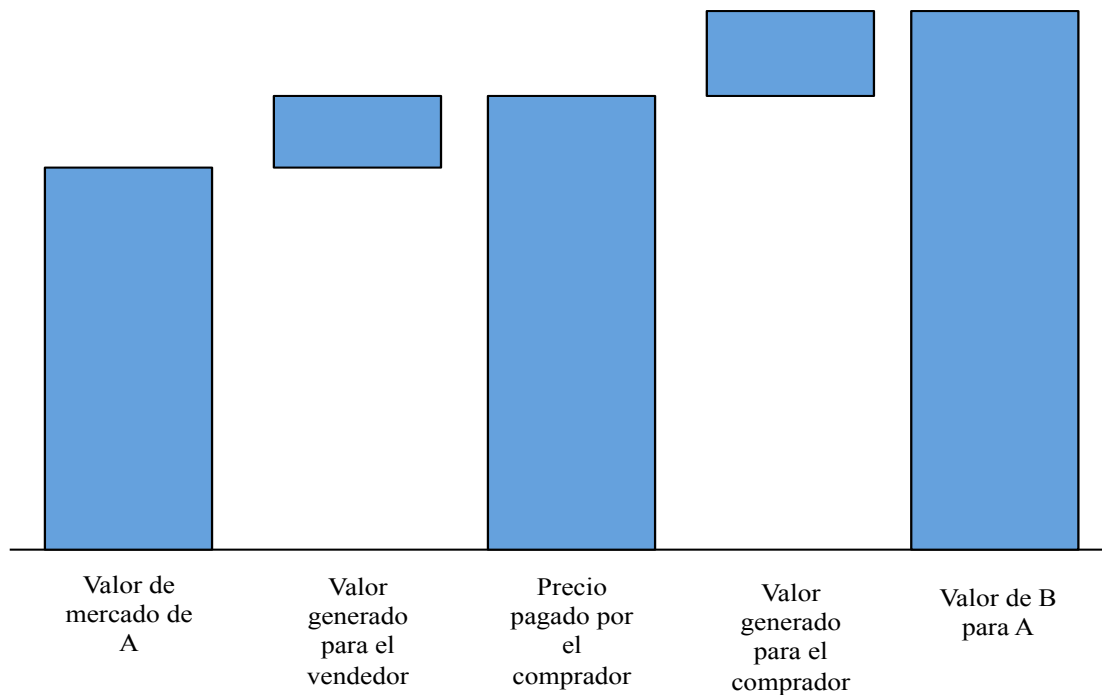
Como parte de la actividad de las empresas, las F&A también se han de regir por el principio general de creación valor. Este principio, además, permite clasificar las estrategias implementadas en éxito o fracaso.

La implementación de una estrategia, supone la toma de una decisión de tipo económico, consistente en realizar una inversión, con la que se espera recuperar los fondos invertidos, obtener una rentabilidad de ellos y, así, generar valor. El objetivo de toda operación económica es generar valor, reforzando la presencia de la compañía en los mercados, para incrementar la cuota y, por tanto, los ingresos; aprovechando las sinergias, alcanzando una mayor diversificación, aumentando el potencial de competitividad, adquiriendo activos infravalorados para aumentar la rentabilidad o incrementando el valor bursátil para superar a los competidores. Todo ello hará que se genere valor, no sólo para los accionistas, sino para el conjunto de los *stakeholders*.

Mascareñas (2005:2) afirmó que: “[c]omo la decisión de adquirir una compañía, o fusionarse con ella, es una decisión empresarial (de hecho es una de las decisiones más complejas que puede tomar un directivo por la gran cantidad de tiempo y dinero utilizados, y por las repercusiones que puede tener sobre los empleados, clientes, proveedores, etc.) debe realizarse sólo cuando haya importantes expectativas de aumentar el valor global de las empresas implicadas”.

Resulta importante distinguir entre el valor para el comprador, para el vendedor, el creado y el destruido. Todo ello viene determinado por el precio pagado por la compañía adquirente para la compra de la *target* y, específicamente, por la prima desembolsada, diferencia entre el precio pagado y el valor de mercado. Siendo A la *target* y B la entidad adquirente, en la figura III se puede observar como se distribuye el valor generado.

FIGURA III Valor para el comprador y valor para el vendedor



Fuente: elaboración propia

Se puede observar que el valor generado, depende del precio total que se pague, formado por el valor de mercado más la prima. El precio a pagar por la *target* estará siempre limitado al valor que la entidad adquirente le atribuya. El valor creado por la operación se refiere a todos los agentes del mercado y sería, la suma del valor para el comprador y del valor para el vendedor. En los casos en que, el precio pagado por B fuese superior al valor de B para A, se estaría destruyendo valor para la adquirente, mientras que si A aceptase recibir un precio por debajo de su valor de mercado, se estaría destruyendo valor para la entidad A, como entidad adquirida o vendedora.

A pesar de la teoría general expuesta anteriormente, hay autores, como Campa y Hernando (2007), que sostienen que las fusiones sólo generan valor para la entidad adquirente. Presentan como fundamento de esta teoría, la tendencia bajista que, según los autores, suelen sufrir las acciones de la *target* al anunciarse la fusión, lo cual haría que los accionistas de la entidad perdiesen. Sin embargo, en la mayor parte de los casos recientes, no se verifica esta teoría. Sirva como ejemplo, la evolución de la acción de Tesla Motors, Inc. entre los días 19 y 21 de febrero de 2014, que ganó un 8,24%, tras

anunciar la existencia de conversaciones con Apple, quien estaría interesada en adquirirla.

Los mismos autores, Campa y Hernando, en 2004 realizaron un experimento que pone en serias dudas su cambio de tendencia doctrinal y la teoría, anteriormente mencionada, de 2007. Sobre una muestra de 262 empresas de distintos sectores, que anunciaron F&A en Europa, entre 1998 y 2000, comprobaron como el mero anuncio se tradujo, en el mercado de valores, en retornos anormales acumulados del 9%. Resulta destacable la importancia de la regulación en este punto, puesto que se obtuvieron mayores retornos en las empresas de sectores no regulados, que en las de aquellos altamente reguladas por el gobierno. Entre estas últimas, incluso se llegaron a obtener retornos negativos, a pesar de tener presencia en distintos países, lo cual fue achacado a la influencia de las barreras, especialmente las culturales y legales, que junto con otros factores a considerar, pueden hacer fracasar la operación. Esto se traduce en una radical disminución del valor esperado de la operación.

Por su parte, Yong y Kim (2006) centraron su estudio en el análisis del valor que crean las F&A entre empresas del sector de Tecnologías de la Información (TI) y de otros sectores. Tomando una muestra de 170 empresas, vieron como, el mero anuncio de la operación provocó un incremento del valor de las empresas de TI en el mercado continuo. Estos incrementos de valor, son, claramente, generados por las expectativas. Sin embargo, en las empresas de sectores distintos, se obtuvieron retornos anormales, que acabaron por incrementar el valor de la empresa.

KPMG (2002) realizó un estudio que concluyó que sólo el 31% de las F&A incrementan el valor para los accionistas, mientras que el restante 69% ni genera ni destruye valor. La mayor parte de los estudios realizados antes del estallido de la crisis, concluyen que este porcentaje es un dato consistente, independientemente del sector, la localización geográfica y el periodo. Entre los más optimistas, se encuentra Corrales (2005), quien concluyó que las F&A han demostrado ser un medio significativo y creciente para alcanzar la diversidad y el crecimiento corporativo.

Sin embargo, contradiciendo las conclusiones de 2002, KPMG (2008) encontró, tras analizar 510 operaciones corporativas de escala mundial, que éstas, en media, sí generan valor. Entre ellas, las más productivas, son las motivadas por cuestiones como el aumento de la capacidad financieras, las ganancias derivadas de la distribución y el recorte de costes, siendo éstas últimas, las que proporcionaron mejores rentabilidades.

Saavedra et al (2012) reafirmaron esta teoría, sosteniendo que las F&A son una fuente importante de generación de valor, ya que promueven la evolución de las empresas implicadas y les permiten fortalecerse, para posicionarse en el mercado de forma más rápida que si esperan al desarrollo, a su ritmo habitual, permitiendo además, combinar los activos y unir las capacidades de las corporaciones. Por tanto, el crecimiento obtenido a través de este tipo de operaciones superará el ritmo de crecimiento orgánico de la compañía y fortalecerá su posición y competitividad en el mercado.

Se puede observar como, durante los últimos tiempos, ha habido controversias respecto al valor generado por las F&A, posiblemente llevados por el cambiante escenario económico.

El valor ha de medirse, no sólo en función de la rentabilidad que perciben los accionistas, sino también en relación con el incremento del bienestar de los consumidores y de la sociedad en general, la competitividad o la calidad del producto en el mercado, entre otros estándares. En primer lugar, las sinergias han de ser identificadas, para lo cual se propondrá el uso de árboles de ROIC. En segundo lugar, éstas habrán de ser cuantificadas para, posteriormente, poder llevar a cabo la valoración de la operación por medio de modelos alternativos como el *CAPM*, *Black & Scholes*, *DFC*, *EVA* o *FED*.

Este trabajo se centra en las dos primeras fases, la identificación y cuantificación de sinergias, como elemento esencial para la generación de valor en las F&A. Se tomará el

ROIC³ como indicador más adecuado y el principio generador de valor como eje director del estudio.

1.4. Valor generado por el trabajo

Este trabajo recopila las distintas posturas mantenidas por los autores respecto del principio de creación, como principio rector fundamental de las F&A. Se determinan cuáles son las fuentes más importantes de creación de valor en estas operaciones y cuál es la mejor forma de prever el valor generado por ellas, fundamentalmente a través de la medición de sinergias, para las entidades involucradas y sus *stakeholders*.

Una vez analizadas las motivaciones más inmediatas que llevan a las F&A, se propone un sistema para la identificación y cuantificación de sinergias, así como un método para la minimización de los riesgos en las F&A.

1.5. Estructura del trabajo

Este trabajo se compone de tres grandes bloques:

- i. Introducción: se plantea el contexto, los objetivos y el valor generado por el trabajo. Asimismo, se introducen los antecedentes y conceptos más importantes acerca de la materia.
- ii. Metodología: se hace una breve explicación del método empleado en la elaboración del presente estudio.
- iii. Contenidos: en primer lugar, se analizan el principio de creación de valor y las motivaciones más inmediatas de las F&A (sinergias, diversificación, realineación estratégica, compra de activos infravalorados, consideraciones fiscales y obtención de poder de mercado). En segundo lugar, se estudian las sinergias siguiendo el modelo de ROIC de McKinsey & Company Inc. Por último, se analizarán los factores de riesgos de estas operaciones.

³ *Return on invested capital (ROIC)*, medida del rendimiento de la empresa que depende, fundamentalmente, de los ingresos netos, los dividendos y el capital total de la empresa. Será más desarrollado a lo largo del trabajo al ser uno de los conceptos claves.

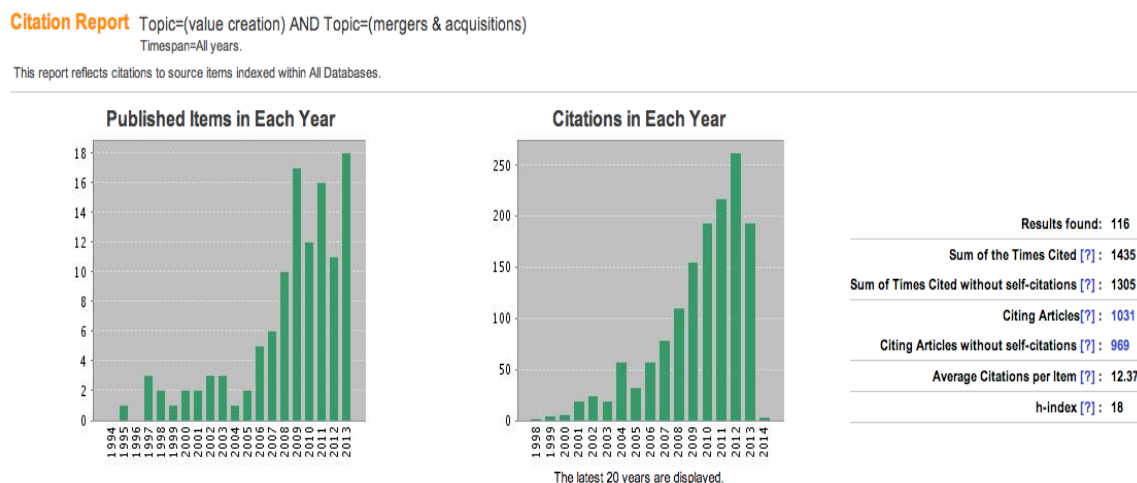
iv. Conclusiones: definiendo si las operaciones generan valor, cuáles son sus fuentes y cuál es el método más preciso para cuantificarlo.

2. Metodología

Para la consecución de los objetivos planteados, la metodología empleada ha consistido en la revisión de la literatura sobre la materia. Para ello, se han consultado las bases de datos Google Scholar, Dialnet, SSRN, JSTOR, Academic Search Complete, EconLit, Business Source Complete, Regional Business News, E-Journals, utilizando EBSCO e ISI Way of Knowledge como buscadores. Además, se ha recurrido a las bases bibliográficas de la biblioteca y hemeroteca de la Universidad Pontificia Comillas.

Entre los términos clave introducidos resultan destacables los resultados obtenidos con “value creation AND mergers & acquisition”, 507 documentos publicados entre 1981 y 2012 según EBSCO, 116 documentos a través de ISI Way of Knowledge, con “fusiones y adquisiciones “creación de valor”” en Google Scholar, con 1.520 documentos y con “fusiones y adquisiciones creación de valor” en Dialnet, con 12 documentos.

FIGURA IV Informe de citaciones



Fuente: ISI Way of Knowledge

Los 51 documentos consultados⁴, recogidos en la bibliografía, han sido leídos, en los fragmentos señalados, de forma crítica, comenzando por la introducción y las

⁴ Ver Bibliografía

conclusiones, antes de entrar en el cuerpo de cada uno, tratando de hacer comparaciones entre las informaciones dadas por cada uno de ellos.

Adicionalmente, se han consultado 14 documentos⁵, fundamentalmente artículos de revistas científicas, que no han sido citados expresamente en el trabajo, pero han sido de enorme ayuda para la adquisición de conocimientos acerca de la materia, así como para poder desarrollar una opinión crítica.

A lo largo del trabajo se siguen teorías de distintos autores, pero es necesario destacar la planteada por Koller et al (2010), que se utiliza como eje conductor del trabajo, y la expuesta por DePamphilis (2008, 2009), en la sección de motivaciones más inmediatas de las F&A.

⁵ Ver Otras referencias

3. Objetivos de las fusiones y adquisiciones

Se parte de la base de que el valor es el factor clave e indicador fundamental del rendimiento de las compañías, por ello se utiliza el principio de creación de valor como eje rector del trabajo. Koller et al (2010) sostienen que el valor, es la dimensión de medida fundamental en las economías de mercado, por lo que es utilizado para evaluar y juzgar a las empresas.

A través del valor generado, es posible medir el rendimiento de la empresa a largo plazo, teniendo en cuenta los intereses de todos los *stakeholders* y no sólo los de los accionistas. Es cierto que el valor es una variable difícil de cuantificar, y que la teoría, entraña el riesgo de generar burbujas o crisis, pero éstas, difícilmente podrán ser evitadas por medio de ningún otro modelo.

Algunas propuestas para explicar el acometimiento de F&A son la teoría de la eficiencia, la teoría del monopolio, la teoría de la valoración o la teoría imperial, las cuales acotan considerablemente el estudio de las motivaciones. La teoría de la eficiencia es la más similar y se centra en las sinergias como motivo principal. La del monopolio, por su parte, alega que lo que buscan las empresas por medio de las fusiones es poder de mercado, mientras que la teoría de la valoración dice que es una simple cuestión de que los directivos de las entidades adquirente tienen información de mayor calidad sobre el valor real de la entidad adquirida. Por último, la teoría imperial también apunta a los directivos como principales actores, pero esta vez es la intención de maximizar su propia utilidad personal la que llevará a la toma de decisiones (Koller et al, 2010). Como se podrá ver más adelante, esta es una cuestión sumamente peligrosa y que puede dar lugar al fracaso de la operación.

En cualquier caso, tal y como apunta Trautwein (1990), las F&A buscan la transferencia de riqueza y la generación de un beneficio para las entidades intervinientes y sus accionistas.

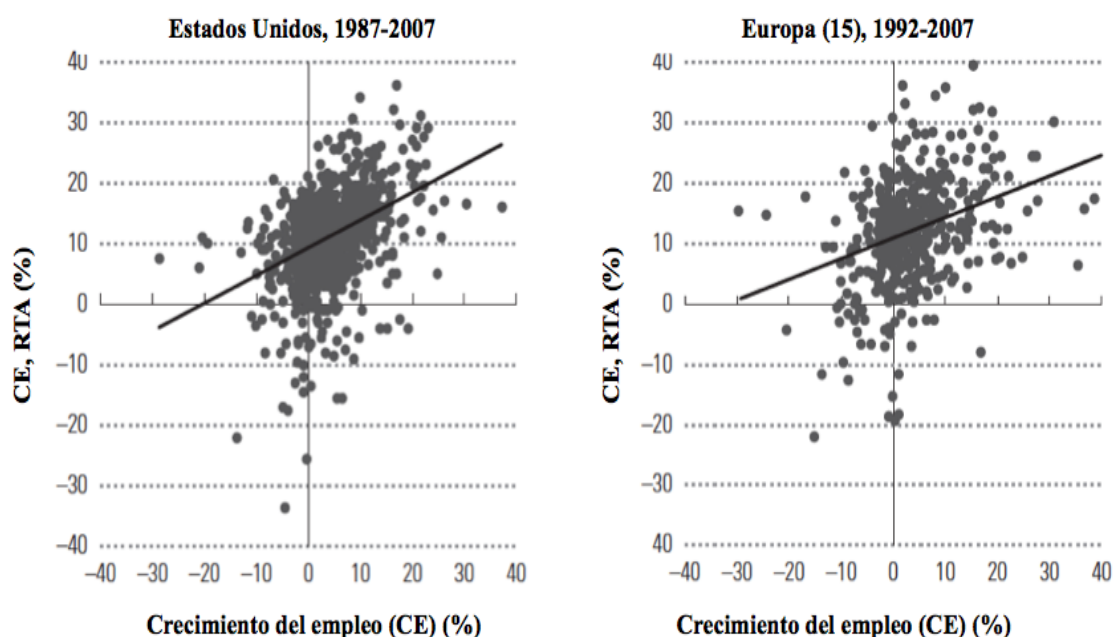
3.1. Principio de creación de valor

Este principio parte de la base que las compañías generan valor invirtiendo el capital que obtienen de sus inversores, para generar flujos de caja futuros a una tasa de retorno superior al coste de capital. Cuanto más rápida sea la generación de ingresos, y más atractiva sea la tasa de retorno, mayor valor se estará generando. Para que este proceso sea sostenible en el tiempo, la compañía ha de encontrar una ventaja competitiva que perdure y pueda ser defendida frente a sus competidores (Koller et al, 2010).

El eje fundamental que ha de regir la gestión de cualquier empresa es la creación de valor, entendiendo por valor, no sólo el que reciben los accionistas, sino la totalidad de *stakeholders* de la compañía. Hoy en día, ha quedado ampliamente superada la teoría en que Friedman exponía (1962:133) que “hay una y sólo una responsabilidad de la empresa: usar sus recursos en actividades encaminadas a maximizar sus beneficios, en la medida en que observe las reglas del juego, es decir, que actúe dentro de la libre competencia sin engaño ni fraude”.

No obstante, el valor para los accionistas sigue siendo fundamental, puesto que, de acuerdo con la mayor parte de las investigaciones recientes, las compañías que maximizan el valor para sus accionistas, también generan más puestos de trabajo como se observa en la figura V. Además, sus clientes están más satisfechos, y sus empleados tienen una percepción mejor del trato recibido y un mayor sentido de la responsabilidad corporativa que los de sus rivales (Koller et al, 2010). Como ventaja adicional, la competencia por creación de valor obliga a dar, tanto al capital humano, como a los recursos naturales, un uso eficiente, lo cual conllevará una mejora en la competitividad de la empresa.

FIGURA V Correlación entre el rendimiento total para el accionista (RTA) y el crecimiento de empleo



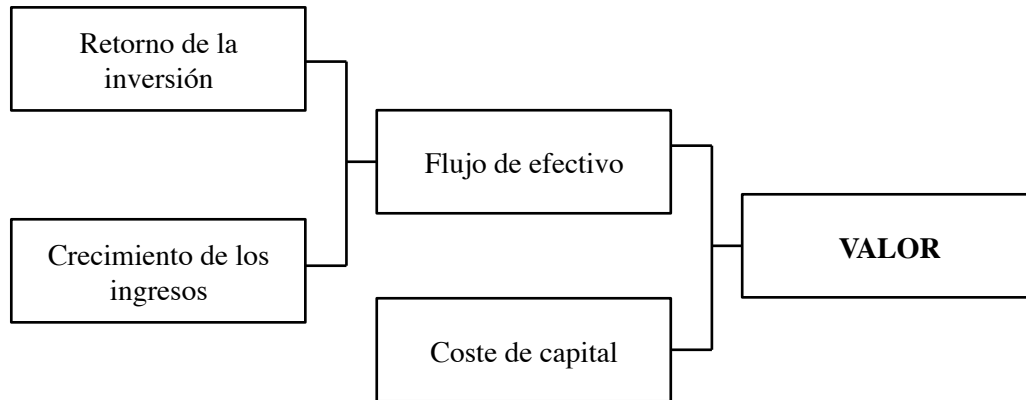
Fuente: Koller et al (2010:11)

No se debe dejar de lado que, la motivación principal por la que un accionista invierte en una empresa, es sacar rentabilidad, obtener valor económico a través de plusvalías y dividendos. Si la compañía no genera valor para el accionista, sus acciones y participaciones serán menos atractivas para los inversores. La ausencia de capital en la empresa supondrá su muerte en los mercados. Por tanto, es fundamental saber cómo y cuánto valor se crea en las compañías.

Las empresas procuran valor a sus accionistas invirtiendo en el momento actual para obtener una rentabilidad en el futuro. La cantidad de valor generado es la diferencia entre los rendimientos obtenidos y el coste de la inversión, teniendo en cuenta la fluctuación del valor del dinero a lo largo del tiempo y el riesgo que supone la inversión. Por tanto, el valor generado por una empresa dependerá, en última instancia, del retorno de la inversión, el crecimiento de los ingresos y la sostenibilidad de ambos en el largo plazo. Es común que muchos directivos se centren en los beneficios de la compañía, sin embargo, por medio de ellos, no se alcanza a ver el proceso de generación de valor de forma íntegra, puesto que dos compañías con los mismos

beneficios podrán estar generando distintos flujos de efectivo si su tasa de reinversión es distinta (Koller et al, 2010).

FIGURA VI Variables generadoras de valor



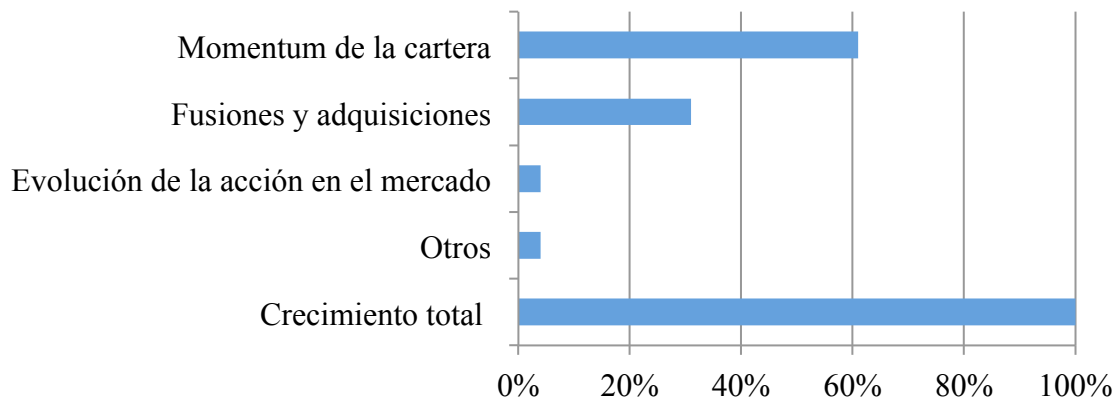
Fuente: adaptado de Koller et al (2010:18)

Entre los elementos reflejados en la figura VI, existe una relación muy estrecha y que ha sido ampliamente estudiada. Hoy en día, se toma por válida la teoría de Koller et al (2010), que establece que la tasa de inversión es igual al cociente entre el crecimiento y el retorno de la inversión, ambos en términos porcentuales.

$$\text{Tasa de inversión} = \frac{\text{Tasa de crecimiento (\%)}}{\text{Tasa de retorno de la inversión (\%)}}$$

Toda operación que haga que una entidad crezca, ya sea en tamaño, facturación o cuota de mercado, implica creación de valor. Sin embargo, la opción que entrañe el mayor crecimiento, no tiene porqué ser necesariamente la que proporcione una mayor creación de valor. En las siguientes figuras se puede observar en qué medida contribuyen las F&A al crecimiento, y qué valor generan los distintos tipos de crecimientos.

FIGURA VII Componentes del crecimiento y aportaciones medias



Fuente: Viguerie et al (2011:32)

FIGURA VIII Generación de valor de los tipos de crecimiento

Valor creado	Tipo de crecimiento
↑ Sobre la media ↓	<ul style="list-style-type: none"> • Generación de nuevos mercados, por medio de nuevos productos • Convencer a consumidores actuales para comprar más • Captación de nuevos clientes
↑ Media ↓	<ul style="list-style-type: none"> • Obtención de cuota en mercados en expansión • Adquisiciones complementarias para acelerar el crecimiento por producto
↑ Por debajo de la media ↓	<ul style="list-style-type: none"> • Obtención de cuota de mercado procedente de los competidores, por medio de una mayor innovación • Obtención de cuota de mercado procedente de los competidores, por medio de precio y promoción del producto • Grandes adquisiciones

Fuente: elaboración propia

El principio de creación de valor, se basa en el principio de conservación de valor, que sostiene que todo aquello que no genera flujos de efectivo o flujos de caja, no

genera valor. No obstante, la generación ha de ser efectiva, no puede proceder de cuestiones tales como el tratamiento contable, y los flujos de efectivo han de ser disponibles para la empresa, para que se esté generando valor de forma efectiva. Este principio fue enunciado por Brealey y Myer's (2007), pero aplicado por primera vez en la segunda mitad del s. XX, por Modigliani y Miller (1958), para tratar de averiguar cómo los directivos pueden utilizar la estructura de capital, para incrementar el precio de las acciones. Por ello, se habrán de tener en cuenta cuestiones como impuestos, coste de la deuda, generación y flujos de caja o términos en el repago de la deuda para determinar el valor, efectivamente generado. Todos estos aspectos son considerados a la hora de especificar los motivos concretos de las fusiones, que se describen a continuación.

3.2. Motivaciones inmediatas

Una vez delimitada la generación de valor como objetivo último que se persigue a través de las F&A, se procede a explicar, brevemente, cuales son los motivos inmediatos, o más concretos, que llevan a una entidad a adquirir otra o bien a fusionarse. Obviamente, ninguno de ellos constituye un fin último, puesto que, por ejemplo, la diversificación o la compra de activos infravalorados, no suponen un valor en sí mismos para el accionista, si no acaban traducándose en el crecimiento de los ingresos, el aumento de la tasa de retorno o la disminución del coste de capital.

3.2.1. Sinergias

Posiblemente las sinergias sean el motivo más comúnmente apuntado como motivación para que dos compañías se fusionen, pero en muchas ocasiones, se dota al concepto de un significado excesivamente amplio. Si dos empresas pueden generar más valor para sus respectivos accionistas operando conjuntamente que por separado, se entiende que existen sinergias. Melen y Evans (2010: 82) la definen como “una combinación de negocios que hace dos más dos igual a cinco”. Según DePamphilis (2008, 2009) se pueden distinguir dos tipos de sinergias, fundamentalmente, las operativas y las financieras.

Las sinergias operativas se obtienen por medio de economías de escala y economías de alcance (DePamphilis, 2008, 2009). Sin embargo, el beneficio no es automático, sino que su efectividad dependerá del talento y la habilidad de los directivos.

Las economías de escala consisten en la distribución de los costes fijos entre una producción total mayor, de forma que el coste fijo unitario disminuirá a medida que aumente la producción total. Por costes fijos, se entienden aquellos que no pueden ser alterados en el corto plazo, tales como los costes de amortización y depreciación, los intereses, el salario base de los trabajadores o los costes sindicales (Gaughan, 2010).

La disminución del coste unitario exige un incremento en la eficiencia del trabajo. No obstante, el recorrido está limitado y la empresa podrá disminuirlos hasta que se pongan de manifiesto ineficiencias, debidas, generalmente, a un excesivo tamaño en relación a los trabajadores y los directivos de la empresa. Las economías de escala serán un motivo de mayor peso para llevar a cabo una fusión o una adquisición, cuanto mayores sean los costes fijos de la empresa (DePamphilis, 2008).

Autores como Lichtenberg y Siegel (1990) apuntan a una posible correlación entre el cambio de propietario y la mejora de eficiencia. Sin embargo, Bruner (1999) apunta que no existen evidencias empíricas suficientes para mantener esta afirmación. Todos los autores anteriores coinciden en que la mayor parte de las integraciones verticales sí conllevan sinergias operativas, puesto que suponen una mejora en la coordinación, comunicación y un mayor poder de mercado. Además, se eliminarían posibles irrupciones con los proveedores en el momento en que los contratos expirasen.

En segundo lugar, las sinergias pueden provenir de economías de alcance, que consisten en producir más, con los mismos recursos, mediante el uso eficiente de aquellos que estuviesen disponibles (DePamphilis, 2008). Por ejemplo Procter & Gamble utiliza su avanzado sistema de marketing para conseguir cubrir la mayor parte del mercado de cuidado personal y productos farmacéuticos.

Por otro lado, se encuentran las sinergias financieras, que se refieren al impacto de la operación de fusión o adquisición sobre la entidad adquirente o la entidad resultante en el ámbito de su coste de capital. La teoría general financiera apunta a que si los flujos de caja de las entidades participantes no están correlacionados, el coste de capital debería disminuir, puesto que, como apunta Trautwein (1990), disminuirá el riesgo sistemático del portfolio de inversión. Igual que en las operativas, las sinergias financieras pueden emanar de dos fuentes, las economías de escala financieras y un mejor emparejamiento de las oportunidades con los fondos generados internamente.

La primera vía, se basa en la idea de que las compañías más grandes deberían tener una mayor facilidad para emitir deuda, ya que los costes fijos de emisión se repartirán sobre una cantidad mayor. Esta misma idea se podría aplicar al capital social. En la medida en que una empresa es más grande, le será más fácil levantar capital (DePamphilis, 2008, 2009). Antes de la crisis de 2008, se asociaba empresa grande con estable, algo que no se mantiene con la misma firmeza en la actualidad, después de haber presenciado quiebras de grandes empresas e, incluso, instituciones financieras, a pesar de su enorme tamaño y aparente estabilidad.

La segunda vía de obtener sinergias financieras consiste en combinar una firma con exceso de caja, con una cuyo coeficiente de generación de caja sea insuficiente, lo cual supondría una disminución en el coste de la deuda (Nielsen y Melicher, 1973). Una empresa en etapa de madurez, con un crecimiento moderado, producirá una caja muy superior a sus oportunidades de inversión, en la mayor parte de los casos. Sin embargo, una empresa en desarrollo, o más aún en lanzamiento, necesitará una mayor inversión y no generará tanta caja. Además, la primera tendrá un coste de financiación considerablemente inferior que la segunda. Por ello, si se combinaran, se reduciría el riesgo conjunto y se ahorraría en costes de transacción, puesto que la asignación de recursos sería infinitamente más eficiente, y se estarían aprovechando todas las oportunidades existentes.

Otras clasificaciones, como las hechas por Trautwein (1990) o Dutodoir et al (2014), distinguen un tercer grupo de sinergias, las de gestión, que son aquellas que se

materializan cuando los directivos de la entidad adquirente, o de una de las entidades intervinientes, tiene unas capacidades de planificación y seguimiento superiores a los directivos del resto de entidades, de forma que adquieren a un menor precio o con mejores condiciones, lo que se traduce en una mayor rentabilidad para sus accionistas, y por tanto un mayor valor.

Si se quiere tomar una decisión en base a las sinergias existentes, se han de identificar, cuantificar y determinar la probabilidad de que se materialicen. Para identificarlas, se puede aplicar el árbol de ROIC⁶, mientras que para cuantificarlas, habrá que estimar el tamaño, tener en consideración la sincronización o momento de aparición, determinar las probabilidades de capturar el valor, estimar los costes de dicha captura y aplicar los mecanismos de valoración correctos.

Las sinergias pueden ser clasificadas en función de la probabilidad de obtener la totalidad de su valor, distinguiendo entre las sinergias esperadas, las gestionables y los desafíos.

FIGURA IX Sinergias en función de la probabilidad de captura

Tipo de sinergia	Características
Sinergias esperadas	<p>Aquellas que son completamente factibles, que se pueden obtener en el plazo de un año, por medio de cambios relativamente sencillos y la entidad dispondrá de todos los recursos para ello. Los directivos responsables de implementarlas se sentirán confiados en ello.</p>

⁶ Ver Sección 1.2.1

Sinergias gestionables	El comprador o la entidad resultante tiene la mayoría de elementos claves y la experiencia necesaria para obtenerlas, pero los cambios pueden llevar entre uno y tres años hasta hacerlas efectivas.
Desafíos	El comprador o la entidad resultante, carece de muchos de los elementos claves o de la experiencia en el sector, para llevar a cabo la estrategia. En muchas ocasiones, la fuente de ahorro no se encuentra definida de forma clara, lo cual dificulta enormemente la tarea.

Fuente: elaboración propia

3.2.2. Diversificación

La diversificación se refiere a la decisión de una compañía de salir de sus principales mercados, geográficos y de productos, y líneas de negocio, para adentrarse en otras. Dos empresas con presencia en mercados radicalmente distintos, pueden integrarse en busca de este objetivo. Según DePamphilis (2009) existen dos argumentos que justifican la diversificación de una empresa, reducir el riesgo del accionista y aprovechar las oportunidades que ofrezcan sectores con mayor potencial de crecimiento que los mercados en que se encuentre la empresa en ese momento.

Mediante la diversificación, la empresa conseguirá tener unos ingresos más estables, ya que no dependerá de un solo mercado. Cuanto menor sea la correlación entre los flujos de caja de las entidades, mayor será la reducción de la volatilidad de la inversión. La consecuencia directa será una mayor confianza en la empresa por parte de los inversores e instituciones financieras, lo cual supondrá una disminución en el coste de capital.

Un claro ejemplo de diversificación es General Electrics. Su situación actual es producto del desarrollo interno, pero también de grandes adquisiciones. Por ejemplo, la

compañía, en 2002, adquirió Enron, pasando a tener intereses en el mercado de la energía eólica por primera vez. Del mismo modo, y en busca de la diversificación, en 1986, salió del sector radiofónico, donde su presencia se remonta a 1919, y adquirió NBC, que posteriormente fusionaría con Universal Pictures para formar NBCUniversal.

En el segundo de los supuestos, si el mercado tradicional de la empresa presenta unos índices de crecimiento débiles y la empresa tiene exceso de caja, algo frecuente en los mercados maduros, las compañías tratarán de captar todas las oportunidades de crecimiento, bien entrando en mercados distintos, o bien lanzando en su mercado, nuevos productos. A pesar de que el primer escenario conlleva un riesgo considerablemente mayor, la diversificación por razón de crecimiento, siempre supondrá un riesgo para la empresa y sus accionistas.

Por ejemplo, se considera que la reciente compra de ONO por Vodafone responde, entre muchas otras razones, a una voluntad de diversificación, puesto que hasta este momento Vodafone no podía ofrecer televisión por cable, como sí lo hacía Canal+ o Movistar con Imagenio, pero con la adquisición, se introduce de lleno en este mercado creciente para disminuir el riesgo de la empresa, dada la amenaza que existe sobre el mercado de líneas de voz de telefonía móvil, debido al avance de la tecnología de datos.

El problema que puede entrañar la diversificación, es la dificultad para encontrar sinergias, si es que los negocios no tienen ningún tipo de relación entre ellos. Por ejemplo, Samsung, centrada en un primer momento en la comercialización del pescado, en la década de los 60 se introdujo en el mercado de las aseguradoras, adquiriendo Ankuk Fire & Marine Insurance y DongBang Life Insurance, posteriormente rebautizada como Samsung Life Insurance. A pesar de que se consigue disminuir el riesgo por la diversificación, es difícil encontrar sinergias entre sectores tan distintos.

3.2.3. Realineación estratégica

Los entornos empresariales cambian con rapidez en multitud de aspectos, pero son especialmente importantes las dimensiones legal y tecnológica, debido a que son

factores que pueden llevar a una empresa a perder el derecho a actuar en un mercado por un cambio regulatorio o bien a quedar muy por detrás de sus competidores, si no se consigue adaptar a los avances tecnológicos, como le ha ocurrido a RIM durante los últimos años.

Las F&A pueden servir para que las empresas se adapten de forma extremadamente rápida a estos cambios en el entorno. A pesar de que autores como Kaplan y Weisbach (1992) apuntan que este es un motivo más propio para las desinversiones⁷, este fue uno de los factores que impulsó la ola de fusiones de los años 90 en Estados Unidos.

Durante el último cuarto del s. XX y los albores del s.XXI, se puede apreciar una tendencia liberalizadora, con una regulación que sienta las bases de la actividad económica, pero que deja margen de actuación a los sujetos. Según autores como Jensen (1993), Mitchell y Mulherein (1996) o Mulherein y Boone (2000) los mercados menos regulados favorecen las adquisiciones. Una regulación más laxa, y que no imponga infinidad de barreras, favorece la competencia en el mercado, de forma que las empresas utilizarán estos esquemas para situarse estratégicamente en el mercado.

Por ejemplo, hasta 1996, las compañías telefónicas locales y de larga distancia de Estados Unidos no tenían permitido competir, el mercado estaba repartido entre ellas y todo funcionaba en estructuras monopolísticas. Fue con la Ley de Reforma de las Telecomunicaciones (*Telecommunications Reform Act*) cuando se permitió la competencia (DePamphilis, 2008).

La regulación actual, a pesar de que salvaguarda la competencia en el mercado, es restrictiva y supone una barrera para las fusiones en algunos casos. Por ejemplo, cuando Pfizer, en 2002, puso a la venta su línea de alimentación infantil, el interés de Nestlé, líder del sector, tuvo como contrapeso, la exigencia de las autoridades de competencia estadounidenses de vender parte del negocio para no copar el mercado completo.

⁷ De las 119 empresas escindidas entre 1971 y 1982 analizadas por Kaplan y Weisbach, el motivo es el realineamiento estratégico para el 42% de los casos.

En segundo lugar, los cambios tecnológicos son un claro motivo para las F&A, en la medida en que los primeros crean nuevos productos, mercados y competidores. Por ejemplo, la revolución industrial y el ferrocarril supusieron una mayor interrelación de los mercados. Se ampliaron los ámbitos en que cada empresa competía, debido a una mayor facilidad y rapidez para transportar mercancías y personas (DePamphilis, 2008). En estos contextos, las empresas deben adaptarse al entorno y tratar de llegar a todos sus clientes, para no perder oportunidades, ni dar ventajas a sus competidores. Dado que en muchas ocasiones, los cambios se producen rápidamente, se recurre a crecimiento externo como forma de adaptación más viral, en lugar del crecimiento interno, que requiere tiempo para su desarrollo e implementación.

Este motivo es frecuente en el escenario actual, donde los cambios tecnológicos son muy rápidos. Facebook, por ejemplo, para mantener su liderazgo en las comunicaciones de aplicaciones móviles y redes sociales ha comprado Whatsapp; o Microsoft, debido a la revolución tecnológica que supuso Skype, adquirió la compañía, para adaptarse al cambio, en lugar de desarrollar su propio software, lo cual estimaron que supondría un coste mayor.

Hoy en día existen una gran cantidad de *startups* que, por su tamaño, pueden innovar y adaptarse a los cambios con mayor facilidad lo que hace que grandes empresas, con una burocracia muy estricta y menor margen de maniobra, las miren como objetivo de compra una vez que hayan implementado una tecnología exitosa. Para las grandes empresas, es más interesante comprar una tecnología ya desarrollada y con cierto éxito, en lugar de invertir tiempo y recursos, sobre todo, dada la mayor brevedad del ciclo de vida de los productos y la elevada competencia existente en la actualidad. Además, estas adquisiciones también pueden tener como objetivo mantener fuera del alcance de los competidores tecnologías con las que podrían desbancar su producto.

Por tanto, a través de las F&A, las compañías también tratan de adaptarse rápidamente a los cambios en el entorno, regulatorios y tecnológicos fundamentalmente, para lograr un correcto alineamiento estratégico en el mercado, que les permita alcanzar ventajas competitivas que sostengan la generación de valor a largo plazo.

3.2.4. Compra de activos infravalorados

La compra de activos infravalorados es una vía rápida y sencilla para obtener rentabilidad. La dificultad radica en la identificación de las compañías infravaloradas y, sobre todo, el estudio de las mismas para detectar las posibles contingencias que pudieran aflorar y, en último término, suponer un elevado coste para la entidad adquirente.

Cuando una compañía quiere expandirse y crecer, puede desarrollar tecnología e invertir en crecimiento interno o bien optar por crecimiento externo, adquiriendo una empresa para incorporar sus activos. La segunda opción es especialmente interesante cuando la empresa esté infravalorada. Una empresa se considera que está infravalorada cuando el precio de adquisición de la compañía es inferior al coste de reemplazamiento de todos sus activos, individualmente considerados. En esta situación, el ratio-q, desarrollado por DePamphilis (2008) para este fin, será inferior a 1 ($\text{ratio-q} < 1$).

Por ejemplo, en los años 70, la inflación provocó que el coste de reemplazamiento de los activos fuese muy superior al valor en libros de los mismos, de forma que resultaba rentable adquirir la compañía de forma íntegra para incorporar los activos. Esta situación es frecuente en compañías petroleras, cuyo valor en libros no refleja, en muchas ocasiones, el valor de las reservas de petróleo o reservas de gas halladas, de forma que resulta infinitamente más rentable adquirir la compañía al completo para poder explotar el yacimiento, que investigar en busca de nuevos (DePamphilis, 2008).

3.2.5. Consideraciones fiscales

Es necesario tratar, por una parte, las razones fiscales que pueden motivar una fusión o una adquisición y, por otra, de forma breve, las cuestiones fiscales que se han de tener en cuenta a la hora de realizar la operación, que influirán de forma concluyente en la decisión de llevar o no a cabo la operación.

En primer término, el motivo fiscal fundamental por el que acometer una operación de este tipo es aprovechar los créditos fiscales que la entidad adquirida o *target* tenga en su balance, debido a las pérdidas obtenidas durante los ejercicios anteriores. Estos créditos permitirán ahorrar en el pago de impuestos sobre el beneficio de la entidad adquirente o la entidad resultante (Devos et al, 2009).

En segundo lugar, dependiendo del método contable que se utilice para la contabilización de la adquisición, podrán derivarse beneficios fiscales de la operación. En caso de que los activos de la adquirente fuesen revalorados, las depreciaciones y amortizaciones también cambiarán, con el ahorro en el pago de impuestos que esto conllevan.

Por otro lado, a la hora de plantearse si hacer o no una fusión o adquisición, la forma en que se estructure la operación, seguro tendrá una importancia capital, desde un punto de vista fiscal (KPMG, 2010).

Una operación de este tipo supone la adquisición de acciones o participaciones, lo cual, en términos generales, no está gravado por IVA ni ITP, salvo que más de la mitad del balance de la *target* estuviese formado por activos inmobiliarios.

A la hora de adquirir, lo más común es la utilización de un vehículo de adquisición, que podría ser una compañía *holding* local, la matriz extranjera, una compañía intermediaria *holding* no residente, una filial local. También se podrían utilizar otros vehículos como *joint ventures*, siendo más común la primera de las opciones (KPMG, 2010). Al ser estructuras sociales diferentes, quedarán sujetos de distinta forma al pago de impuestos, lo cual repercutirá de forma directa en el coste de la operación.

La otra gran decisión es cómo financiar la adquisición, con deuda, local o extranjera; capital o bien instrumentos híbridos. La ventaja principal de la deuda es la posible deducibilidad de los intereses y de los gastos incurridos en comisiones. Sin embargo, si se emitiese capital para financiar la operación, ni los gastos de emisión ni el posterior reparto de dividendos, será deducible. No obstante, para aprovechar tanto los

créditos fiscales como todas las posibilidades de deducción, será necesario que la entidad resultante tenga beneficios suficientes durante los siguientes cuatro años, pues si no, perdería dichos derechos.

Lo más común es que la deuda en que incurra la adquirente para financiar la operación, se baje a la *target*, para poder compensar los gastos con los beneficios sujetos a impuestos que hubiese obtenido. Existen distintos métodos para bajar la deuda de la adquirente a la *target*, lo cual es una cuestión esencial. Altadis fue adquirida en 2007 por Imperial Tobacco con menor competencia, debido a que algunos de los potenciales adquirentes no consiguieron diseñar la estrategia adecuada para bajar la deuda a la *target*. No obstante, la explicación de estos métodos excede el objeto de estudio del presente trabajo. En todos estos casos, especialmente si se produce un préstamo intragrupo, habrá que prestar atención, para que nunca se incurra en asistencia financiera.

Actualmente los métodos híbridos de financiación reciben una atención especial. Fundamentalmente, son préstamos subordinados, concedidos por los socios a la entidad y que se consideran capital para determinados fines contables. A pesar de que se pueden encontrar considerables ventajas fiscales y muchas son eficientes desde este punto de vista, KPMG (2010) aconseja tener especial cuidado, debido al constante cambio regulatorio, lo cual obliga a contar con asesoramiento legal especializado en caso de querer hacer uso de estas técnicas de financiación.

Sin ánimo de entrar en un análisis legal profundo, resulta conveniente citar el régimen de neutralidad fiscal para las modificaciones estructurales que incorporó el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, y que influye, de forma determinante, a la hora de llevar a cabo una fusión. Este régimen, trata de alcanzar la neutralidad fiscal mediante el diferimiento de los impuestos que habrían de devengarse en el momento de la adquisición, a un momento futuro, en que la entidad adquirente transfiriese los activos adquiridos.

Por el lado del vendedor, se buscará una estructura que permita a los accionistas de la *target* diferir, a lo largo de varios ejercicios, los beneficios obtenidos con la venta, de modo que puedan distribuir el pago de impuesto y minorarlo en la medida de lo posible. Si la transacción no está libre de impuestos, por regla general, el vendedor pedirá al comprador una compensación por el pago de impuestos de la transacción.

A la hora de adquirir una compañía o cerrar una fusión, es importante hacer una revisión estricta de su situación, a lo que se denomina *due diligence*, un proceso laborioso, cuyo objetivo fundamental es detectar las posibles contingencias que podrían darse una vez cerrada la operación. En muchas ocasiones, la *target* aceptará una cláusula de responsabilidad, en caso de aflorar estas contingencias, pero con ciertas limitaciones.

Es común que se fije un límite máximo o *CAP*, por encima del cual la entidad adquirente no podrá reclamar a la vendedora. Éste podrá venir dado en términos absolutos o porcentuales. Del mismo modo, se fijará una cantidad mínima a la que ha de ascender la contingencia, por debajo de la cual, el comprador no podrá reclamar. Por último, habrá un límite mínimo, que deberá ser superado por la suma de las reclamaciones mínimas, para que el adquirente pueda requerir a la entidad vendedora. A este último límite se le denomina cesta o *basket*.

Por tanto, se puede observar como, todo lo relacionado con la fiscalidad, desde el punto de vista de la entidad adquirente, de los accionistas vendedores y de la estructuración de la operación tiene una importancia capital.

3.2.6. *Obtención de poder de mercado*

Las compañías siempre tratan de mejorar su posición en el mercado, puesto que cuanto mayor sea su presencia y cuota en el mercado, mejor será su situación competitiva y mayor rentabilidad reportará a sus accionistas. Para una compañía, la situación más cómoda y sencilla es el monopolio, pues podrán fijar los precios y niveles

de oferta y no habrá de preocuparse por captar clientes, ni por lo que hagan sus competidores, pues serían los únicos sujetos oferentes en el mercado.

Devos et al (2009) apuntan que, a través del incremento del poder de mercado, las compañías generarán valor. Al hablar de poder de mercado, podemos aplicarlo a los proveedores de la empresa o a sus clientes. A través de las integraciones horizontales, se conseguirá un mayor poder respecto de los dos, puesto que al eliminar competidores, los proveedores tendrán un cliente menos al que abastecer, con lo que la posición de la entidad adquirente se verá reforzada, mientras que, por el otro lado, los clientes dispondrán de una entidad menos a la que recurrir para satisfacer sus necesidades.

No obstante, como se ha mencionado anteriormente, y más en aquellas fusiones cuya motivación sea únicamente ganar presencia en el mercado, las autoridades locales de competencia harán rigurosos estudios para que, en todo caso, quede garantizada la libre competencia. Por ello, será necesario que las entidades participantes sondeen y evalúen las posibilidades que existen de que la operación no sea autorizada por dichas autoridades, pues en ese caso, todos los costes y esfuerzos habrán sido en vano.

3.2.7. Otros motivos

Otras motivaciones para las F&A son una mala gestión empresarial de la *target*, el orgullo de los directivos o la existencia de problemas de agencia en la adquirente.

En algunas ocasiones el motivo por el que una entidad adquiere otra es porque considera que tiene mucho potencial y que no se está explotando adecuadamente, debido a una mala gestión de la empresa por sus directivos. En este tipo de fusiones, los directivos habrán de ser cautos para asegurar la existencia de tal situación y no confundirla con mero orgullo o sentimiento de superioridad del equipo directivo de la adquirente. Este motivo está relacionado con el principio del mejor dueño, el cual establece que los negocios no tienen un valor inherente, sino que el valor cambiará en función de quien lo dirija y cual sea la estrategia que siga (Dobbs et al, 2011).

Algunos equipos directivos, sobre todo aquellos de grandes empresas y con una experiencia no suficientemente consolidada, pueden tomar decisiones basadas únicamente en el orgullo (Nguyen et al, 2012). Esto puede llevar a pagar una prima excesivamente alta con tal de cerrar la operación, o bien a subestimar motivos económicos que desaconsejen claramente la operación, con tal de ganar tamaño (Hayward y Hambrick, 1997).

Los problemas de agencia aparecen cuando existen diferencias entre los intereses de los directivos y los de los accionistas. En un primer momento, el problema era que la gestión de los directivos era excesivamente conservadora, puesto que éstos preferían una cierta estabilidad y conservar su nivel en la empresa, en lugar de tomar decisiones algo más arriesgadas para tratar de incrementar el valor de las acciones. La solución que se diseñó para alinear los intereses de los primeros con los segundos, fue darles pequeños paquetes accionariales, de forma que los directivos ganasen en la medida en que las acciones subiesen. Sin embargo, esto ha acarreado otro problema. Muchos directivos han llevado a cabo gestiones temerosas y han buscado convertir su entidad en *target* para obtener un beneficio como accionista, a corto plazo, pero sin llegar a maximizarlo. Algunos tratan de acrecentar su utilidad individual, llevando a cabo F&A para incrementar el tamaño y valor, aunque sea un aumento cortoplacista y superficial, para poder cobrar sus bonus, lo que se traducirá en el desplome del valor de las acciones y la destrucción de valor (DePamphilis, 2009).

Salvo las dos últimas, todas las motivaciones expuestas pueden ser calificadas como generadoras de valor. Sin embargo, los problemas de agencia y el orgullo de los directivos, son motivaciones que llevan a la destrucción de valor para los accionistas, lo cual habrá de ser evitado a toda costa por contravenir el principio de creación de valor, que es el objetivo último (Nguyen et al, 2012).

4. Estudio del valor generado en una fusión o adquisición a través de las sinergias

Como se expuso en el apartado 1.1.1, los dos elementos conductores del valor son el retorno de la inversión y la tasa de crecimiento de los ingresos. Las sinergias juegan un papel clave en ambas, puesto que si hacen que la tasa de retorno sea mayor, y que la tasa de crecimiento aumente en la entidad resultante, se habrá generado valor por medio de la operación.

El objetivo será, en todo caso, determinar, antes de llevar a cabo la operación, si se generará valor, para lo cual se analizarán los elementos claves de la posición competitiva y el rendimiento de las compañías. Para ello, se estudiará la información pasada de las entidades intervinientes, en cuanto a sus tasas de retorno sobre el capital invertido y sus tasas de crecimiento de los ingresos.

Una vez analizados individualmente, se superpondrán, para tratar de predecir cuál será el comportamiento de la combinación de entidades. Se pretende disponer de la base más sólida posible para poder proyectar flujos de caja futuros y hacer asunciones razonables sobre cuales serán los elementos de los que dependerá el rendimiento de la entidad combinada.

4.1. Análisis del retorno de la inversión. Árbol de ROIC

El retorno de la inversión o ROIC es la mejor medida para estudiar el rendimiento de una empresa. Es mejor que la rentabilidad financiera o ROE, puesto que ésta conjuga el rendimiento operativo, con la estructura de capital, y mejor que la rentabilidad económica o ROA, la cual no sólo incluye los activos no operativos, sino que también ignora los beneficios de algunos activos operativos, como las cuentas a pagar, que conjuntamente reducen la exigencia de capital a los inversores (Koller et al, 2010).

En una compañía, cuanto mayor sea el ROIC y durante más tiempo se pueda mantener una tasa de ROIC superior al coste de capital, mayor valor se estará generando. Por tanto, entender de qué depende el ROIC, prestando especial atención a la existencia de cualquier tipo de ventaja competitiva, es fundamental para diseñar una estrategia y tomar decisiones de inversión.

El ROIC de una compañía depende de los siguientes elementos:

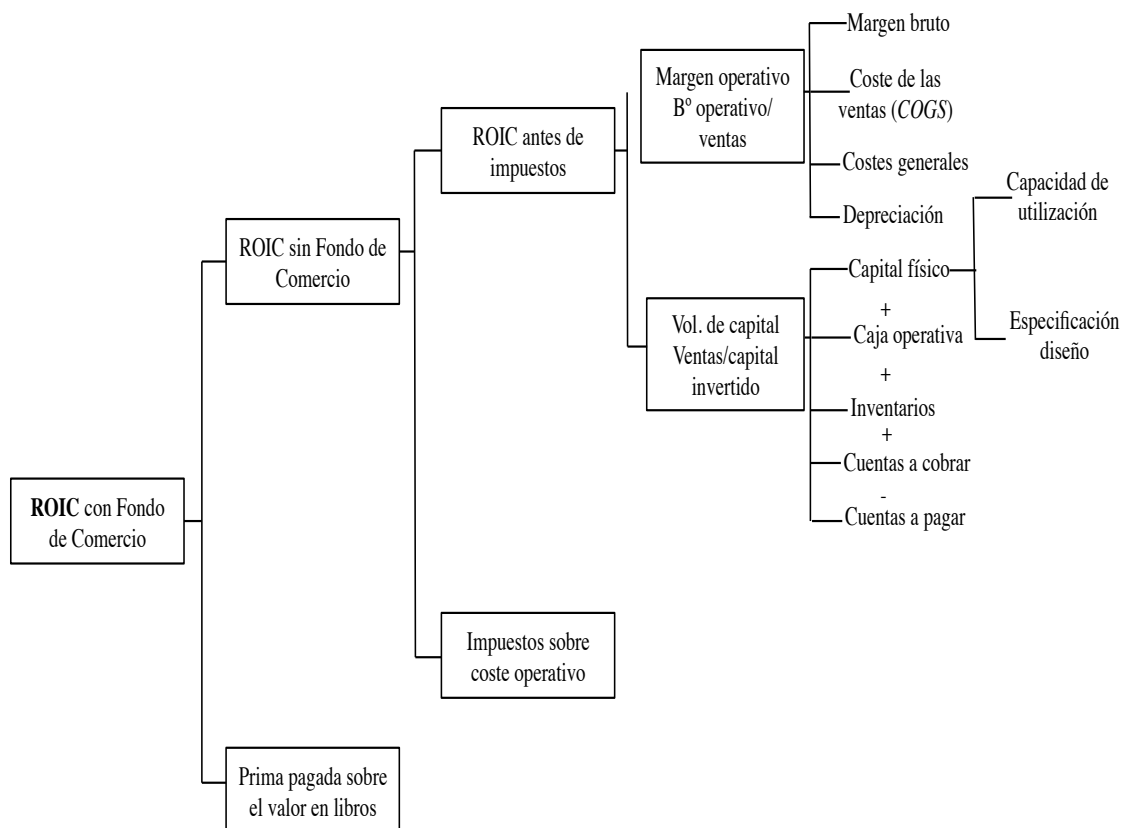
$$\text{ROIC} = (1 - \text{tasa de impuesto operativa sobre caja}) \times \frac{\text{EBITDA}}{\text{Ingresos}} \times \frac{\text{Ingresos}}{\text{Capital invertido}}$$

A la hora de analizarlo cada componente podrá ser desagregado en las variables de que depende. Para ello, resulta de gran utilidad la construcción de un árbol de ROIC por cada una de las entidades intervinientes.

En una adquisición, contablemente, surge el fondo de comercio, diferencia entre el valor de la entidad adquirida para el adquirente y el precio pagado. No obstante, para el análisis operativo, será necesario el análisis del ROIC, dejando a un lado la influencia del fondo de comercio. Una vez que analizada cada empresa, habrá de compararse con los principales competidores del mercado, para ver si está superando al mercado o no.

Las variables incluidas en la figura X son específicas, tanto de la compañía como de la industria, por lo que será difícil generalizar. En la parte derecha del árbol, se encuentran los elementos sobre los que los directivos habrán de actuar para manejar los ratios que se encuentran a la izquierda. El margen operativo (beneficio operativo/ventas) mide cómo de eficiente es la conversión de los ingresos en beneficios por parte de la empresa.

FIGURA X **Árbol de ROIC**



Fuente: adaptado de Koller et al (2010:169) y Weston y Copeland (1992:474)

Por otro lado, el volumen de capital (ventas/capital invertido) mide el nivel de eficiencia con que la empresa utiliza el capital invertido. De este modo, un margen operativo mayor podrá compensar un uso no eficiente del capital. Analizar el rendimiento por medio de los elementos operativos claves, permite identificar cuáles son las ventajas competitivas de cada compañía que, en último término, es lo que lleva a una generación de valor sostenible en el tiempo.

Según Copeland et al (1994), para construir el árbol de ROIC, se habrán de tener en cuenta los datos de, al menos, los diez últimos años. Una vez analizadas todas las compañías intervinientes, se tendrá conocimiento sobre las variables determinantes del ROIC de cada una de ellas y al superponerlas, se podrán identificar las sinergias y saber cuáles han de ser los elementos que se deben potenciar para la generación de valor.

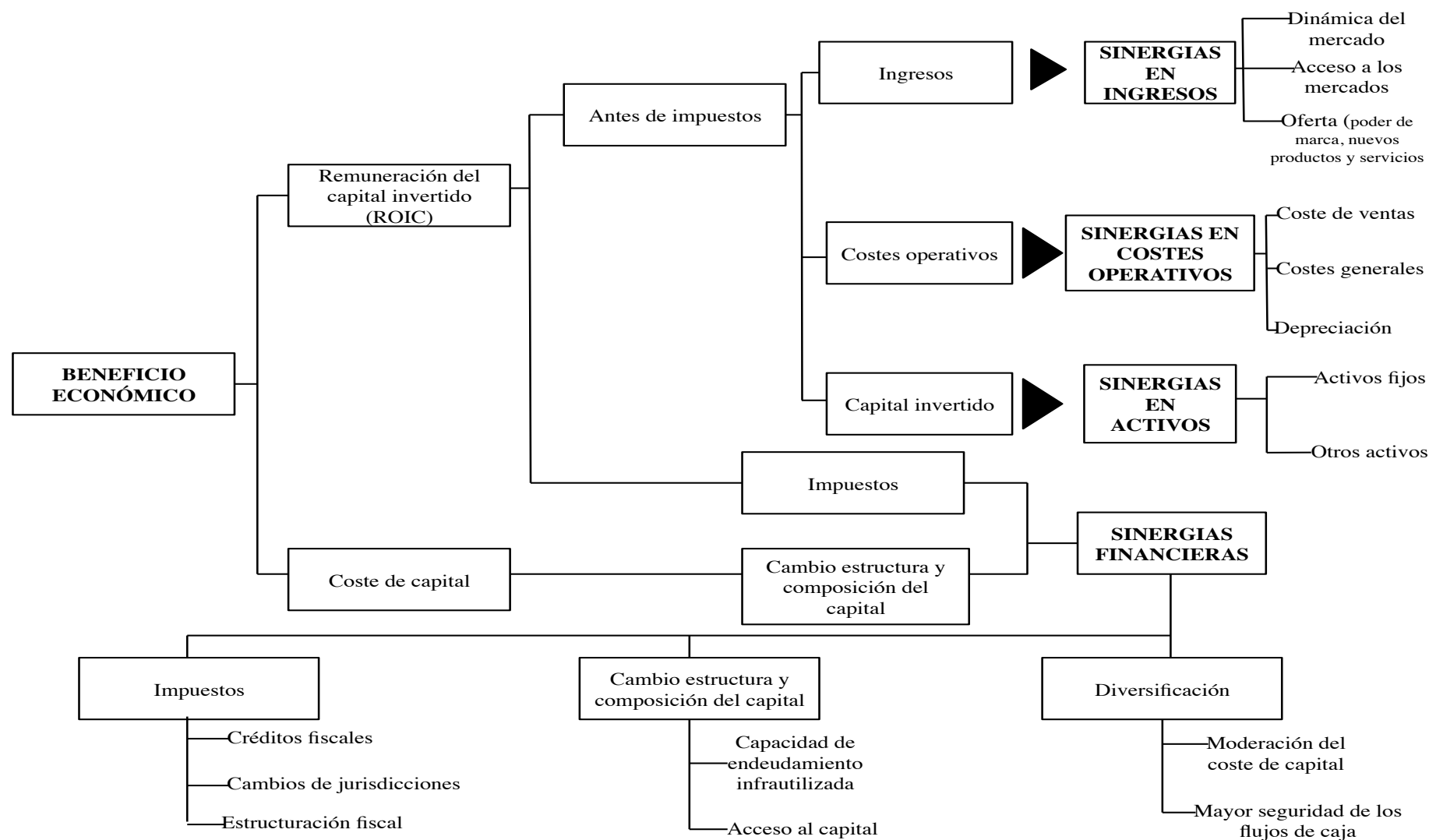
Las sinergias en ingresos, costes operativos y activos, son sinergias operativas, y suponen para el adquirente, un aumento en el ahorro, o en los ingresos, respecto de lo que la compañía podría conseguir por sí misma. Se busca un mayor control sobre la dinámica del mercado, teniendo un mayor peso a la hora de determinar el precio, la forma de distribución o el volumen de oferta. Además, se busca tener un mejor acceso a nuevos mercados y mayor facilidad para el lanzamiento de nuevos productos.

Se pretende disminuir, en primer lugar, los costes de ventas, mediante una gestión más eficiente y la obtención de un mayor poder de negociación frente a los proveedores. En segundo lugar, se tratan de reducir los costes generales, mediante la integración de todos los servicios del centro corporativo, como marketing o I+D. Habrá que prestar atención al método contable que se siga, puesto que de la valoración de los activos, dependerán las exigencias en los gastos de amortización y depreciación, que determinarán el *CAPEX*⁸ o inversión en bienes de capital.

En cuanto a las sinergias de activos, respecto de los activos fijos, la combinación de negocios permitirá la racionalización de los mismos, mediante el cierre de algunas plantas, la eliminación de duplicidades y la desinversión en los activos deficientes. A través de la combinación, se podrá reducir el capital circulante y se tratará de captar lo que Black et al (2001:521) denominaron “valor escondido”, que se encuentra más allá del valor separado o *break-up value*, que es el valor que tienen las empresas individualmente, y que será superado, en la entidad combinada, gracias a las sinergias.

⁸ *Capital expenditures (CAPEX)*

FIGURA I Identificación de sinergias a través del árbol de ROIC



Fuente: elaboración propia

Respecto de las sinergias financieras, se tratará de facilitar el acceso al capital, disminuir su coste y utilizar la financiación, para disminuir los costes de la operación, por medio de la deducción de los intereses, una estructuración fiscal eficiente y una atención especial a la jurisdicción desde la que se quiere actuar o *forum shopping*.

Las sinergias pueden ser perpetuas, si se mantienen a lo largo del tiempo, o puntuales, si su utilidad está limitada a un plazo prefijado. Para determinarlas, no sólo hay que tener en cuenta el funcionamiento de la compañía, sino también la industria, los sistemas de distribución, la cultura, los clientes o la colaboración de la dirección. En todo caso se habrán de calcular los ratios esperados de la entidad combinada y compararlos con los de la industria, para, sobre ellos, aplicar reglas empíricas o *rules of thumbs* en la toma de decisiones (DePamphilis, 2008).

4.2. Análisis de la tasa de crecimiento de los ingresos

Aunque el valor generado por una compañía dependa del ROIC, del coste de capital y del crecimiento de los flujos de caja, en el largo plazo, el crecimiento de los ingresos cobra una importancia capital (Koller et al, 2010).

El crecimiento en los flujos de caja, puede venir dado por un crecimiento orgánico o mediante fusiones o adquisiciones, como expresión fundamental de crecimiento externo. Sin embargo, el efecto del crecimiento sobre el ROIC puede ser muy diferente, dependiendo de la forma, pues en muchas ocasiones se pagan primas excesivamente altas por la adquisición de una compañía y, aunque los ingresos aumenten, la rentabilidad podría no llegar a ser positiva.

Para predecir el crecimiento de los ingresos en la entidad combinada, se tendrá que estudiar cada uno de los elementos que los determinan en las compañías intervinientes individualmente consideradas. La partición más comúnmente dada de los ingresos brutos es:

$$\text{Ingresos totales} = \text{Ingreso unitario} \times \text{Unidades vendidas}$$

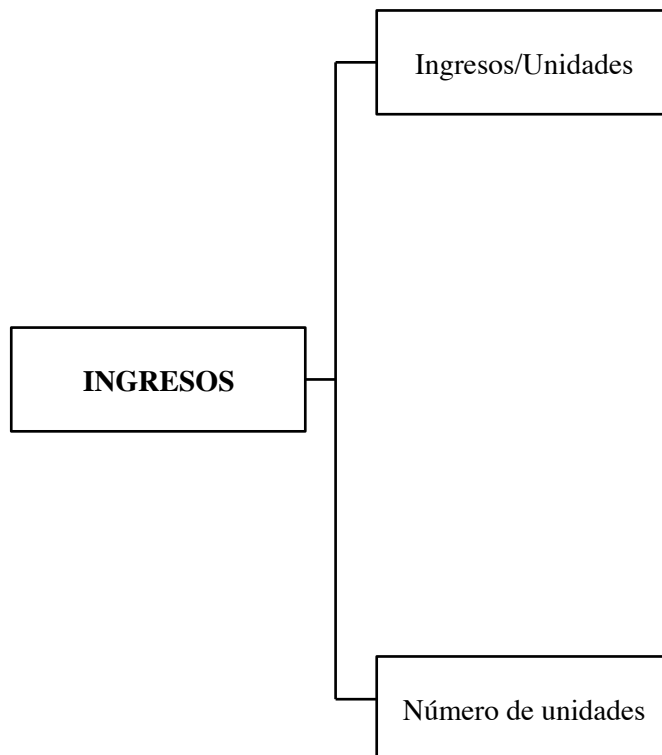
Se habrá de determinar, en cada compañía, si es el precio o el volumen de ventas lo que tiene más peso sobre los ingresos brutos, pues son las dos formas de conseguir beneficios. Se

podrá obtener el mismo beneficio con un margen inferior siempre y cuando exista un mayor volumen de ventas. Otra posible partición podría ser:

$$\text{Ingresos totales} = \text{Ingresos de cada establecimiento} \times \text{N}^{\circ} \text{ de establecimientos}$$

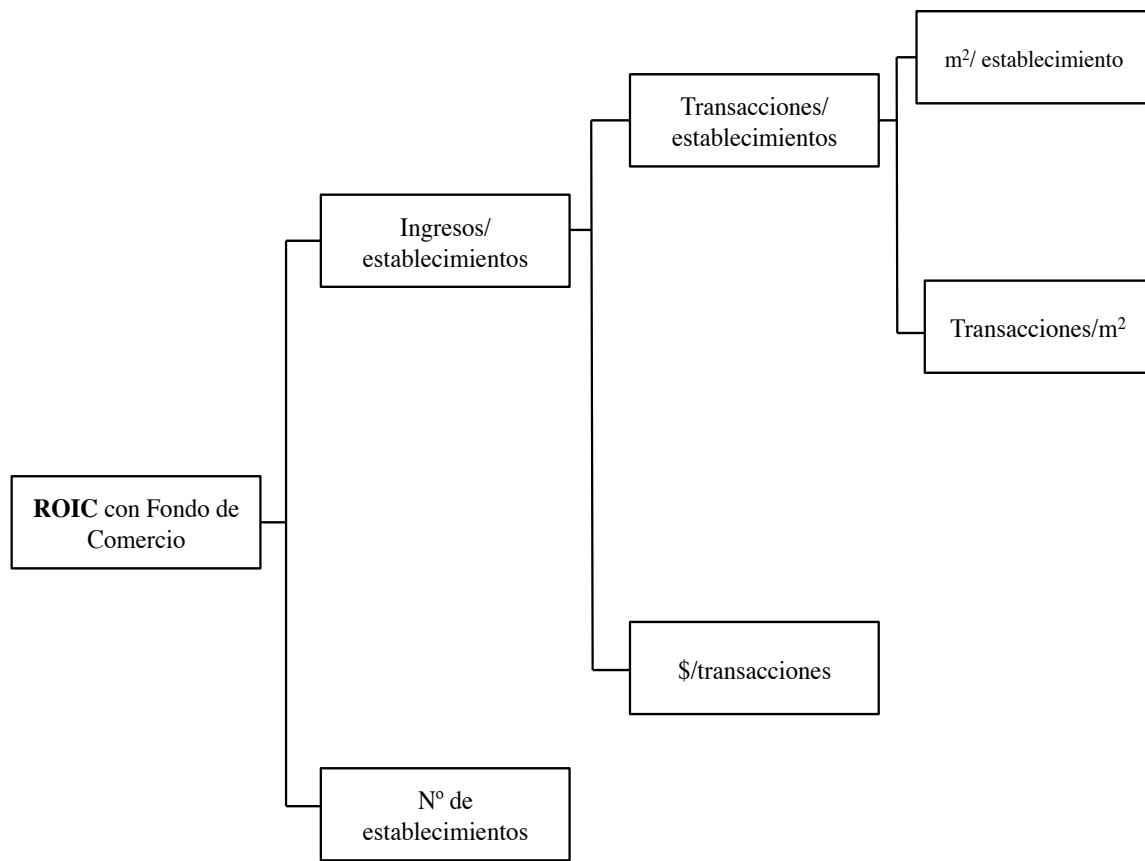
Igual que con el ROIC, también se pueden hacer árboles de crecimiento para tratar de explicarlo. La mecánica sería idéntica, construir esquemas individuales de las compañías, y superponerlos, para determinar si es posible combinarlos, cómo se podría hacer y qué consecuencias positivas tendría.

FIGURA XII **Árbol de crecimiento 1**



Fuente: elaboración propia

FIGURA XIII **Árbol de crecimiento 2**



Fuente: adaptado de Koller et al (2010:179)

Resulta esencial poder concluir, si las entidades intervinientes tienen esquemas de negocio similares o diferentes, si es posible superponerlos y si es necesario mantener alguna de sus líneas de negocio aislada, por la imposibilidad de complementarse con el resto. Por ejemplo, si dos empresas, una cuyo beneficio está basada en precio y la otra en volumen de ventas, se combinan, puede que lo más conveniente sea que la entidad resultante, cree dos líneas de productos, una básica y otra *premium*, pero aprovechando el prestigio de la marca de una y el mayor número de establecimiento de la otra, para generar un mayor crecimiento futuro. Lo ideal, sería que mediante la combinación de entidades, la proyección de crecimiento fuese superior a la suma de las proyecciones de cada una de ellas individualmente consideradas. En estos casos existirán sinergias.

4.3. Cuantificación de sinergias

Dado que una de las fuente fundamentales de creación de valor para el accionista, en una fusión o adquisición, son las sinergias generadas por medio de la operación, es fundamental tratar de medirlas y elegir correctamente el método de valoración para no errar y acabar destruyendo valor. Además, son un elemento clave a la hora de determinar el precio a pagar por la adquirente o para determinar el canje en la fusión.

Como se expuso en la introducción, la entidad adquirente pagará una prima por encima del precio de mercado de la *target*. De modo que la cuestión es si el comprador es capaz de crear valor por encima de la prima pagada.

Sirower (1997) expone que cuando la entidad adquirente consigue alcanzar el nivel de rendimiento esperado se cumpliría la siguiente relación:

$$\text{Valor actual} = \text{Sinergias} - \text{Prima pagada}$$

El objetivo es que a través de la transacción, el adquirente obtenga una ventaja competitiva que le permita tener un rendimiento mayor al de las entidades por separado. Generalmente, las sinergias son creadas por el adquirente, aunque también podrían serlo por la *target*, cuando ésta provenga, exclusivamente, de un proceso empresarial o una tecnología específica de la que dispone, que se complementa, de forma especial, con los activos de la entidad adquirente.

Siguiendo la teoría de Melen y Evans (2010), el valor de las sinergias será igual a la suma del valor económico de los siguientes elementos:

$$\begin{aligned} & \text{Sinergias} \\ & = \text{Mejora en los ingresos} + \text{Reducción de costes} + \text{Mejora en los procesos} \\ & \quad + \text{Economías financieras} + \text{Reducción de riesgos} \end{aligned}$$

En primer lugar, se deberán estimar los ingresos totales de la combinación de entidades y a cuánto ascenderían los ingresos de las empresas participantes, en el mismo periodo de tiempo, si no se combinaran. La diferencia será la sinergia de ingresos.

$$\begin{aligned} & \text{Sinergia de ingresos} \\ & = \text{Ingresos esperados de la entidad combinada} \\ & - \sum \text{Ingresos esperados de las entidades intervinientes individualmente} \end{aligned}$$

La mejora en los ingresos podrá provenir de la penetración en nuevos mercados, geográficos o de productos, por lo que se aumentará el volumen de ventas, o bien de la posibilidad de incrementar los ingresos por producto, en los casos en que la entidad combinada tenga un mayor poder de mercado y tenga un mayor control sobre los precios. Esta situación, es común cuando la operación supone la concentración de la oferta.

Proyectar los ingresos nunca es una cuestión sencilla, pero más aun en los casos de F&A, pues se tendrán que considerar elementos complejos de predecir, tales como la reacción de los consumidores y de los competidores a la operación.

En segundo lugar, se ha de cuantificar el ahorro esperado en costes, que supondrá la integración empresarial. La fórmula de cálculo será similar a los ingresos:

$$\begin{aligned} & \text{Sinergia de costes} \\ & = \sum \text{Costes esperados de las entidades intervinientes individualmente} \\ & - \text{Costes esperados de la entidad combinada} \end{aligned}$$

La reducción de costes es más fácil de prever y cuantificar de forma relativamente fiable, que el aumento de los ingresos, puesto que depende más de la propia compañía y menos de factores del entorno (Melen y Evans, 2010). En este aspecto, se encuentran incluidos los costes puramente operativos y los costes generales. Las fuentes de todas las sinergias se habrán identificado previamente, con ayuda del árbol de ROIC, expuesto anteriormente, y la fuente fundamental de ahorro, será la consolidación de funciones y activos fijos comunes, de forma, que el ahorro será mayor cuanto más similares sean las entidades intervinientes. Es necesario ser cauto en el cálculo del ahorro en costes, puesto que la eliminación de departamentos y funciones duplicadas debe ser realista y factible pues, en caso contrario, no se podrán llegar a materializar.

En tercer lugar, se ha de dar un valor económico a la mejora en los procesos y en la tecnología que se obtiene, por medio de la operación. A través de la fusión o adquisición, la entidad resultante tendrá unos procesos más efectivos y eficientes, lo cual tendrá un valor económico. A pesar de que la mejora de los procesos tiene, como consecuencia directa, el aumento de los ingresos y la reducción de los costes, constituye un elemento que debe ser valorado y cuantificado aparte. Se refiere, por ejemplo, a la obtención de un sistema de marketing más eficiente, de modo que pueda llegar a más clientes, con los mismos recursos. Otro ejemplo sería el desarrollo de un sistema de distribución más eficiente que, por un lado, suponga una reducción del coste en la gestión del inventario y la distribución, lo cual constituiría una sinergia de costes, pero que, por otro lado, permitiese llevar a los clientes el producto con mayor rapidez, lo cual sería una mejora en el proceso. Ambos elementos tendrán un valor económico separado, siendo notablemente más difícil de cuantificar el segundo de ellos.

En cuarto lugar se encuentran lo que Melen y Evans (2010) denominan economías financieras. Con ello se refieren al ahorro que la entidad resultante consigue en costes financieros y fiscales, pues los operativos son tenidos en cuenta en el segundo factor. Se tendrá que otorgar un valor a la mejora en la gestión del capital circulante, a la posibilidad de obtener mejores condiciones de financiación y, a eso, sumar el ahorro en costes de capital y gestión de caja, entre otros. Además, la entidad resultante podrá crear sinergias fiscales, mediante el aprovechamiento de los créditos fiscales de la *target* (Arzac, 2004). Una correcta estructuración, planificación fiscal y utilización del régimen de neutralidad, al que ya se ha hecho mención, serán fundamentales (KPMG, 2010). No obstante, estas mejoras no son operativas, no mejoran la posición estratégica de la compañía en el mercado, pues no dan lugar a una ventaja competitiva, que es lo que sostiene el ROIC como fuente generadora de valor (Koller et al, 2010).

Por último, se ha de otorgar un valor económico a la reducción de riesgos que supone la combinación de negocios. En las compañías de menor tamaño, se pueden observar riesgos, como la dependencia en una persona, la concentración de clientes, la dificultad para adaptarse a los cambios tecnológicos o la dificultad para competir en el mercado a gran escala. Estos riesgos desaparecerán al adquirir un mayor volumen y esto podrá ser expresado en una cifra, tendrá un valor para los accionistas y para el mercado. Además de la consecuencia en el coste

de capital, que será menor por la menor volatilidad y que ya se contempla en el factor anterior, se habrá de dar un valor económico a esta reducción de riesgos.

A la hora de cuantificar y dar valor a cada uno de los hechos anteriores, es esencial tener en cuenta tres elementos (Melen y Evans, 2010):

1. Tamaño de las sinergia; el tamaño dependerá de la influencia que tenga en el flujo de caja neto. Una vez que se hayan calculado todos los elementos, se insertarán en un modelo de valoración de descuento de flujos de caja o DFC⁹, como sistema de valoración más común. No obstante, existen otros modelos como *CAPM*¹⁰, *Black & Scholes*¹¹, *EVA*¹² o *FED*¹³. La correcta elección del modelo de valoración es esencial y dependerá de la compañía y del mercado en que actúe (Trémolières y Turko, 2009).

2. Probabilidad de que se materialice; se ha de ponderar el tamaño de la sinergia en función de la probabilidad de que ésta se materialice, de forma que aquellas que sean más seguras tengan un mayor peso. Una buena opción es la elaboración de distintos escenarios de éxito y tomar la decisión en función del escenario más acorde con la realidad.

3. Momento en que se materializa; a pesar de que una fusión o adquisición se lleva a cabo en un momento determinado, las sinergias pueden manifestarse pasado un cierto tiempo. Por muy atractiva que sea una sinergia, si la combinación de negocios no es sostenible durante el tiempo suficiente para que ésta se materialice, no tendrá sentido tenerla en cuenta. Dado que lo esencial es la influencia de cada factor en el flujo de caja, se habrá de aplicar una tasa de descuento para tener en cuenta el momento en que realmente se materialice la sinergia.

⁹ Descuento de Flujo de Caja (DFC), basa la valoración de una empresa en el descuento de los flujos de caja esperados al coste de capital estimado para hallar el valor presente.

¹⁰ *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. determina la tasa de retorno necesario para tener éxito en la incorporación de un activo a un portfolio diversificado teniendo en cuenta el riesgo no diversificable del activo.

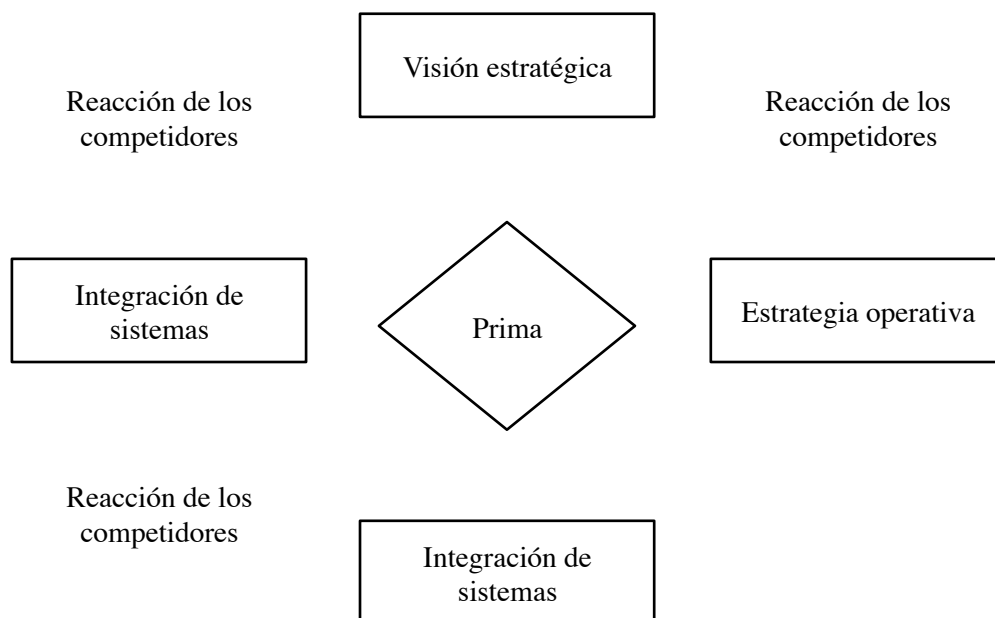
¹¹ Método de valoración basado en el cálculo de múltiplos en las empresas del sector de forma que en base a ellos se pueda valorar una empresa o una decisión de inversión.

¹² *Economic Value Added (EVA)*, cuantifica el valor generado por una empresa a lo largo de un periodo de tiempo a partir de variables como el valor bursátil, el beneficio neto, los dividendos, el ROE, el ROI o los flujos de caja.

¹³ Basa la valoración en la comparación de la tasa de rendimiento de las acciones de la empresa (*earning yield*) con el rendimiento de los bonos.

Para que la transacción genere valor, las sinergias tienen que ser superiores a la prima pagada. Para una correcta cuantificación, resulta esencial el proceso de *due diligence* previo, de todas las entidades intervinientes. No obstante, de nada sirve una sinergia que no llega a materializarse, por lo que, igual de importante que otorgarle valor económico, es analizar la probabilidad efectiva de que se materialice. En este punto, Sirower (1997) expone su teoría titulada *Cornerstones of Synergy*, en la que se fijan cuatro elementos esenciales para tener éxito en la materialización de sinergias: visión estratégica, estrategia operativa, integración de sistemas y poder y cultura.

FIGURA XIV Elementos esenciales para la materialización de sinergias (*Cornerstones of Synergy*)



Fuente: Sirower (1997:29)

La visión estratégica se refiere a la materialización de la combinación en todos los ámbitos previstos sin que surja ninguna incompatibilidad que impida la plena integración. La estrategia operativa, se refiere a las distintas fases que han de completarse, desde un punto de vista operativo, para que se materialicen las sinergias. La integración de sistemas se centra en la necesidad de mantener el rendimiento de las entidades intervinientes durante el proceso, para que, una vez integradas, puedan alcanzarse las sinergias en los plazos establecidos (Sirower, 1997). En este aspecto, la planificación de la operación tendrá un papel clave.

Por último, el poder y la cultura se refieren a la necesidad de tener en cuenta las diferencias culturales entre las empresas, puesto que pueden llevar a grandes problemas, y los

mecanismos de resolución de conflictos e implementación de cambios, que jugarán un papel clave en la operación, en la medida en que, si no son suficientemente efectivos, los cambios serán lentos, sino imposibles, y no se llegarán a materializar las sinergias.

Por tanto, para que efectivamente se mejore el ROIC, como fuente esencial de generación de valor, será necesario medir correctamente las sinergias, teniendo en cuenta la probabilidad de que se materialicen y el momento en que se prevé alcanzarlas, para poder determinar correctamente la prima a pagar. Durante los últimos años, las sinergias han sido utilizadas para justificar una gran cantidad de operaciones, que han acabado por destruir valor e, incluso, hundir compañías, por lo que será necesario objetivizarlas al máximo y considerarlas de una forma realista.

5. Riesgos en el proceso de creación de valor

Las fusiones, como todas las operaciones económicas, entrañan riesgos y no hay garantías de que las proyecciones de ROIC se materialicen íntegramente. Según Heinick (2010) menos de la mitad de las fusiones tienen éxito de acuerdo con las opiniones de los accionistas, clientes y empleados, los tres colectivos a los que el autor otorga mayor valor.

El mayor riesgo que existe en una fusión es pagar una prima por encima del valor real del *target*. Para evitarlo, se tendrá que llevar a cabo una labor de valoración de la entidad individualmente considerada y una medición del valor que tendría la entidad combinada resultante de la operación. En ambos casos, será necesario estimar los flujos de caja y el coste de capital a que deben descontarse en el DFC para poder hacer una correcta valoración.

Determinar los flujos de caja es, posiblemente, la cuestión más importante a la hora de tomar cualquier tipo de decisión de inversión. La indefinición de los mismos supone un gran riesgo y para minimizarlo, se habrán de componer escenarios y otorgar a cada uno de ellos una probabilidad, para que se puedan ponderar. En todo caso, la cuantificación de las sinergias y determinar en qué medida éstas se van a materializar, tendrá un papel fundamental en esta labor.

Según Koller et al (2010:35), el coste de capital es el “precio del riesgo”. A la hora de calcularlo, la dificultad radica en determinar qué tipos de riesgos se incluyen en el coste de capital. Según el autor, únicamente se incluirán aquellos riesgos que no puedan ser mitigados por el accionista a través de la diversificación. Para los accionistas, la diversificación no supone un coste excesivo, pero reduce considerablemente el riesgo soportado. Por los riesgos que ellos mismos puedan eliminar a través de la estrategia de inversión, en ningún caso demandarán retorno alguno. Para fijar el coste de capital, el modelo más comúnmente utilizado es el *CAPM* (Koller et al, 2010).

El tipo de cambio es un riesgo no operativo, es decir, proveniente del entorno económico y que no dependerá del rendimiento de la compañía. Sin duda, será necesario tenerlo en cuenta, a la hora de determinar las condiciones de la transacción y los costes e ingresos. En primer lugar, se deberá valorar la tendencia del mercado de divisas, para fijar la moneda en

que se pagará y, también, se podrá fijar un tipo de cambio, para eliminar el riesgo de exposición a dicho mercado. En segundo lugar, si, por ejemplo, los costes de producción se pagan en yuanes, porque las plantas están en China, pero el *grosso* de las ventas se da en Estados Unidos y, por tanto, se cobra en dólares americanos, la compañía verá su beneficio neto alterado por el tipo de cambio.

La integración de una compañía pequeña en una de gran tamaño, por ejemplo Groupon en Google, tendrá un nivel de riesgo inferior a la integración de dos grandes compañías, como por ejemplo la planteada entre Sanofi-Aventis y Genzyme. Este riesgo, se minimiza a través de la elaboración de un plan de integración previo a la fusión y la definición precisa de los roles de cada persona (Dobbs et al, 2011; Del Canho y Engelfriet, 2008).

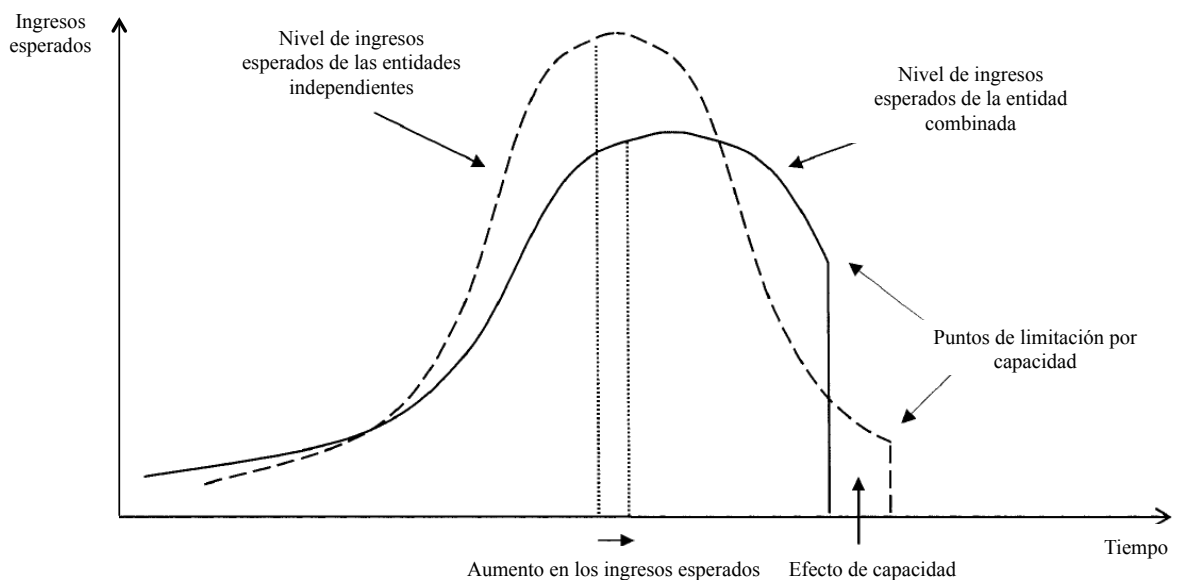
Sin embargo, puede que exista cierta reticencia a seguirlo estrictamente por los directivos, que, en último término, son los responsables de implementarlo. En muchas ocasiones esta es la razón por la que fracasan las fusiones. *A sensu contrario*, la implementación excesivamente estricta del plan también podría frustrar la operación pues, en todo caso, habrá que adaptarse a los cambios en el entorno y a las reacciones de los *stakeholders*, que no podrán ser previstas con total exactitud. La predisposición de directivos y trabajadores, la cultura empresarial y la organización informal, juegan un papel esencial. Cuanto más similar y mejor encaje tenga la cultura, menores riesgos entrañará la fusión. Es importante tener en cuenta la organización informal de las entidades, para tener una mayor facilidad en la implantación (Heinick, 2010).

Como se menciona *supra*, una de las variables fundamentales para la determinación del precio a pagar, son los efectos de la combinación de negocios, las sinergias, los ahorros en costes y los aumentos en ingresos. El riesgo, en este ámbito, consiste en que lo proyectado no llegue a materializarse, lo cual haría que el cálculo de la prima también hubiese sido errada.

En la reducción de costes, nunca se habrá de superar el límite por debajo del cual la empresa no pueda operar con normalidad o adaptarse a posibles cambios repentinos del entorno, pues se estaría disminuyendo el coste unitario a la vez que incrementando el riesgo operativo.

A la hora de cuantificar las sinergias, han de considerarse todos los factores, tanto legales como operativos, que podrían hacer que finalmente, no apareciesen. Se deben tener en cuenta las limitaciones que puede imponer la autoridad de competencia y también, la capacidad de la entidad combinada para generar dichos ingresos. En algunos sectores, el aumento del tamaño conlleva la adquisición de excesiva rigidez, que se traduce en que, a partir de un punto, la combinación de entidades no podrá avanzar, mientras que las compañías individualmente tendrían un margen de actuación ligeramente mayor. Este hecho se denomina efecto de capacidad. (Myles, 2006).

FIGURA XV Efecto de capacidad en una fusión o adquisición con valor esperado positivo



Fuente: adaptado de Myles (2006:967)

Para evitar pagar una prima excesiva, será necesario elaborar escenarios, igual que con los flujos de caja, otorgando probabilidades a cada uno de ellos, de modo que se puedan ponderar y tener en cuenta para realizar una predicción lo más realista y objetiva posible; aislándose de proyecciones excesivamente optimistas y llevadas, meramente, por el orgullo o la voluntad de crecer de los directivos.

Para minimizar los riesgos de una fusión, habrá que elaborar un plan de acción centrado en los elementos rectores de la generación de valor, teniendo en cuenta a todos los *stakeholders*, pero ser flexibles a la hora de implementarlo, para adaptarse en todo momento a los cambios en el entorno, tanto interna como externamente.

6. Conclusiones

A lo largo del presente trabajo se ha abordado el estudio de las principales motivaciones de las F&A como medios para la creación de valor, fin último que ha de perseguir toda compañía, conforme al principio de generación de valor, que ha sido tomado como eje director del estudio. Dentro de ellas, se ha ahondado en las sinergias, por el papel destacado que desempeñan en este tipo de operaciones. Así, se han propuesto métodos para su identificación y cuantificación, para, así, poder hacer un cálculo adecuado de la máxima prima que la compañía adquirente podrá pagar por la *target* si no quiere destruir valor. Por último, se ha tratado de poner de relieve los riesgos más importantes inherentes a las F&A e, igualmente, se ha propuesto una metodología para tenerlos en cuenta en la valoración sobre la que se tomará la decisión estratégica.

Una vez superado el ciclo más severo de la etapa de recesión que comenzó en 2008 y que provocó el desplome de los mercados de valores y la paralización, en cierta medida, de la actividad económica de los países más desarrollados, la situación empieza a recuperarse. El consumo ha comenzado a repuntar, los mercados vuelven a ofrecer crecimientos positivos y la inversión trata de recuperar los niveles anteriores a la crisis.

Las compañías no son ajenas a estos movimientos y cambios en el entorno, de forma que han comenzado a cambiar sus estrategias. Mientras que la etapa comprendida entre 2008 y 2012 se ha caracterizado por las operaciones de reestructuración, buscando mecanismos de protección frente a los cambios en el entorno, reduciendo dimensiones, eliminando las inversiones arriesgadas, refinanciando deuda y renunciando a suculentos retornos potenciales por no asumir excesivos riesgos, hoy las empresas tratan de crecer. Existen proyecciones de crecimiento positivo, no sólo en las economías emergentes, que no han sufrido la crisis de forma tan severa, sino en las economías más desarrolladas. En este escenario, las empresas son conscientes de que la competitividad va a ser feroz.

Muchas compañías han acumulado caja, debido a la carencia de oportunidades de inversión o a la voluntad de llevar a cabo una política conservadora, dada la volatilidad de los mercados durante los últimos años. Sin embargo, ha llegado el momento de usarla e invertirla, en busca del factor que les haga ser mejor que sus competidores en el mercado, de forma

sostenible en el tiempo, que les haga aportar un mayor valor, no sólo a sus accionistas, sino a todos sus *stakeholders*. Para ello, las empresas tratan de buscar una ventaja competitiva que aporte un mayor ROIC, lo cual, como se ha desarrollado en el presente trabajo, conllevará la creación de valor para todos los *stakeholders*.

De forma reiterada, se ha mantenido la doble posibilidad de crecer por medio de crecimiento orgánico o bien de crecimiento externo. Dentro de la segunda vía, las F&A son el medio más importante, a través del cual se busca crear valor. La ventaja de este tipo de operaciones, es que son acciones rápidas, cuyas consecuencias son inmediatas, mientras que para el crecimiento orgánico, no sólo son necesarios recursos, sino también tiempo, pues tiene una fase de desarrollo más prolongada. Es cierto que en una fusión las sinergias pueden tardar tiempo en materializarse, pero lo que es claro es, que automáticamente, la entidad resultante tendrá una dimensión, facturación o número de clientes mayor.

La creación de valor viene dada por el crecimiento de los ingresos y el aumento en la tasa de retorno. El incremento en los ingresos ha de ser efectivo y no meramente contable. Se ha de buscar un aumento basado en la operativa de la empresa y que sea recurrente. La venta de un activo puede elevar la rentabilidad de la empresa en un momento puntual, pero no de forma recurrente. Se busca, que el incremento en los ingresos, provenga de la actividad habitual de la empresa, ya sea la venta de bienes o la prestación de servicios. Al mismo tiempo, se trata de proporcionar a los inversores, una tasa de retorno o ROIC cada vez mayor. Para generar valor, la empresa tendrá que obtener un retorno superior al coste de la deuda. Cuanto mayor sea esta tasa, mayor será el atractivo del valor para los inversores.

Para que ambos hechos se puedan dar y, por tanto, se pueda generar valor de forma sostenible en el tiempo, la empresa ha de buscar una ventaja competitiva que perdure y que pueda ser protegida frente a sus competidores. En muchas ocasiones, éstas provienen del desarrollo interno, de la forma de gestión o del propio *know-how*. Sin embargo, aquellas compañías que no las tengan y no dispongan del tiempo necesario para desarrollarlas, podrán obtenerla por medio de una fusión o una adquisición.

A pesar de que podría parecer que se plantea un análisis centrado, únicamente, en los accionistas, existen intrínsecas relaciones entre la generación de valor para el accionista y la generación para el resto de los *stakeholders*. Por tanto, que una compañía trate de incrementar

sus ingresos y su tasa de retorno no sólo irá en beneficio de los accionistas sino también en el del resto de *stakeholders*.

La generación de valor, aunque objetivo último de las F&A, no es la motivación más inmediata. Existen una serie de argumentos que actúan como tales, que son medios para alcanzar dicho fin último.

La mayor parte de operaciones recientes se han justificado por medio de las sinergias, pues son, de todas las motivaciones inmediatas, las que mayor y más inmediato efecto tienen sobre los ingresos y costes, y todos los elementos que de éstos dependen. No obstante, es necesario ser cautos, cuantificarlas correctamente, estimar la probabilidad de que se materialicen y prever su sincronización temporal.

Dentro de las sinergias, se pueden observar distintos tipos, entre los cuales, las mejores serán las operativas con una alta probabilidad de materializarse. No es conveniente llevar a cabo una fusión o una adquisición movido únicamente por las sinergias financieras. Aunque tienen un efecto en los costes, pueden no ser sostenibles en el tiempo, puede haber una disrupción en el mercado, ajena a la empresa, que haga que esta sinergia desaparezca de forma repentina.

Las sinergias operativas se basan en el propio funcionamiento de la empresa, en su forma de actuar, de manera que serán más fiables y más sostenibles. Igualmente, es desaconsejable tener en cuenta las sinergias desafío, aquellas para cuya materialización no se disponen de los medios necesarios o cuya probabilidad de aparición efectiva es baja. En todo caso, si los agentes decidiesen tenerla en cuenta, será necesario ponderarla, otorgándole un peso relativo a dicha probabilidad.

La diversificación es la segunda motivación más importante. A través de las F&A se puede conseguir reducir el riesgo de la empresa, siempre que los flujos de caja de las entidades a combinar no estén correlacionados. Sin embargo, la operación habrá de ser valorada con cautela, en caso de que la diversificación sea extrema, puesto que será difícil conseguir que aparezcan sinergias entre empresas muy diferentes.

Como se ha mencionado anteriormente, el entorno actual cambia de forma rápida. De entre todos los cambios, los tecnológicos y los legales son los que tienen mayor incidencia en la actividad de la empresa. En este aspecto, las F&A son vías para adaptarse a estos cambios, para conseguir una realineación estratégica rápida y correcta. Se busca contar con nueva tecnología para mantenerse en el mercado y, a ser posible, ser líderes. Igualmente, se pretenden aprovechar todas las oportunidades existentes dentro de la legalidad, y si ésta cambia, permitiendo adquirir a las empresas un margen de acción o una dimensión mayor, éstas tratarán de hacerlo de la forma más rápida posible a través de F&A.

Con la misma intención de mantenerse y ser líderes en los mercados, las compañías pueden decidir acometer una F&A para obtener un mayor poder de mercado y hacer que éste sea sostenible en el tiempo. Si las empresas logran tener una mayor cuota, tendrán un mayor poder para fijar los precios en el mercado y para determinar los niveles de oferta. Además, los ingresos y, por tanto, los recursos para cuestiones como I+D, serán mayores.

En la búsqueda de una mayor rentabilidad, algunas empresas recurren a las F&A como vía de adquisición de activos infravalorados. Esta motivación es correcta, pero no se debe olvidar que la rentabilidad obtenida será puntual y que, a pesar de haber comprado un activo infravalorado, será necesario que éste tenga un buen encaje en la compañía para que la generación sea sostenible. Lo mismo ocurre con las operaciones cuya motivación reside en una cuestión fiscal. La adquisición o fusión con una entidad que disponga de créditos fiscales, operación muy común en los últimos años, ha de ser tratada con cautela. Será necesario prever si dichos créditos podrán ser utilizados de forma efectiva y durante cuánto tiempo, y, posteriormente, proyectar la rentabilidad derivado de ello. Además, se tendrán que valorar y tratar de determinar todas las posibles contingencias que podrían aflorar una vez cerrada la transacción, para lo cual habrá que realizar una *due diligence*. Desde un punto de vista fiscal, será necesario estudiar cómo estructurar la operación y qué tipo de financiación utilizar, prestando especial atención, en este punto, al régimen de neutralidad fiscal.

No obstante, no todas las motivaciones de fusiones son positivas. Existen algunas razones que llevan a los directivos a decidir acometer este tipo de operaciones, que no son positivas y que conducen a la destrucción de valor, en lugar de a la generación del mismo. Cuando los responsables de la gestión de la empresa toman estas decisiones movidos por orgullo, o bien

incurriendo en un problema de agencia, los accionistas, y, con ellos, los *stakeholders*, estarán perdiendo, en beneficio, exclusivamente de la utilidad individual de los gestores.

Como variables de las que depende la generación de valor, en el presente trabajo se realiza un análisis del retorno de la inversión y de la tasa de crecimiento de los ingresos.

El retorno de la inversión es la mejor forma de medir el rendimiento de una empresa. Para estudiarla, habrá que determinar de qué factores depende y por qué elementos se puede ver influenciada, en caso de llevar a cabo una fusión o adquisición. Para ello, se propone la utilización de árboles de ROIC, por la utilidad que tienen en la posterior labor de identificación de sinergias. Como palancas fundamentales a accionar, será necesario tener en cuenta el margen operativo (beneficio/ventas) y el volumen de capital (ventas/capital invertido). Será esencial disponer de los datos necesarios para llevar a cabo un análisis preciso.

El segundo elemento sometido a análisis ha sido la tasa de crecimiento de los ingresos. El incremento puede provenir de un aumento en el volumen de ventas o prestación de servicios, o bien de mayores ingresos unitarios. Para ello, se propone la utilización de árboles de crecimiento, que al igual que el árbol de ROIC, expresan los factores de los que dependen. Al mismo tiempo que se incrementan los ingresos, las compañías no han de descuidar los costes, puesto que se trata de obtener rentabilidad, de conseguir mayor margen unitario, que depende de ambos factores. Por tanto, la reducción de costes también tendrá consecuencias muy positivas en este aspecto.

El objetivo de la creación de estos esquemas es poder superponer aquellos que se hubiesen elaborado de forma individual por cada una de las entidades que fuesen a combinarse, para estimar si es posible la fusión, si son similares las variables esenciales e identificar las palancas fundamentales a accionar en el momento en que se lleve a cabo la fusión, para poder generar valor de la forma más efectiva y eficiente posible y, así, superar las expectativas del mercado.

Al haber reconocido un protagonismo mayor de las sinergias en todo el proceso de generación de valor en las F&A, se propone un método para cuantificar dichas sinergias a la

hora de incluirlas en la valoración para poder fijar, de forma correcta, la prima a pagar por la *target*.

A la hora de cuantificar las sinergias, se han de tener en cuenta los efectos de la combinación en ingresos, costes, riesgos y procesos, y la posibilidad de obtener economías financieras. En cada uno de los ámbitos, se han de identificar y tener en cuenta los elementos esenciales para que lleguen a materializarse. Es importante tener en cuenta el momento en que van a devenir efectivas, pues de nada servirá que se comiencen a obtener ingresos en un horizonte temporal de 5 años si no se consigue caja suficiente para que el negocio sea sostenible en el segundo año. Es importante que la cuantificación sea realista, pues si se sobrevalora, la prima que el adquirente estará dispuesto a pagar en base a los cálculos será mayor y se acabará por destruir valor. En todo caso, el objetivo ha de ser que el valor de la combinación de negocios sea superior a la suma de los valores de las empresas por separado o *break-up value*.

Por último, se deben valorar los riesgos fundamentales que entrañan las F&A. Determinar los flujos de caja de la entidad resultante, así como el cálculo del coste de capital al que descontar los mismos, no es una tarea sencilla, y si se yerra, la valoración no será precisa y, por tanto, las decisiones se tomarán sobre la base de informaciones erróneas. La variación en los tipos de cambio de divisas es otro riesgo que se afronta en las F&A, puesto que podrán variar, no sólo las condiciones de la transacción, sino los beneficios de las entidades combinadas, en función de la divisa en que tengan que hacer frente a sus costes y aquella en que cobren sus ingresos.

Los riesgos anteriores no son puramente operativos, sino que dependen del entorno o de la labor de valoración. Sin embargo, también existen riesgos enteramente operativos, que pueden llevar al fracaso de este tipo de operaciones. Por ejemplo, las entidades a combinar pueden ser excesivamente grandes para que la entidad combinada tenga éxito en el mercado. Puede que con el aumento de tamaño, se adquiriera una excesiva rigidez, que impida a la compañía adaptarse rápidamente a los cambios en el entorno o que la autoridad de competencia obligue a las entidades a desprenderse de algunas de sus líneas de negocio. También podría ocurrir que los directivos de las entidades no se coordinasen suficientemente bien, lo cual provocaría la inoperatividad de la entidad combinada, con las consecuencias que esto conllevaría para la generación de valor.

Sin duda, el mayor riesgo que existe en las F&A es que las sinergias que se hubiesen proyectado no se materializasen, de forma que después de haber llevado a cabo la transacción, no se generase la rentabilidad esperada e incluso se obtuvieran unos ingresos inferiores a la suma de la facturación que hubiesen realizado las entidades, operando por separado. En este escenario no se habría superado el *break-up value*.

Todos estos riesgos habrán de ser cuantificados de forma que, en ningún caso, se lleve a cabo una operación que pudiese comprometer al resto de la empresa. Es cierto que si una entidad no asume determinados riesgos, no podrá crecer, y permanecerá estancada en el mercado. Sin embargo, los directivos no se deben dejar cegar por las rentabilidades potenciales que pueda ofrecer una operación de este tipo, sin valorar antes los riesgos que entraña. Y es que las F&A son una de las formas de gasto más discrecionales que existe (Melen y Evans, 2010). Para ello, se propone la utilización de análisis de escenarios, en los que se otorguen probabilidades, tanto a la materialización de sinergias, como a la aparición efectiva de cada uno de los riesgos anteriores, de forma que se pondere cada una de las situaciones y se pueda tomar una decisión de inversión, siempre en busca de la generación de valor.

En futuras investigaciones, resultaría interesante estudiar cuál es el sistema de valoración más adecuado de entre los citados, en función del tipo de industria en que actúasen las entidades intervinientes en una fusión o adquisición, así como un mayor desarrollo de la metodología para identificar, cuantificar y valorar los riesgos concretos existentes en cada operación.

Durante todo el trabajo, se ha empleado, como eje rector, el principio de creación de valor. En ningún caso se ha de entender este valor como puramente financiero, sino que también hay que tener en cuenta el valor no económico que genera cada empresa en los entornos en que actúa, que resulta más difícil de medir. En cualquier caso, para que las empresas creen valor a largo plazo, han de ser sostenibles en el tiempo, para lo cual necesitan inversores, quienes, si no perciben un retorno por su inversión, no encontrarán motivación alguna para aportar capital.

Para concluir, resaltar la importancia que tiene la correcta identificación de los objetivos que se persiguen a través de las F&A. Este tipo de operaciones, al ser una de las formas de

cambio más voraces que puede experimentar una empresa, afectarán de forma extraordinaria al valor para el accionista. Los directivos no sólo han de velar por los intereses de sus accionistas, sino que también deben generar valor para todos los *stakeholders*. En la medida en que generen un ROIC adecuado, indirectamente estarán consiguiendo lo segundo.

Si la tendencia actual de recuperación económica continúa, las F&A devendrán extremadamente importantes, y serán una vía efectiva de generación de valor, siempre que las empresas tomen las decisiones de inversión de forma cauta y siguiendo procedimientos estructurados, pues en caso contrario, se corre el riesgo de destruir valor, generar crecimiento no real y, con ello, nuevas burbujas que lleven a una nueva crisis, pero aún más global que la vivida.

7. Bibliografía

- Arzac, E.R. (2004). *Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring*. New York: John Wiley & Sons.
- Black, B., & Kraakman, R. (2001). Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value. *Nw. UL Rev.*, 96, 521-555.
- Boone, A. L., & Mulherin, J. H. (2007). How are firms sold?. *The Journal of Finance*, 62(2), 847-875.
- Brealey, R., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2007). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Bruner, R. F. (1999). An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 125-166.
- Campa, J. M. (2004). Fusiones y adquisiciones en Europa: una asignatura pendiente. *Universia Business Review*, 2, 12-19.
- Campa, J.M. y Hernando, I. (2004). Shareholder creation in Europe M&A. *European financial management*. 10 (1), 47- 81.
- Campa, J.M. y Hernando, I. (2007). *The reaction by industry insiders to M&As in the European Financial Industry*. IESE, Working Paper nº 689.
- Castillo, J. J., & McAniff, P. J. (2007). *The Practitioner's Guide to Investment Banking, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance*. Pasadena: Circinus Business Press.
- Castro Fernández, S., (2013) La Gran Recesión. Una mirada desde Europa. *Boletín electrónico Instituto Español de Estudios Estratégicos*, 1-9.

- Copeland, T. E., Koller, T., & Murrin, J. (1994). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New York: John Wiley & Sons.
- Corrales Estrada, M. (2005). Fusiones y adquisiciones: Una consecuencia de la Globalización, Competitividad y Posicionamiento. *Revista Transferencia*, 72, 27-29.
- Del Canho, D. & Engelfriet, J. (2008), Flying higher-together, *Business Strategy Review*, 19 (1), 34-37.
- DePamphilis, D. (2009). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. San Diego: Elsevier. Inc.
- DePamphilis, D. M. (2008). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. San Diego: Elsevier. Inc.
- Devos, E., Kadapakkam, P. R., & Krishnamurthy, S. (2009). How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1179-1211.
- Dobbs, R., Goedhart, M., & Suonio, H. (2007). *Are companies getting better at M&A*. McKinsey Quarterly.
- Dobbs, R., Huyett, B., & Koller, T. (2011). The CEO's Guide to Corporate Finance. *TMI-Treasury Management International*, (192), 33.
- Dutordoir, M., Roosenboom, P., & Vasconcelos, M. (2014). Synergy disclosures in mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 31, 88-100.
- Friedman, M. (1962), *Capitalism and Freedom*, Chicago: University of Chicago Press,
- Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New York: John Wiley & Sons.

- Hayward, M. L., & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42, 103-127.
- Heinick, R. (2010). Overcoming Merger Risks. *Bloomberg BusinessWeek*, 6, 35-48.
- Iborra, M., Dasí, Á., Dolz, C., & Ferrer, C. (2010). *Fundamentos de dirección de empresas*. Madrid: Paraninfo.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Kaplan, S. N., & Weisbach, M. S. (1992). The success of acquisitions: Evidence from divestitures. *The Journal of Finance*, 47(1), 107-138.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (Vol. 499). New York: John Wiley & Sons, Inc.,.
- KPMG, Cárdenas Dosal, S.C. (2002). Reporte de la Actividad de Fusiones y Adquisiciones. *Revista KPMG: México*.
- KPMG, Cárdenas Dosal, S.C. (2008). Las claves del éxito de las fusiones y adquisiciones. *Revista KPMG: México*.
- KPMG, Hernán Carrillo, V. (2010). Spain. Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *Revista KPMG: España*.
- Lichtenberg, F. R., & Siegel, D. (1990). The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior. *Journal of Financial Economics*, 27(1), 165-194.
- Mascareñas, J. (2005). *Fusiones y adquisiciones de empresas*. New York: McGraw-Hill.
- Mellen, C. M., & Evans, F. C. (2010). *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies* (Vol. 587). New York: John Wiley & Sons.

Mergermarket. “Mergermarket M&A Trend Report: 2013”. Extraído el 28 de enero de 2014 desde <http://www.mergermarket.com/pdf/Mergermarket.2013.FinancialAdvisorM&ATrendReport.pdf>.

Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of financial economics*, 41(2), 193-229.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261-297.

Myles-Shaver, J. (2006). A paradox of synergy: Contagion and capacity effects in mergers and acquisitions. *Academy of Management Review*, 31(4), 962-976.

Nguyen, H. T., Yung, K., & Sun, Q. (2012). Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9-10), 1357-1375.

Nielsen, J. F., & Melicher, R. W. (1973). A financial analysis of acquisition and merger premiums. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8(02), 139-148.

Saavedra García, M., Marlene Luna Arriaga, C., & Saavedra García, M. (2012). La generación de valor corporativo a través de las fusiones: aplicación de los modelos EVA y FED. *Compendium*, 15(29), 115-138.

Sam Yong Tom Lee & Kim Seng Lim (2006). The impact of M&A and joint ventures on the value of IT and non IT firms. *Rev Quant Finan Acc*. No 27.. 111-123.

Sirower, M. L. (1997). *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*. New York: Simon and Schuster.

Temin, P. (2010). The Great Recession & the Great Depression. *Daedalus*, 139(4), 115-124.

- Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11(4), 283-295.
- Trémolières, R., & Turko, A. (2009). Valuation of Internet Firms in Mergers & Acquisitions. *Journal Of Internet Banking & Commerce*, 14(3), 1-9.
- Viguerie, P., Smit, S., & Baghai, M. (2011). *The granularity of growth: how to identify the sources of growth and drive enduring company performance*. New York: John Wiley & Sons.
- Viscasillas, M. D. P. P. (2001). Formation of Contracts & (and) the Principles of European Contract Law, The. *Pace Intl'l L. Rev.*, 13, 371.
- Wessel, D. (2010). "Did 'Great Recession' live up to the name". *Wall Street Journal*.
Extraído el 25 febrero de 2014 desde <http://online.wsj.com/news/articles/SB1000142405270230359120457516969316635288>
[2](#)
- Weston, J. F., & Copeland, T. E. (1992). *Financial theory and corporate policy*. Reading: Addison Wesley.
- Zuckerman, A. M. (2010). Healthcare mergers and acquisitions: strategies for consolidation. *Frontiers of health services management*, 27(4), 3-12.

8. Otras referencias

- Becker-Blease, J. R., Goldberg, L. G., & Kaen, F. R. (2008). Mergers and acquisitions as a response to the deregulation of the electric power industry: value creation or value destruction?. *Journal of Regulatory Economics*, 33(1), 21-53.
- Brealey, R. A. (2007). *Principles Of Corporate Financer*. New York: McGraw-Hill.
- Dakessian, L., & Feldmann, P. (2013). Multilatinas and Value Creation from Cross-Border Acquisitions: An Event Study Approach. *BAR - Brazilian Administration Review*, 10(4), 462-489.
- Datta, S., Kodwani, D., & Viney, H. (2013). Shareholder wealth creation following M&A: evidence from European utility sectors. *Applied Financial Economics*, 23(10), 891-900.
- Deshpande, S., Svetina, M., & Zhu, P. (2012). Analyst coverage of acquiring firms and value creation in cross-border acquisitions. *Journal Of Multinational Financial Management*, 22(5), 212-229.
- Gaughan, P. A. (1999). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New York: John Wiley & Sons.
- Huyghebaert, N., & Luypaert, M. (2013). Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe: the role of industry conditions. *Applied Economics*, 45(14), 1819-1833.
- Kumar, S. (2012). Post-mergers and acquisitions strategies to create shareholders value: agency problem and governance. *Asia Pacific Journal Of Research In Business Management*, 3(11), 1-2.
- Rovit, S., & Lemire, C. (2003). La mejor estrategia en fusiones y adquisiciones. *Harvard Deusto Business Review*, (116), 8-10.

- Sánchez Lorda, P. (2013). Las fusiones y adquisiciones empresariales vistas por los mercados de capitales: un panorama sobre la creación de valor para los accionistas. *Revista ICADE. Publicación de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, (70), 119-142.
- Seth, A. (1990). Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 11(6), 431-446.
- Seth, A. (1990). Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), 99-115.
- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, A. (2002). Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms. *Strategic Management Journal*, 23(10), 921-940.