



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ANÁLISIS SOBRE LA CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS EN FUSIONES DE COMPAÑÍAS COTIZADAS EN ESPAÑA

Autor: Jaime Canales Zubizarreta

Director: Jesús Javier Reglero Sánchez

MADRID | Junio 2022

RESUMEN

Debido al impacto de la pandemia en la economía mundial, la gran mayoría de entidades han visto como su negocio se ha visto notablemente mermada por la falta de operatividad. Todo ello ha conllevado un descenso en gran parte de las cotizaciones bursátiles. Estos hechos, sumados al auge en el mercado de las fusiones y adquisiciones previos a la COVID-19, llegando a situarse en máximos históricos, ha puesto en alerta a la mayoría de los equipos directivos que ven con buenos ojos este tipo de operaciones para crecer de manera rápida y eficiente. Este fenómeno deriva de la posibilidad de realizar transacciones con competidores o diversificar compañías a través de fusiones empresariales.

En el mundo financiero, este tipo de operaciones tienden a tener una imagen positiva que hace creer a los inversores y distintos grupos de interés que existirá una creación de valor en la entidad y mercado a partir de la fusión. Por todo ello, este estudio tratará de indagar en este fenómeno bajo un análisis fundamental que aporte una mejor visión sobre las fusiones entre empresas cotizadas y sobre si realmente se genera valor en ellas. Para llegar a esas conclusiones se efectuará un estudio del marco teórico y posterior aplicación en casos reales en los cuales empresas cotizadas españolas se hayan fusionado. Esto aportará valor al estudio permitiendo la comparación y posterior conclusión.

PALABRAS CLAVE

Fusión, empresa cotizada, accionistas, transacción, fusiones y adquisiciones, sinergias.

ABSTRACT

The pandemics' impact world's economy has affected the vast majority of entities who have seen how their business has been significantly reduced due to the lack of operability. All this has led to a drop in the stock market prices. Together with the boom in the market for mergers and acquisitions prior to Covid-19, which reached record highs, most management teams are alert, as they look favorably on this type of operation to grow quickly and efficiently. This phenomenon stems from the possibility of transactions with competitors or diversifying companies through corporate mergers.

Within the financial world, this type of operation tends to have a positive image that makes investors and different stakeholders believe that there will be a creation of value in the entity and market from the merger. Therefore, this study will investigate this phenomenon under a fundamental analysis that provides a better view of mergers between listed companies on whether these deals create actual value for the company's shareholders. In order to reach these conclusions, a study of the theoretical framework and subsequent application to real cases in which Spanish-listed companies have merged. These real cases will add value to the study allowing the comparison and subsequent conclusion.

KEY WORDS

Merger, quoted company, shareholders, transaction, mergers and acquisitions, synergies.

ÍNDICE DE CONTENIDO

RESUMEN	I
PALABRAS CLAVE	I
ABSTRACT	II
KEY WORDS	II
1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. PROPOSITO DEL TRABAJO	1
1.2. JUSTIFICACIÓN	1
1.3. OBJETIVOS	2
1.4. METODOLOGIA	2
1.5. CALENDARIO DE TRABAJO	3
2. ¿QUÉ ES LA CREACIÓN DE VALOR?	4
2.1. CONTEXTO	4
2.2. ¿QUÉ ES EL VALOR?	4
3. LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	8
3.1. LAS FUSIONES	9
3.2. PROCESO DE FUSIÓN	11
3.3. RAZONES PARA LAS OPERACIONES DE M&A	12
4. SITUACIÓN DEL MERCADO M&A	16
4.1. HISTORIA RECIENTE	16
4.2. EL MERCADO A DÍA DE HOY	16
4.3. FUTURO A CORTO PLAZO	18
5. CREACIÓN DE VALOR EN FUSIONES DE COMPAÑÍAS COTIZADAS	19
5.1. ¿COMÓ MEDIR EL VALOR?	19
6. FUSIONES DE EMPRESAS ESPAÑOLAS COTIZADAS	22
6.1. CASO IBERIA – BRITISH AIRWAYS	22
6.1.1. British Airways	22
6.1.2. Iberia	23
6.1.3. ¿Porque se fusionan?	24
6.1.4. Proceso de fusión	25
6.1.5. Ventajas e inconvenientes	27
6.1.6. Análisis de la operación	28
6.1.7. ¿Se generó valor?	32
6.2. CASO CAIXABANK – BANKIA	32
6.2.1. Bankia	32
6.2.2. CaixaBank	34
6.2.3. ¿Por qué se fusionan?	35
6.2.4. Proceso de fusión	37

6.2.5.	Ventajas e inconvenientes	38
6.2.6.	Análisis de la operación	39
6.2.7.	¿Se generó valor?	42
6.3.	ANÁLISIS COMPARATIVO	43
7.	CONCLUSIONES	45
8.	BIBLIOGRAFIA	48

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolución mundial de transacción M&A.	18
Gráfico 2 Estructura Accionarial IAG 2010	27
Gráfico 3: Cotización bursátil International Airlines Group.	30
Gráfico 4 Distribución accionarial CaixaBank	38
Gráfico 5: Evolución de la cotización CaixaBank 2021-2022 (Post-Fusión)	40
Gráfico 6: Evolución de la cotización CaixaBank 2017-2022	41

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Análisis cuantitativo fusión Iberia-British Airways.	29
Tabla 2: Análisis cuantitativo fusión CaixaBank-Bankia.	40

1. INTRODUCCIÓN

1.1. PROPOSITO DEL TRABAJO

Este trabajo de investigación busca de una forma analítica entender la creación de valor en las fusiones de sociedades cotizadas en España. Para ello se tratará de analizar la base teórica en relación con el valor y como es este creado, entender el proceso de una fusión a la hora de llevarse a cabo, analizar el mercado de las fusiones y adquisiciones de una manera global y local (España) y por último el análisis de dos casos reales para analizar si el valor es generado al llevarse a cabo una fusión. En todo caso, entendiendo el impacto sobre los accionistas de la compañía para poder entender el fenómeno de las fusiones y adquisiciones de una manera profunda.

1.2. JUSTIFICACIÓN

La economía mundial se ha visto afectada tremendamente por la pandemia vivida en los últimos dos años que ha llevado a la actividad económica y productiva a un punto prácticamente de detención. Es por ello por lo que muchos directivos de distintas corporaciones han visto como su estrategia ha sido interrumpida y que, por lo tanto, deberán dar otro enfoque para que sus operaciones vuelvan a un nivel prepandémico y además poder seguir creciendo en el tiempo. Para lograr esto, las compañías pueden adoptar una variedad de estrategias que les puedan permitir obtener los resultados esperados.

Una de estas estrategias puede ser el sector de las fusiones y adquisiciones y como concentrar empresas de un mismo o distinto sector puede llevarlas a lograr sus expectativas. Cada operación tiene un razonamiento diferente, pero uno de los claros objetivos de estas operaciones es conseguir el máximo valor posible. Aun así, existen ejemplos en los cuales transacciones de este tipo no han dado los resultados esperados para los propios partícipes de ellas, mostrando como esta generación de valor no es siempre encontrado. Por lo tanto, este análisis tratará de buscar dentro del mundo de las fusiones, si de verdad se crea valor y como se cuantifica el mismo.

Además, en muchas ocasiones al considerar el valor generado en las operaciones de M&A considera solamente el aspecto financiero. En este caso queremos analizar el valor desde

una visión de mercado en la cual se tiene en cuenta a los inversores analizando si es posible que exista una generación de valor accionarial.

En este trabajo, sin embargo, se indagará solamente sobre empresas cotizadas españolas, debido a su obligación de reportar sus resultados y movimientos a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y que, por lo tanto, facilitaran el análisis financiero al ser estos mismos datos públicos. Además, se tratará de analizar casos de empresas españolas para poder entender el contexto nacional con mayor detalle y como una operación puramente nacional y una cross-border pueden causar un impacto en esa creación de valor, la cual tratamos de analizar.

1.3. OBJETIVOS

El objetivo de esta investigación será lograr entender el proceso de las fusiones en empresas como método de crecimiento y generación de valor. Para ello, en primer lugar se tratará de entender a través de un análisis macroeconómico la situación de mercado global en términos generales y de las fusiones y adquisiciones y el mercado español.

Además, se pretende crear un marco teórico profundo que permita realmente entender que es la creación de valor y las fusiones para posteriormente llevar a cabo un análisis de un caso real en el cual haya existido una fusión entre empresas cotizadas españolas para ver realmente si se ha generado valor y como ha sido logrado.

1.4. METODOLOGIA

En el proceso de elaboración de este trabajo de investigación se llevará a cabo una metodología precisa y específica que logre abarcar un gran número de fuentes tanto fiables como variadas. Al incluir el trabajo una parte de valoración de aspectos numéricos utilizaremos tanto fuentes cuantitativas como cualitativas que nos permitan analizar situaciones financieras en términos de impacto tangible e intangible.

Para lograr esa clase de investigación comenzaremos con el uso de fuentes primarias. En este paso se tratará de encontrar literatura académica que permita ahondar en los conceptos relacionados con el tema bajo estudio, la creación de valor en fusiones. En este proceso se emplearán diferentes libros de texto y manuales académicos que pueda encontrar de los que pueda extraer conocimientos técnicos aplicables a la cuestión bajo

estudio y que permita redactar la investigación dentro de una lógica conceptual y técnica en relación con las fusiones de empresas y sus múltiples opciones.

Además de lo expuesto, se usarán recursos informáticos para la obtención de artículos académicos de distintas bases de datos. Esto nos dará la capacidad de analizar artículos que hayan analizado este tipo de operaciones con anterioridad. No obstante, también habrá una utilización de fuentes secundarias para recabar información adicional sobre operaciones relacionadas con la creación de valor. Esto será llevado a cabo a través del estudio de las principales fuentes de noticias mundiales y nacionales en términos financieros.

Por último, al tratarse de un estudio sobre compañías que cotizan en el mercado continuo español, se utilizará la base de datos de la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) para extraer toda la información requerida y publicada acerca de las posibles fusiones que se estudien en la investigación.

1.5. CALENDARIO DE TRABAJO

Septiembre – Diciembre; 2021.	Fase preliminar: <ul style="list-style-type: none"> • Selección de tema y tutor. • Recopilación de fuentes. • Propuesto de trabajo.
Enero - Febrero 2022.	Fase de redacción: <ul style="list-style-type: none"> • Introducción. • ¿Qué es la creación de valor? • Las fusiones y adquisiciones.
Marzo – Abril; 2022.	Fase de redacción: <ul style="list-style-type: none"> • Situación del mercado M&A • Creación de valor en fusiones. • Fusiones de empresas españolas cotizadas.
Mayo - Junio; 2022.	Fase de revisión: <ul style="list-style-type: none"> • Conclusiones. • Revisión de trabajo. • Entrega final.

2. ¿QUÉ ES LA CREACIÓN DE VALOR?

2.1. CONTEXTO

La creación de valor ha sido un concepto estudiado durante muchos años en el ámbito financiero y económico. Dentro del ámbito empresarial se suele identificar como el único fin de una empresa la posibilidad de generar beneficios, por lo que, a mayores resultados, mayor valor. Este principio sí que tiene cierto fundamento, pero a medida que se ha estudiado el valor dentro de las compañías se ha apreciado como para considerar y medir ese valor se deben tener en cuenta muchos factores y a todos los actores que rodean a la entidad.

A lo largo de la historia del capitalismo ha existido un desarrollo en la forma de gestionar empresas que han afectado a la percepción de valor. En su día el empresario buscaba constantemente maximizar la mayor parte de aspectos de la compañía, tanto en control, poder como resultados y beneficios (Eguidazu, 1999). Con la irrupción de la revolución industrial, las empresas tuvieron que acometer proyectos de carácter más ambicioso para poder mantener su status dentro de sus respectivos sectores. Todo ello llevo a que los negocios necesitasen de financiación externa para poder acometer estas inversiones, reflejado en los años 30 estadounidenses en los cuales la mayoría de las principales empresas en Estados Unidos estaban controladas por sus grupos directivos, pero estos mismos tenían una participación menor en el capital propio (Berle & Mean, 1932). Estos datos reflejan como el control de las compañías comenzaba a dividirse y, por lo tanto, la percepción del valor pasaba a una visión individual de cada uno. Un claro ejemplo de ello es como la empresa americana American Telephone & Telegraph (ATT) incremento su base accionarial en menos de treinta años de 7.535 accionistas a 454.597 (Eguidazu, 1999). Demostrando así, como al tener una base accionarial inmensamente más amplia, la idea de valor no podría ser la misma para todos ellos.

2.2. ¿QUÉ ES EL VALOR?

Por lo tanto, definir el valor requiere de una visión global de la compañía y el posible impacto que esa búsqueda de valor puede tener sobre todos los pilares de esta. En este análisis se han identificado ciertas características que definen el valor de una compañía y como es este creado. Una posible definición de valor es “elevar el valor de la empresa y,

por lo tanto, el de las acciones que integran el capital social. Convirtiéndose en un generador de valor o riqueza para sus accionistas” (Amat, 1999, p.11). Esto representa la idea de cómo una empresa, si fuese capaz de generar más ingresos, reducir sus costes y en definitiva obtener mayores beneficios, podrá ser capaz de incrementar su valor en el mercado bursátil y, por lo tanto, aumentar el valor para los accionistas y la compañía internamente. Esta idea es atribuible a toda sociedad con ánimo de lucro, que por su naturaleza trata de aportar a la sociedad a través de sus productos, de la manera más eficiente posible y en consecuencia tener un mayor resultado. Consecuentemente, al ser capaz de transformar de forma eficiente un determinado número de capitales a uno mayor, el accionista será recompensado con ganancias de capital y, por lo tanto, mantendrá su posición o podría reinvertir (Amat, 1999).

No obstante, este tipo de definiciones tienden a crear una idea de que, si se maximizan los ingresos a toda costa, siempre se obtendrá una repercusión positiva en la acción, pero, eso está comprobado que no siempre es el caso. Por ello, para poder generar valor se ha de tener en cuenta la rentabilidad y los distintos márgenes empresariales que si reflejan el buen estado en libros. Si una directiva hiciese una inversión grande en un nuevo proyecto, posiblemente aumente su valor, pero quizás ese proyecto no sea rentable, ya que su coste es mucho más elevado, por lo tanto, cabría la posibilidad de no reflejar una subida en el valor de la acción y, como resultado no produciendo valor. Siguiendo esta idea, una sociedad debe “trabajar con el mínimo riesgo, o al menos en un nivel de riesgo aceptable, para garantizar la supervivencia y la expansión equilibrada de la empresa” (Amat, 1999, p.11). Esto refleja de forma clara la idea anterior, la cual menciona como no se debe tratar de crear valor sin tener en cuenta el equilibrio patrimonial y financiero de la compañía. Tratando de lograr esta situación estable, el equipo directivo debe acometer operaciones de crecimiento orgánico e inorgánico, teniendo en cuenta el nivel de deuda anterior y futuro, si se busca financiación externa, y del uso de capital propio y la medida en la que esto puede afectar la sociedad en general y no solo a los ingresos. Al fin y al cabo, si una empresa es capaz de mantener un crecimiento constante a la par que sostenible, en el largo plazo podría obtener un impacto positivo en el precio de la acción y, por lo tanto, generar un valor a sus accionistas.

Lo mencionado anteriormente refleja un buen modo de entender el valor y su creación debido a su carácter puramente financiero que refleja tanto internamente en la creación de flujos de caja como externamente en la visión del mercado sobre la empresa en

cuestión. No obstante, en los últimos años ha crecido un movimiento dentro de las compañías que empuja hacia la creación de valor a largo plazo, teniendo en cuenta a todos los stakeholders y no exclusivamente a los inversores de la compañía. Siendo esto eficaz en el sentido que, si la mayor parte de grupos relacionados con las actividades económicas del grupo están satisfechos, la creación de valor será mayor a largo plazo y eso tendrá repercusión finalmente en la percepción del mercado. “Los stakeholders evalúan una empresa teniendo en cuenta el valor de su cliente, el valor de las personas y el valor social, además de su valor financiero” (Byeon, 2021). Esto refleja la disrupción en el plano empresarial en la definición de valor debido a que los equipos directivos y los propios accionistas ven como para construir un valor a largo plazo se debe tener en cuenta más factores que no sean solamente los puramente financieros. El cambio ha llevado a ver como las estrategias centradas solamente en el aspecto financiero tienden a acarrear un mayor riesgo para la compañía y una menor creación de valor (Byeon, 2021). Esto se aprecia en la siguiente gráfica desarrollada por la consultora *Ernst & Young – Parthenon* que asesora a directivos de todo el mundo. Ellos señalan la relevancia de contar con el impacto en la sociedad, personas y clientes que junto al valor financiero generado refleja el valor total de la compañía.

A la hora de analizar la creación de valor se debe entender que significa el valor hacia los stakeholders que como se ha visto anteriormente en ocasiones difiere en la manera de crear valor clásico, pero converge en la idea de crecimiento a largo plazo de la compañía. En el sentido extrínseco, los stakeholders buscan un resultado proporcionado por la empresa como consecuencia a su relación, y que puede ser un bien o servicio económico, o algo no económico (Argandoña, 2011). Esto puede ocasionar en el propio salario o un ascenso para los empleados, retribución económica para los proveedores debido al servicio prestado, la producción de un bien por parte de la compañía hacia sus clientes y consumidores o la aportación hacia la sociedad debido a la actividad económica de la propia empresa. En cuanto al valor intrínseco, se ve representado en los mismos stakeholders, pero de una forma diferente en la cual el valor no es proporcionado por la empresa, sino que se producen en ellos mismos y que suelen ser de naturaleza psicológica o aprendizajes operativos (Argandoña, 2011).

Por lo tanto, queda claro que el proceso de creación de valor en la empresa no es tan claro como se podría presumir exigiendo a los equipos directivos de un análisis severo a la hora

de establecer posibles proyectos y a la hora de llevarlos a cabo. No solo se debe buscar un incremento en las ventas, sino que se debe buscar un equilibrio en el crecimiento de la compañía que posibilite una creación de valor real para la mayoría de stakeholders y que de ese modo ese valor se vea reflejado en un mayor precio por acción. Este último paso mostrará que el mercado considera que la empresa en cuestión tiene una estrategia clara en cuanto a la manera de crear valor de manera sostenida y constante, y que, por lo tanto, merece una valoración mayor.

3. LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Las transacciones de fusiones y adquisiciones se refieren a una variedad de operaciones financieras que implican el agrupamiento o consolidación de empresas o activos. Algo imprescindible en este tipo de eventos es la necesidad de contar con dos empresas que dentro de su marco estratégico consideren que el crecimiento inorgánico es una solución eficaz para acometer su plan de negocio. Para ello acudirán a este tipo de transacciones donde se encuentran las fusiones, adquisiciones, consolidaciones o compra de activos, entre otras. Cuando una empresa se encuentra en una situación en la cual quiere realizar un proyecto como este puede optar por una fusión, adquisición o una consolidación. Las tres opciones son dispares, pero a su vez tratan de generar un crecimiento en el valor de las compañías existentes. En una fusión la empresa resultante es la adquirente y la empresa adquirida deja de existir (Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, 2018). De una forma similar, en un proceso de consolidación ambas empresas dejan de existir y se crea una nueva empresa. En ambos casos, la combinación de dos compañías es imprescindible para llevarse a cabo, ya que, en todas las transacciones de este tipo, al menos, una de las empresas desaparece. En el caso de una fusión como tal, una de las entidades absorbe a la segunda, por lo que todo el negocio recae en la compañía absorbente. En el caso de una consolidación, ambas empresas desaparecen creando una nueva entidad que aglutina a ambas. Tanto en las fusiones como en las consolidaciones, los activos como los pasivos de las empresas existentes son integrados en su totalidad (Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, 2018).

Además, otra de las herramientas más ampliamente usadas en el sector es el de las adquisiciones. Este concepto representa una transacción la cual se realiza mediante la compra de acciones de la otra empresa, canjeándolas por dinero en efectivo, acciones u otros valores. Las adquisiciones pueden efectuarse mediante una oferta privada entre directivos o con una oferta pública de adquisición (OPA) (Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, 2018). Al contrario de las fusiones, a la hora de realizar una adquisición existe una compra por parte de una compañía sobre las acciones de su objetivo para obtener. Un nivel de control sobre ella. En este caso, la empresa que es adquirida no desaparece y tiende a convertirse en una filial o una inversión de la entidad compradora. Además, existen distintos tipos de adquisiciones dependiendo de la naturaleza de la operación, pudiendo ser esta, hostil o amistosa dependiendo del conocimiento y reacción del consejo

de administración del objetivo. También, si la empresa a ser adquirida es pública cotizando en un mercado continuo o privada, tendrá un impacto notable en la forma de llevar a cabo la transacción.

3.1. LAS FUSIONES

Como hemos expresado anteriormente, una fusión es el proceso por el cual dos empresas acuerdan fusionarse entre sí o crear una nueva compañía conjunta en un proceso de búsqueda de sinergias que les permita crecer y crear valor. Este tipo de operaciones son planteadas constantemente a las directivas de corporaciones diversas por los bancos de inversión en su afán de generar negocio. En ocasiones estas posibles transacciones son llevadas a cabo y tras un proceso complejo pueden llegar a generar valor para las compañías envueltas en la operación. La definición jurídica de una fusión “es una situación de crecimiento empresarial donde al menos dos personas jurídicas deciden aunar su patrimonio, formando una única sociedad, donde quedaran englobadas las propiedades de las anteriores, contando con un único órgano administrativo” (Álvarez Ramos Abogados, 2022). A diferencia de las adquisiciones, en las fusiones empresariales los accionistas de la nueva entidad no liquidan sus respectivas participaciones porque tienen que ser provistos de nuevas acciones proporcionales a su valor anterior a la operación. Este es uno de los factores diferenciales a las adquisiciones en el cual existe una compraventa entre empresas, por lo tanto, la participación de los accionistas en la compañía adquirida es liquidada.

Como resultado, como sugiere Pérez-Iñigo (2019), una de las claves de las fusiones es la continuidad de operaciones por parte de las compañías, variando en su estructura. Esto se debe a uno de los factores ya mencionados anteriormente y es que este tipo de transacciones buscan crear valor a través de sinergias operativas o financieras. Representando así: la capacidad de las entidades de realizar su actividad a una escala mayor o de forma más variada para poder llegar a generar ese valor. Aun así, este proceso tiene variedades entre sí, ya que no todas las fusiones son iguales.

En primer lugar, se encuentran las fusiones puras. Este tipo de fusión representa una transacción en la cual las entidades originales son disueltas para formar una nueva compañía que aúne todos los activos y obligaciones de las anteriores. Además, otro modelo de fusión es la fusión por absorción. En este caso, una de las dos entidades

absorbe a la otra manteniendo su estatus de compañía, pero con un importante cambio en su patrimonio, activos y obligaciones debido a que todo lo que tenía anteriormente la empresa absorbida entra dentro de la entidad absorbente. En este caso una de las dos es liquidada, ya que no seguirá operando como tal (Álvarez Ramos Abogados, 2020). Por último, existe otro tipo de fusión que representa el proceso más complejo de todos. Este tipo de operación se denomina fusión con aportación parcial del activo. En este caso, dos entidades aportan un porcentaje de su propia empresa a una nueva sociedad o yendo esta aportación a una de las dos compañías, no pudiendo ser disuelta ninguna de las dos. Todas las posibles combinaciones a la hora de llevar a cabo una fusión entre dos empresas son vitales para poder llevar a cabo la operación y que esta sea satisfactoria a la hora de lograr crear valor para los accionistas.

A partir de estos conceptos se aprecia como debe ser estructurada una fusión en sus distintas formas, no obstante, es importante analizar que se busca en cada transacción. Esto se refiere a como afectara al negocio de las propias empresas cuando la fusión se haya llevado a cabo, ya que una operación de este calibre trata de generar un mayor negocio. Por lo tanto, una fusión empresarial puede buscar una fusión horizontal o vertical. Las fusiones horizontales se refieren a transacciones de compañías que operan en el mismo sector empresarial, siendo estas productoras de los mismos bienes o servicios (Álvarez Ramos Abogados, 2020). En la mayoría de estos casos se tratan de dos empresas competidoras que tratan de expandir su negocio y generar una mayor presencia en el mercado. Este tipo de fusiones generar economías de escala y, por lo tanto, mayor eficiencia en la producción. Al tener mayor eficiencia, la compañía fusionada podría generar mayor cuota de mercado debido a la generación de ventajas competitivas en la fusión. El problema de este tipo de operaciones es que los reguladores, en España la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), tiende a impedir esta clase de fusiones debido a la posibilidad de monopolizar el propio mercado.

Por otro lado, están las fusiones verticales, estas buscan fusionar entidades que se sitúan en distintos niveles de la cadena de valor. Las fusiones verticales tratan de generar sinergias a la hora de producir o prestar un servicio combinando compañías que proveen o suministran a la otra (Álvarez Ramos Abogados, 2020). Al hacer esto son capaces de reducir costes y generar una cadena de valor más eficiente que permitirá crear valor en el negocio. En este caso también pueden surgir problemas con los reguladores porque al

tratar de controlar gran parte de la cadena de suministros, la nueva compañía podría tener demasiado control sobre el proceso productivo, los precios y el cliente final.

Es importante recalcar la importancia de tener clara la transacción tanto por parte de la dirección de las compañías como de los bancos de inversión que trabajan para asesorar a ambas empresas buscando la maximización del valor. Si tanto las razones, como el ideario de la operación están claramente analizadas, la creación de valor final será mayor que si no lo tiene, refrendando la importancia de la estructura y el razonamiento empresarial.

3.2. PROCESO DE FUSIÓN

A la hora de afrontar una fusión también se ha de entender el proceso por el cual se constituye el acuerdo y que tiene una gran regulación detrás para que no se cometan errores ni problemas entre las entidades. Este proceso está dividido en tres fases: el proyecto de fusión, fase decisoria y el otorgamiento de la escritura de fusión (Álvarez Ramos Abogados, 2020). En primer lugar, se encuentra el proyecto de fusión. Este proyecto viene dado después de que ambas entidades lleguen a un acuerdo interno para la fusión en colaboración con los distintos bancos de inversión presentes en el acuerdo. En ese momento ambas entidades deben redactar este proyecto de fusión en el cual se presenten “todos los elementos indispensables que marca la ley, tales como denominación social, participaciones, tipo de canje, etc.” (Álvarez Ramos Abogados, 2020). Además, cada una de las entidades que participan en este acuerdo tienen que realizar un informe independiente para que sus stakeholders puedan entender la situación de la compañía de cara al proyecto y como afectara este a la misma. Tanto el proyecto de fusión como los informes individuales serán revisados por parte de los reguladores que a posteriori determinara la viabilidad del proyecto y lo publicitarán para que el mercado este al tanto de los movimientos de ambas compañías acordes a la regulación. El siguiente paso reside en la fase decisoria en la cual “las juntas generales de las sociedades participantes deberán acordar la fusión” (Álvarez Ramos Abogados, 2020). Esto representa el momento en el cual los reguladores ya han autorizado la fusión y, por lo tanto, ambas empresas tienen que negociar de forma definitiva el acuerdo tanto en su estructura como su forma. Para llegar a formalizar este paso tienen seis meses y en caso no resultar satisfactorio deberán volver a comenzar con el proceso volviendo a tener que redactar el proyecto de fusión anterior. Esta fase es de suma importancia, ya que determinará todos los factores de la nueva sociedad y el impacto que tendrá en la propia empresa y sus accionistas, pudiendo limitar la posible creación de valor en la fusión. Por último, cuando la operación ya está

acordada por ambas entidades, ellas tendrán que hacerlo público para que accionistas, competidores u otras instituciones pueden oponerse al acuerdo. En este momento todos los stakeholders tendrán toda la información de la operación, por lo tanto, será la última opción para realizar alguna queja formal hacia el acuerdo. Después de esta posibilidad y en el caso de que no exista oposición, se procederá a “otorgar la escritura de fusión, procediendo a la inscripción de esta en el Registro Mercantil y ejecutándose la pertinente publicidad en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME)” (Álvarez Ramos Abogados, 2020). Al llegar a este paso, la fusión ya será oficial y la nueva sociedad ya estará en el mercado, por lo que sus operaciones representaran a ambas entidades que han estado presente en la transacción.

En todo caso, se aprecia como el proceso legal para realizar la fusión es sumamente relevante porque si no se realiza correctamente, la operación no podrá realizarse como querrían las empresas involucradas y, por lo tanto, no permitiéndoles aspirar a sus objetivos de crecimiento como compañía y en la creación de valor debido a la fusión.

3.3. RAZONES PARA LAS OPERACIONES DE M&A

A la hora de valorar una posible fusión o adquisición, el equipo directivo debe tener una idea clara sobre que quieren lograr en ese proceso y, por lo tanto, tener una visión sobre como acometer la operación. Como hemos analizado anteriormente existe un concepto imprescindible y es la creación de valor para los accionistas como para el resto de stakeholders, si esta creación de valor no se logra la posible transacción carecería de sentido financiero y empresarial. Ese valor se representa en las sinergias que se crean al fusionar o adquirir una compañía y pueden ser tanto operativas como financieras.

A la hora de analizar esta clase de operaciones, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, (2018) sugieren que la búsqueda de sinergias operativas a través de una transacción tiene dos motivos principales para la dirección. En primer lugar, se ve representada a través de sinergias de ingresos. Estas sinergias representan que ambas compañías juntas son capaces de tener mayores ventas que cada una por separado, generando mayores ingresos y posiblemente ganando cuota de mercado en su respectivo sector. No solo eso, pero las sinergias por ingresos posibilitan la obtención de economías de gama que abren la puerta a una diversificación en los servicios o productos, el acceso a nuevos mercados tanto nacionales como internacionales y obtención de una mayor capacidad negociadora debido al posible incremento en tamaño y presencia en el mercado (Ross, Westerfield, Jaffe &

Jordan, 2018). Todo ello teniendo en cuenta que las sinergias de ingresos son ilimitadas, pero a su vez requieren más trabajo y recursos para su obtención.

Por otro lado, dentro de las sinergias operativas encontramos las sinergias de costes. Este tipo de sinergias nos relativamente más sencillas de llevar a cabo debido a la existencia real de costes previos, ya que van ligados a un proceso productivo que permite un producto o servicio final. Esto es posible de llevar a cabo debido a que la combinación de compañías permite la economía de escala dentro del potencial nuevo grupo. Esta consecución de economías de escala permitiría producir a un mayor nivel llegando al nivel mínimo para satisfacer a los nuevos clientes con un menor coste debido a la eficiencia en la producción, la reducción del coste unitario y la obtención de un mejor margen operativo (Kaizen Capital, 2019). En ambos casos, tras una fusión o adquisición se podría lograr un EBITDA mayor que repercutiría en unos mayores flujos de caja que en un aspecto financiero representan directamente un mayor valor.

En cuanto a las sinergias financieras o no operativas, se aprecian dos claras tendencias, las sinergias financieras, puramente hablando, y las sinergias en relación con beneficios fiscales. Las sinergias puramente financieras apuntan a la capacidad de la corporación formada pueda disminuir su coste de capital y reduciendo sus costes de transacción al pedir financiación en el mercado, en definitiva, teniendo la capacidad de lograr un coste medio ponderado de capital (WACC) menor (Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, 2018). La obtención de este tipo de sinergia tendría un gran impacto en la creación de valor debido a que permitiría a la empresa reducir su riesgo corporativo al necesitar menos retornos a la hora de justificar un proyecto de capital y teniendo la capacidad de tener un menor coste de financiación. Todo ello pudiendo llevar a una mayor inversión dentro del negocio por parte de los accionistas debido a su menor riesgo y mayor rentabilidad.

Por último, las sinergias financieras pueden conllevar diversos beneficios fiscales, a través de bonificaciones o exenciones, que pueden ser un gran atractivo para un equipo directivo planteándose una fusión o adquisición (Kaizen Capital, 2019).

En el contexto actual también existen hay factores diferentes que aportan valor a las fusiones y adquisiciones y que, por lo tanto, influyen a la dirección de las empresas a tomar la decisión final. Según el informe de 2021 desarrollado por

PricewaterhouseCoopers acerca del mercado de M&A se identificaron cuatro temas de actualidad que llevan a ello; estos son:

➤ **Desinversiones, escisiones y agilidad:**

Debido a la pandemia, un gran número de compañías de menor tamaño y capital vieron como sus competidores directos eran capaces de afrontar los problemas que la COVID-19 generó en la economía mundial. Debido a tener un mayor tamaño, eran capaces de afrontar la falta de demanda por la detención de la actividad y, por lo tanto, mantener sus niveles financieros de mejor manera. No solo eso, sino que, debido a su mayor capital, estas empresas eran capaces de innovar y dar algún tipo de servicio o producto adaptándose a las necesidades del entorno. Esto llevo a muchas personas a pensar que, debido a la pérdida operativa y su posterior impacto en el balance de muchas empresas, habría una consolidación en diversos sectores porque una valoración menor llevaría a las grandes corporaciones a desarrollar operaciones de fusiones y adquisiciones para obtener ventajas tanto operativas como financieras.

Por mucho que todo pareciese indicar que una consolidación del mercado ocurriría mundialmente, el resultado final ha sido todo lo contrario con un gran número de desinversiones o escisiones en diferentes sectores. Grandes empresas consolidadas, como IBM, Daimler, General Electric, Johnson & Johnson y Toshiba, entre otros, han anunciado este tipo de operaciones (PricewaterhouseCoopers, 2022). Las razones por las cuales distintas compañías están optando por este tipo de estrategia son diversas, pero tienden a coincidir en la mayoría de los casos. El cambio tan severo que ha vivido el planeta ha empujado a las empresas a tener que revisar sus propias estrategias comerciales de cara al futuro. No solo eso, sino que, debido al impacto de la COVID-19 las direcciones y consejos de administración de los negocios están tratando de convertirse en sociedades ágiles y con una rápida capacidad de reacción y adaptación para poder paliar con situaciones extremadamente adversas como ha sido la pandemia (PricewaterhouseCoopers, 2022). Por ende, la búsqueda de desinversiones y escisiones permite a la compañía centrarse exclusivamente en su negocio principal, restando peso a otros negocios que permitían la diversificación de su portfolio, pero que a su vez no permite una disrupción rápida ni eficaz. Por esta misma razón se intuye que estas fuerzas conducirán a nuevas desinversiones en 2022 (PricewaterhouseCoopers, 2022).

➤ **Optimización del supply chain**

Como hemos mencionado anteriormente, la pandemia ha puesto en jaque a gran parte de la cadena de suministros mundial. Esto se debió a la necesidad de parar o al menos disminuir la producción en muchas compañías durante el periodo más duro de la COVID-19. A su vez, al desfallecer esta fase tan aguda y la recuperación de normalidad en muchas zonas, la demanda de productos creció notablemente, forzando a muchas empresas a volver a producir a ritmos prepandémicos, siendo esto muy difícil en muchas ocasiones (PricewaterhouseCoopers, 2022). Por lo tanto, este desfase entre oferta y demanda, además de crecimientos en los precios de las materias primas, está exigiendo mucho a las directivas de muchas corporaciones en todos los sectores. Por esa razón, la posibilidad de llevar a cabo operaciones de M&A en el año 2022 puede ser altamente eficaz a la hora de buscar una integración vertical que consolide la cadena de suministros y valor internamente como puede llevar al abaratamiento en las materias primas al tener el control de proveedores o clientes.

En términos generales se aprecian motivos diversos para acometer una operación de M&A que pueden diferenciarse por el tiempo, ciclo económico y variables extremadamente cambiantes. Aun así, existe un concepto clave en este sentido y es la búsqueda de valor y su creación, ya que, sin él, una transacción de este tipo carecería de sentido. Por lo tanto, a la hora de buscar esta creación de valor se debe identificar previamente las posibles sinergias que puedan ser logradas en la fusión o adquisición de la compañía propia con otra. Si se identifica correctamente y el proceso elegido para desarrollar la operación es óptimo, es altamente posible que se cree valor.

4. SITUACIÓN DEL MERCADO M&A

4.1. HISTORIA RECIENTE

A partir de la crisis de hipotecas subprime, los bancos centrales trataron de aplicar medidas las cuales permitieran paliar con este momento tan crítico en el sector financiero. Para ello, tanto la Reserva Federal, BCE y multitud de Bancos Centrales comenzaron a reducir los tipos de interés, reduciendo los tipos de interés a corto plazo a prácticamente cero y también reducir los tipos de interés a largo plazo (Duca, 2013). Este movimiento permitió a la economía mundial a mantenerse a flote, pero tuvo ciertos efectos colaterales que cambiaron la forma de actuar de muchas compañías.

Debido a lo mencionado anteriormente, en los años posteriores empresas con un cierto tamaño vieron la oportunidad de buscar crecimiento a costa de otras que quizás no habían tenido la capacidad de afrontar la crisis de la misma manera y, por lo tanto, buscaban una manera de sobrevivir. A través de una fusión o adquisición esto sería posible y en consecuencia se ahorrarían entrar en situaciones de mayor riesgo continuando con sus operaciones y pudiendo entrar en una posición de impago. Esta búsqueda de crecer inorgánicamente puede resultar efectiva por las oportunidades que da en cuanto a rapidez, eficiencia y la creación de sinergias. Pero en estas situaciones se debe de tener cuidado, ya que en ocasiones altos directivos solamente buscan el prestigio y la exposición mediática que te aporta una operación de este calibre. Ocasionando una transacción que a medio largo plazo no obtendrá los resultados esperados y que podría llegar a dar como resultado en una desinversión o escisión futura.

4.2. EL MERCADO A DIA DE HOY

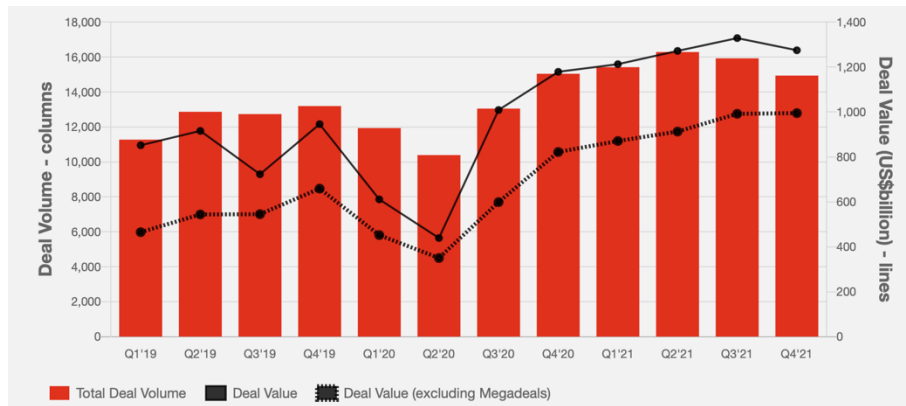
En el análisis de la situación de mercado actual se analizará las distintas investigaciones de mercado que han sido elaboradas por principales firmas relacionadas con el sector que muestren como ha sido el desarrollo de la industria.

El informe de mercado de fusiones y adquisiciones elaborado por, PricewaterhouseCoopers (2022) muestra como el año 2021 supuso un récord histórico para el mercado. Estas cifras representaron no solo el incremento en número de acuerdos, sino que representaron un incremento importante en el volumen de esos propios acuerdos. El número de deals mundiales excedieron los 62 mil suponiendo un incremento del 24 % con el 2020. En cuanto a los volúmenes negociados, este incremento de actividad ha

representado un incremento del 57 % con respecto al 2020, y superar el último récord situado en 4.2 billones de dólares de 2007, llegando a la cifra de 5.1 billones de dólares como establece PricewaterhouseCoopers, (2022). Todo ello viene reflejado por el incremento tan grande en actividad después de que remitiese la pandemia por la COVID-19, empujando a las empresas a crecer de forma inorgánica, debido a su necesidad de buscar formas alternativas de crecimiento de una manera rápida y eficaz. El crecimiento inorgánico permite crecer de una manera más rápida que orgánicamente, pero a su vez representa un mayor coste ya debido a que debe buscar un modo de financiar un proyecto de mayor coste como puede ser adquirir o fusionarse con otra empresa. Además, en un momento como este en el cual las capacidades y recursos están distribuidos en muchos sectores, el crecimiento inorgánico es una forma eficaz de lograrlos sin tener que desarrollar talento o recursos propios, como indica KPMG (2021). Por último, esta clase de crecimiento permite entrar en mercados maduros y desarrollados con mayor facilidad, especialmente en mercados regulados o internacionales que puedan requerir de trámites legales. Esta faceta es extremadamente relevante en una situación como la actual en la que muchos mercados y países se han visto mermados, pero que pueden resultar una buena oportunidad de inversión en la relación coste-oportunidad.

Otra razón de este crecimiento ha sido el crecimiento de herramientas y compañías relacionadas como son las propias compañías, Private Equity y las Special Purpose Acquisition Company (SPAC). Debido al auge de ambas en las participaciones de proceso de M&A el sector ha vivido el incremento mencionado anteriormente. Un ejemplo de ello es el hecho de que el 40 % de los deals han tenido un Private Equity presente y un 45 % en volumen, según PricewaterhouseCoopers, (2022). Esto ha supuesto un incremento notable en comparación con los números anteriores. Para apreciar esta idea de forma más visual podemos analizar la siguiente gráfica en la cual los distintos trimestres se ha visto un incremento tanto en volumen y valor.

Gráfico 1: Evolución mundial de transacción M&A.



Fuente: PricewaterhouseCoopers, 2022.

4.3. FUTURO A CORTO PLAZO

En cuanto al futuro a corto plazo, muchos indicadores reflejan la idea de que la industria seguirá creciendo, pero que no supondrá un crecimiento tan grande como se ha visto en 2021. Estas expectativas están refrendadas por el optimismo económico que existe y la necesidad de adaptación a los nuevos tiempos que empujan a las empresas a querer crecer y conseguir tecnologías nuevas, talento y en definitiva una mejor posición en sus respectivos mercados (KPMG, 2021). Aun así, existen ciertos puntos de alerta debido al fin de la pandemia, ya que la creciente inflación, disrupciones en el supply chain mundial, una mayor oferta que demanda en productos básicos y la posibilidad de incrementar los tipos de interés pueden presentar una situación en la cual no sea tan fácil desarrollar transacciones de M&A ocasionando una disminución de esta.

5. CREACIÓN DE VALOR EN FUSIONES DE COMPAÑÍAS COTIZADAS

Como se ha analizado anteriormente, los procesos de fusiones y adquisiciones responden a una multitud de factores que llevan a una compañía a decidir si deben llevar a cabo una transacción específica, y de qué modo para poder crear valor de la forma más eficiente posible. Aun así, en ocasiones estas razones no tienen una justificación pura y tiende a llevar al fracaso a cualquier operación de M&A. Esto ocurre en muchas fusiones que son llevadas a cabo por la dirección de una entidad con el único motivo de generar un valor económico para ellos mismos. Este año alrededor del 40 % de CEOs reportaron altos niveles de confianza en la buena oportunidad que supondría una operación de M&A para sus propias compañías (KPMG, 2021). Esta idea identificada de manera similar por PricewaterhouseCoopers, (2022) en su informe anual sobre las fusiones y adquisiciones refuerza la idea de que en ocasiones las razones fundamentales no son lo suficientemente sólidas como para llevar a cabo una fusión. No obstante, existen ocasiones que el propio beneficio de la directiva es el mismo que el de la mayoría de stakeholders y, por lo tanto, la posible fusión acaba creando valor para ellos. Por ello, es importante comprender el razonamiento detrás de la fusión, el proceso que se llevara a cabo y las herramientas disponibles para poder entender y analizar las sinergias y el valor generado tras la transacción.

5.1. ¿COMO MEDIR EL VALOR?

A la hora de medir la creación de valor sobre sociedades cotizadas existen diversas técnicas de análisis que pueden determinar si esa creación ocurre. Cuando ocurre una fusión, como hemos analizado anteriormente, una nueva compañía es creada o una de las empresas partícipes es integrada dentro de otra, por lo que esta nueva sociedad tendrá un mayor tamaño. Esto tendrá una repercusión en la misma debido a que sus operaciones tenderán a crecer y eso podría tener una repercusión en el beneficio neto y la valoración del mercado. Por ello, a la hora de medir la creación de valor en una fusión de empresas cotizadas será importante entender el impacto en el nivel operativo de la propia compañía como en la valoración dada por el mercado, que, aunque no sea del todo eficiente, tiende a dar un valor más proporcional que los propios ejecutivos de las entidades. En este caso, los principales indicadores que se utilizara para medir el valor generado en la transacción serán el precio por acción, el beneficio por acción y el price-earning ratio (Pérez-Iñigo, 2019). A partir de este marco teórico, se podrá entender la posición de la compañía tras

la fusión en comparación de forma relativa con las dos entidades anteriores para poder ver si existe creación de valor. No obstante, debido a que en una fusión existen múltiples tipos de sinergias tanto operativas como financieras, también se analizará el cambio producido en libros tanto en el balance, cuenta de pérdidas y ganancias, como en los estados de flujos de caja.

➤ **Precio por Acción**

Una de las principales herramientas empleadas para medir la creación de valor es seguir la cotización bursátil de la compañía a lo largo del proceso de fusión, en el cual se podrá apreciar la cotización previa de ambas entidades, el efecto del anuncio y el cambio en el precio a posteriori. En este caso, la herramienta más eficaz es seguir el precio por acción durante la operación, entendiendo este precio como una interacción entre oferta y demanda de un mercado bursátil que cada minuto ofrece una valoración por un porcentaje de la empresa (Corporate Finance Institute, 2022). Al fin y al cabo, el precio que corresponda será representativo a la valoración e interpretación que el mercado ofrezca por esa posición, si los accionistas creen que la transacción no ofrecerá valor o que alguna de las entidades no tiene una buena capacidad operativa, no dudarán en vender sus posiciones y viceversa. Por ello, esta forma de visualizar el valor es más objetiva que cualquier valoración interna de las personas involucradas en el deal (BBVA, 2016).

➤ **Beneficio por Acción**

El beneficio por acción (BPA) es una de las medidas más eficaces a la hora de medir la rentabilidad de una compañía. Es una herramienta utilizada en el mercado con frecuencia para entender la rentabilidad de las empresas antes de comprar sus propias acciones. Esto se debe a que el propio ratio indica cuanto corresponde a cada acción el propio resultado de la entidad, siendo capaz de relacionar el valor dado por el mercado a la empresa con su propio rendimiento operativo. Por ello, cuanto mayor sea el BPA mayor será la rentabilidad y en términos bursátiles un alto BPA llevaría a comprar esa acción y un bajo BPA indicaría una posible venta (Sánchez-Galán, 2022). Para calcular su valor se divide el beneficio neto del periodo por el número de acciones en circulación. Aun así, es importante entender los defectos de este tipo de análisis para poder interpretar de forma correcta los resultados. Esto se aprecia claramente a la hora de analizar el número de acciones en circulación, ya que puede ocurrir que este número haya fluctuado en distintos

periodos para una propia entidad. Por ello se debe establecer un baremo pudiendo tomar una fecha específica para realizar los cálculos o pudiendo si no ajusta el BPA a un BPA ponderado en el cual se realiza una media ponderada en el número de acciones de la entidad. Aunque el cálculo del beneficio por acción es una herramienta eficaz para determinar la rentabilidad de una empresa en términos operativos como de mercado, es fundamental no tomar sus datos de manera aislada y siempre contrastarlos con otros indicadores que permitan ahondar en el análisis.

➤ **Price-Earning Ratio (PER)**

Otra manera de analizar la posible creación de valor para los accionistas de una compañía es el price-earning ratio (PER). Esta figura representa una de las formas más conocidas en el proceso del análisis fundamental de compañías. El ratio provee a los inversores de una mayor visión sobre el valor de la compañía en relación con las expectativas del mercado en cuanto debe pagar por una unidad de las ganancias (Corporate Finance Institute, 2022). Este análisis es calculado dividiendo el precio por acción entre el beneficio por acción explicado anteriormente, dando a ver como el mercado valora en términos de precio y la capacidad de la entidad de generar beneficios operativos. A la hora de analizar los resultados del price-earning ratio se aprecia como un valor de PER elevado indica que el mercado estima que la empresa tiene elevadas expectativas de crecimiento (Mateu Gordon, 2022). El valor obtenido trata de hacer ver a posibles inversores como cabe la posibilidad de que la empresa vaya a crecer en el corto plazo, por lo que existe una valoración mayor en términos de precio en el mercado que en sus propios beneficios, teniendo como expectativa una subida de estos que llevaran a un ajuste de precio con las propias ganancias de la entidad. En ese sentido, habrá una corrección simultánea del PER en la cual al publicar posibles incrementos en el beneficio neto de la compañía el valor del PER disminuirá. Esta relación de precio y beneficios en la obtención del price-earning ratio funciona de la misma manera a la inversa. Si existe un PER bajo se podrá observar como la empresa tendría unas bajas expectativas de crecimiento en términos de sus beneficios futuros (Mateu Gordon, 2022). No obstante, es importante comprender como no existe un nivel alto o bajo de PER específico, haciendo énfasis en la importancia de la comparación para analizar este ratio financiero, tanto en su evolución dentro de la empresa como con compañías comparables.

6. FUSIONES DE EMPRESAS ESPAÑOLAS COTIZADAS

6.1. CASO IBERIA – BRITISH AIRWAYS

El 8 de abril de 2010 se produjo la fusión entre British Airways e Iberia formándose la empresa IAG (International Airlines Group). Con esta fusión, IAG se convertía en la tercera aerolínea europea más grande por volumen de facturación y la quinta a nivel mundial, contando con unos ingresos totales de alrededor de 15.400 millones de euros anuales, transportando a más de 60 millones de pasajeros al año (IAG, 2010). La compañía estableció su domicilio social, fiscal y legal en Madrid y su sede de dirección efectiva, operativa y financieramente en Londres. Como se menciona en el proyecto de fusión IAG, (2010) las acciones de IAG tienen una cotización múltiple, negociándose al mismo tiempo en los mercados bursátiles de Londres y Madrid desde 2011. A pesar de producirse la fusión se tomó la decisión estratégica de mantener las marcas de British Airways e Iberia por separado por considerar que ostentaban un valor de marca importante y mayor al que podría haber tenido una nueva marca conjunta. Además, al elegirse un nombre impersonal como International Airlines Group, que no identifica a las marcas o empresas participantes en la fusión, se permite acometer futuras operaciones de fusión o adquisición con otras compañías, sin necesidad de cambiar la denominación social o corporativa, ni realizar cambios de calado significativo dentro del grupo IAG.

Aunque la fusión tuvo lugar en abril de 2010, las dos empresas han tenido relaciones diferentes durante mucho tiempo, ya que la relación se remonta a 1999, cuando Iberia era una empresa pública y pasó a ser privada y British Airways participo en la aportación de capital, con un 9 %. Además, Iberia se unió a Oneworld en 2000, formando alianzas comerciales con British Airways, American Airlines, Qantas, Cathay Pacific y otras 15 aerolíneas lo que permite a las aerolíneas asociarse únicamente en el servicio al cliente.

6.1.1. British Airways

British Airways, con sede en Waterside y base de operaciones en el aeropuerto de Heathrow, Londres, es la aerolínea líder en Reino Unido en cuanto a tamaño de flota y vuelos internacionales. La compañía británica es fundada en 1936 después de la unión entre United Airways, Hillman's Airways y Spartan Airlines, creando la denominada British Airways Ltd. Aun así, la empresa que conocemos hoy en día no es creada hasta 1974, cuando se fusionan British Overseas Airways Corporation y British European

Airways (British Airways, 2022). De esta manera se consigue unificar el mercado aéreo británico creando una sola flag carrier en el país. En 1987 British Airways es privatizada y posteriormente sacada a cotizar en el Mercado de Valores de Londres

Nace en 1974 como resultado de la fusión de British Overseas Airways Corporation (aerolínea estatal) y British European Airways y sale a Bolsa (Mercado de valores de Londres) en 1987. El siguiente gran evento en la historia de la entidad británica es la alianza con American Airlines en 1997, este evento resulto en la creación de la cadena Oneworld la cual les abrió la puerta a 36.000 destinos potenciales por todo el mundo y que en tiempos futuros ha permitido realizar una gran cantidad de alianzas con otras compañías aéreas mundiales (British Airways, 2022).

6.1.2. Iberia

Líneas Aéreas de España o Iberia es una empresa cuyas actividades principales son el transporte de pasajeros y mercancías, la prestación de servicios de pasajeros y aeronaves en los aeropuertos, y el mantenimiento de las máquinas fly (Grupo Iberia, 2022).

Es la aerolínea líder en España y la aerolínea de referencia en las rutas de conexión entre Europa y América Latina. La compañía ofrece 33 destinos nacionales, 29 destinos europeos con 40 vuelos adicionales, los cuales opera en código compartido con otras aerolíneas dentro de la alianza Oneworld, 12 destinos a África y Oriente Medio con otros 12 siendo en código compartido y por último 17 destinos con 155 adicionales en código compartido a América, siendo este su mayor sector geográfico en términos operativos y de rentabilidad (Grupo Iberia, 2022).

La alianza Oneworld incluye a 13 aerolíneas comerciales y les permite internacionalizar sus operaciones. Por otro lado, además de las ya mencionadas Iberia Express y Air Nostrum, Iberia también posee el 45,85 % de las acciones de Vueling y ofrece vuelos en código compartido, lo que permite a la aerolínea manejar más rutas, destinos y frecuencias de vuelo. Por último, cabe señalar la T4 como el hub de Iberia, donde se opera el 90 % de los vuelos y se conecta el 70 % de los pasajeros con vuelos de largo radio (Grupo Iberia, 2022).

Como se menciona en Grupo Iberia, (2022). La historia de Iberia se remonta a 1927, año en el cual se constituyó siendo esta llamada Iberia, Compañía Aérea de Transportes, S.A.,

siendo su primer trayecto una conexión Madrid-Barcelona. Desde ese momento hasta 1946 la entidad solo, pero vuelos en ámbito nacional hasta que en ese mismo año comenzaron a realizar rutas con países europeos, empezando con un Madrid-Lisboa. Ocho años más tarde Iberia realizó su primer viaje transatlántico abriendo su ruta Madrid-Nueva York, siendo este un importante paso entre las conexiones europeas con Estados Unidos y el continente americano. El siguiente gran movimiento de la compañía es su entrada en la alianza Oneworld en 1999, la cual le abrió una gran cantidad de posibilidades operativas a través de los viajes en código compartido, incluyendo muchas de las grandes compañías aéreas mundiales como eran British Airways o American Airlines. En 2001, la empresa deja de ser una empresa estatal a través de un proceso de privatización, permitiendo así la salida a bolsa y posterior incorporación al Ibex-35, índice bursátil de referencia en España. Esto fue el inicio de un proceso de crecimiento notable que desembocaría en el inicio del proceso de fusión con British Airways en 2009 para su posterior aprobación en 2010 que analizaremos en esta sección.

6.1.3. ¿Porque se fusionan?

Las razones de la fusión tienen diversas fuentes, pero en todo, caso convergen en la idea de que era necesaria para la supervivencia de ambas entidades. Como se presentó en el proyecto conjunto de fusión IAG, (2022) En los años previos a la fusión, los márgenes en la industria aérea a nivel mundial eran especialmente bajos, con poca rentabilidad y requiriendo a las aerolíneas a tener un sistema operativo exigente en cuanto a vuelos, trabajadores y servicios. Cabe resaltar el hecho de que Iberia presentaba los salarios más altos en Europa para sus pilotos y tripulación de vuelo, que podía entrever que su situación como entidad podría llegar a ser insostenible. No solo eso, sino que, la exposición de las aerolíneas a costes variables debido a su necesidad de combustibles fósiles para volar y la volatilidad de estos, también acentúan la posibilidad de entrar en una situación de riesgo (IAG, 2010).

La industria de las aerolíneas es muy sensible a las condiciones económicas, ya que está fuertemente influenciada por los niveles de empleo, la confianza del consumidor y la disponibilidad de crédito, y en tiempos de crisis, el tráfico aéreo puede estancarse hasta cierto punto (IAG, 2010). Esta es una industria altamente estacional donde los ingresos generados durante el verano u otros días festivos se utilizan para compensar varios meses de bajo tráfico y está sujeta a numerosos cambios en las leyes y reglamentos nacionales

o internacionales y los riesgos de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero aumentan el número de factores de riesgo.

Si bien es cierto que los avances tecnológicos pueden crear sistemas rentables (los aviones son más eficientes en combustible) y permitir que las aerolíneas creen valor agregado a través del acceso a Internet y la conectividad, las conexiones con otros operadores, los aspectos negativos parecen superar a los positivos y las aerolíneas unen sus fuerzas para cubrir las pérdidas (IAG, 2010).

No obstante, debido al desarrollo tecnológico en todo el mundo, la competencia al sector de las aerolíneas internacionales no solo incluye a nuevas compañías dentro de la industria como podrían ser las aerolíneas low-cost, sino que debido a la aparición de métodos de transporte alternativos los clientes tradicionales han cambiado su percepción del viaje. Además, el avance tecnológico ha disminuido la necesidad de transporte, especialmente en términos laborales, ya que el uso de herramientas de videoconferencia, mensajería instantánea y mejora de la comunicación en general ha hecho que las compañías no requieran de reuniones presenciales reduciendo sus gastos y, por tanto, reduciendo el negocio de muchas aerolíneas.

Como señala IAG (2010), en cuanto a las empresas involucradas, mostraron resultados negativos en los últimos dos años antes de la fusión, especialmente en el caso de British Airways. La entidad británica registró una pérdida de 495,8 millones de euros (£ 425 millones) al 31 de marzo de 2010, siendo esta la mayor pérdida de su historia. Como se mencionó anteriormente, la principal causa fue una caída de 8.7 % en los ingresos, la cual fue parcialmente compensada por la reducción de costos. Para Iberia, 2010 supuso una importante mejora, con un aumento de los ingresos del 8,3 % y un resultado operativo de 89 millones de euros, frente a una pérdida de 273 millones de euros el año anterior. Tanto Iberia como British Airways, esperaban un total de 400 millones de euros anuales a los cinco años, con un coste máximo de 69 millones de euros durante todo el proyecto.

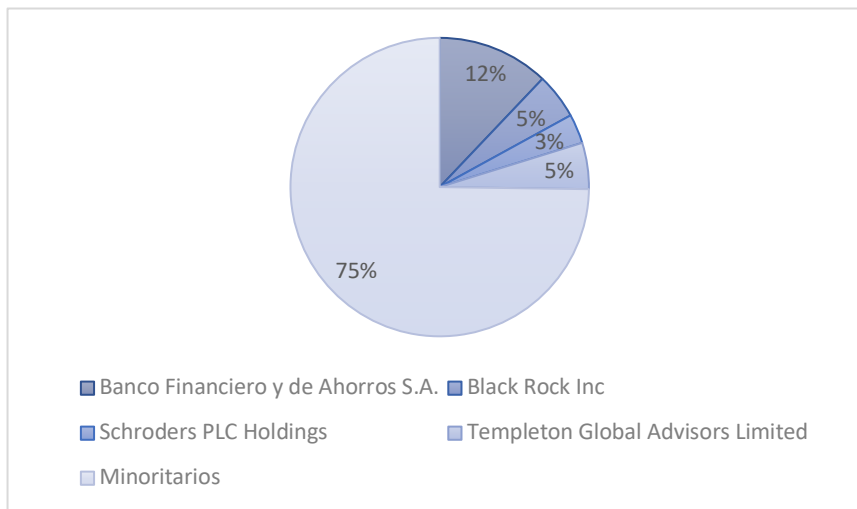
6.1.4. Proceso de fusión

El proceso por el que pasaron Iberia y British Airways para fusionar ambas aerolíneas supuso unos hitos económicos relevantes para las operaciones de la compañía. Tal y como se prevé en el proyecto común de fusión, IAG (2010), los números de la operación son los siguientes:

- El tipo de canje para los accionistas de Iberia en la transacción fue de 1,0205 acciones ordinarias por un valor nominal de 0,50 euros del Grupo IAG por cada acción poseída de Iberia representadas con un valor de 0,78 euros.
- El tipo de canje para los accionistas de British Airways en la fusión fue de 1 acción ordinaria por un valor nominal de 0,50 euros del Grupo IAG por cada acción que dispongan representadas con un valor de 0,50 euros de British Airways.
- Durante el proceso de fusión no se realizó ningún pago en metálico entre las dos entidades presentes y todo el pago fue realizado a través ampliaciones de capital. Esa ampliación de capital fue llevada a cabo por parte de Iberia en un número determinado en el momento anterior a la fusión, representando un valor de 0,50 euros por acción ordinaria que fue distribuida y reservada según el canje planteado anteriormente.
- Por último, los niveles máximos establecidos en el acuerdo en cuanto a la ampliación de capital fue un límite de 1.049.928.242 euros, siendo esto 2.099.856.484 acciones ordinarias por un valor nominal de 0,5 euros por acción emitida.

En el momento de realización de la fusión la estructura accionarial se vio alterada debido al cambio en la propia estructura de las entidades. Este hecho es extremadamente relevante debido a la posibilidad de obtener un mayor nivel de control dentro del consejo de administración del grupo. Esto además se vio reforzado por la presencia del gobierno español, siendo este representado por el Banco de Financiero y de Ahorros S.A. y la posible interferencia de este en las operaciones de la compañía creada. Esta estructura se presentó de la siguiente manera en el proyecto común de fusión, IAG (2010), visualizándose de la siguiente manera.

Gráfico 2 Estructura Accionarial Significativa IAG 2010.



Fuente: Elaboración propia, a partir del proyecto común de fusión, IAG (2010).

6.1.5. Ventajas e inconvenientes

Durante la fusión de Iberia y British Airways con la posterior creación del Grupo IAG hubo un gran número de procesos internos previos que posibilitaron esta transacción. Todos ellos buscaban una posible generación de valor para ambas entidades, siendo relevante la comprensión de las posibles ventajas e inconvenientes de esta operación. Todo ello fue publicado en el proyecto común de fusión, IAG (2010), que deriva en las siguientes ideas sobre la fusión realizada.

➤ **Ventajas:**

- ◆ La fusión permite generar un mayor flujo de ingresos en la entidad debido a la capacidad para ofrecer un mayor rango de líneas operativas y conexiones aéreas.
- ◆ Permite la diversificación de la entidad que posibilita la mejor en cuanto a posición estratégica dentro del sector aéreo, a la vez que aumenta su cuota de mercado frente a otras compañías del sector.
- ◆ Debido al crecimiento interno se podrá generar un nivel de valor en los accionistas con el posterior impacto bursátil, incrementando el precio por acción y generando ganancias de capital en los inversores.
- ◆ La transacción también permite una mejor en los servicios hacia los clientes que tendrán una gama más amplia de servicios en todo el mundo dentro del pacto Oneworld.

- ◆ Por último, la generación de sinergias operativas que fueron contabilizadas en el proyecto común de fusión, IAG (2010) en unos 400 millones de euros anuales en un plazo máximo de cinco años.

➤ **Desventajas:**

- ◆ El principal inconveniente de la fusión es la posibilidad de generar diferencias internas entre los trabajadores del grupo y la posibilidad de debilitar la cultura interna del mismo. Este conflicto vendría dado por la incapacidad de asimilar el cambio de las personas que verían potencialmente en riesgo sus puestos de trabajo. Todo ello podría llevar a ineficiencias en el trabajo, lastrando el rendimiento de la entidad y no permitiendo la generación de las sinergias planteadas para la fusión.
- ◆ Además, debido a que esta fusión se trata de una cross-border operación, la estructura final del grupo puede resultar algo compleja para los trabajadores y también para el mercado. Esta complejidad operativa podría perjudicar a la transacción, ya que el funcionamiento interno podría no llegar a ser óptimo y eficiente.
- ◆ Por último, un inconveniente que ya ha sido planteado dentro del proyecto es como paliar con la estructura interna de British Airways en cuanto a sus planes de pensiones. Estos conllevan un número notable de pagos a futuro para la entidad que llevaban perjudicando a la compañía británica. Esta estructura es algo que el grupo tendrá que afrontar afectando a los empleados al generar cierta segregación entre ellos a la vez que impactando los resultados obtenidos por el nuevo grupo creado.

6.1.6. Análisis de la operación

A la hora de analizar la fusión entre las dos entidades aéreas Iberia y British Airways, la creación del Grupo IAG en 2011 se realizará un análisis a través de las herramientas presentadas en el marco teórico. Estas herramientas: precio por acción, beneficio por acción (BPA) y price-earning ratio (PER) servirán como key performance indicators (KPIs) para el estudio de la posible creación de valor hacia los accionistas de la entidad en su fusión. En análisis superficial de la operación se aprecia como la evolución bursátil ha sido positiva desde la fusión y creación del grupo el veintiuno de enero de 2011 hasta el final de año de 2019. Es importante destacar que en este análisis se ha tomado como

último punto de referencia el treinta y uno de diciembre de 2019, ya que como bien es sabido en marzo de 2020 el mundo se detuvo y más en concreto la industria aeronáutica, debido a la COVID-19. Por este motivo, no se ha tenido en cuenta periodos posteriores a 2019 para apreciar el impacto de la fusión como tal que se hubiese visto mermado, por lo que supuso la pandemia tanto en beneficios como en su cotización.

En ese sentido, los datos que se analizaran se encuentran resumidos en la siguiente tabla:

Tabla 1: Análisis cuantitativo fusión Iberia-British Airways.

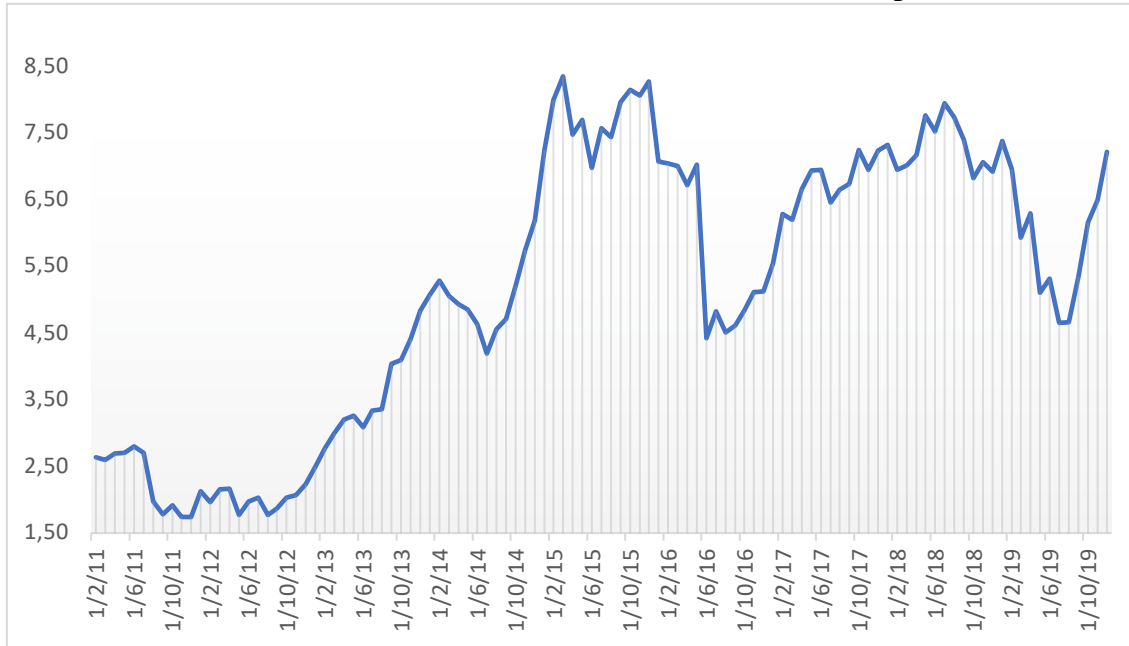
Fusión Iberia-British Airways					
Fechas	Precio Cierre	Beneficio Neto	Acciones en Circulación	BPA	PER
25-01-11	3,21	582.000.000,00	181.002.000,00	0,31	1,00
31-12-12	2,23	-923.000.000,00	470.730.000,00	-0,51	-1,14
31-12-14	6,19	1.003.000.000,00	483.446.000,00	0,48	2,98
31-12-16	5,13	1.952.000.000,00	1.815.360.000,00	0,93	4,77
31-12-18	7,24	2.021.000.000,00	1.936.118.000,00	0,96	6,93
31-12-19	7,22	1.715.000.000,00	1.992.033.000,00	0,86	8,39

Fuente: Elaboración propia, a partir de cuentas anuales de la entidad consolidada y Bloomberg.

A través de herramientas previamente detalladas se aprecian distintos cambios en la compañía tanto en su cotización, beneficio e indicadores de estos mismos.

- En cuanto a la evolución del precio por acción debemos de volver al precio por el cual IAG cerro su primera jornada en el mercado. En ese sentido, se ve como el mercado valoro a la entidad creada tras la fusión el veinticinco de enero del 2011 en 3,21 euros la acción. En este caso, al no existir una sociedad absorbente, no se puede examinar su cambio con la cotización previa de ambas entidades, no obstante, si se puede analizar su evolución post-transacción. Por ello, se aprecia como en corto plazo concretamente existe una caída notable en el precio hasta un valor de 2,23 euros por acción, suponiendo una pérdida de valor de un 30,5 %. Esto se debió a la dificultad en la fusión de ambas entidades debido a su gran tamaño y exigencia operativa sumado a la crisis económica que azotaba Europa y en especial a España. Todo ello llevo al grupo a caer en pérdidas millonarias durante ese primer año que repercutió en la cotización de este. Esto pudo suponer un riesgo para la viabilidad del proyecto, lastrando así la generación de valor. Aun así, en los siguientes años hubo un crecimiento notable de este precio por acción soportado por la generación de sinergias en cuanto a su beneficio y la percepción del propio mercado de una mejor en el negocio. Esa subida en la cotización se aprecia en la siguiente gráfica:

Gráfico 3: Evolución de la cotización International Airlines Group 2011-2019.



Fuente: Elaboración propia adaptado de Yahoo Finance, 2022.

Como se aprecia en el gráfico a partir de esa caída en el primer año de operaciones, la entidad vio un crecimiento prácticamente durante todos los años. El único periodo que supuso una caída fue entre el 2015 y 2016, pero en el cual hubo una recuperación notable, volviendo a señalar la buena percepción de cara a los inversores del grupo. Todo ello se resumió a finales de 2019, en el cual el grupo IAG cerró con un precio de 7,22 euros por acción, una apreciación del 124,9 % una cantidad muy representativa del buen hacer de la entidad. Esto muestra como en relación con el precio por acción del grupo, existe la idea general de que el proyecto de fusión llevado a cabo en el 2011 supuso un éxito para ambas compañías, ya que se generó un crecimiento en la valoración dada por el mercado.

- En cuanto al análisis de la entidad, durante los años posteriores a la fusión se aprecian tanto similitudes como diferencias con el precio por acción de IAG. Analizando el impacto en el beneficio por acción se aprecia un valor de 0,31 en el momento de fusión. A partir de ese momento existe una caída en el BPA que viene reflejado por la caída en beneficios mencionados anteriormente, aun así, este valor no es representativo para el análisis. A partir de ese periodo el incremento en el valor de este ratio es muy notable, llegando a un valor máximo de 0,96 y estando en 0,86 al término de 2019, representando un incremento porcentual del 208 % y 177,8 % respectivamente. Estos valores son representativos de cara a entender la posible generación de valor en la fusión bajo estudio. En este caso es relevante comprender

de donde viene este impacto en el BPA. IAG en los años posteriores ha incrementado el número de acciones en circulación de forma muy elevada debido a que en su momento al completar la operación la cantidad de acciones era de alrededor de 181 millones y terminó llegando en el año 2019 a un número de acciones de alrededor de 1.992 millones de acciones. Esta subida tan elevada con un crecimiento de los beneficios a menor ritmo supondría una dilución del BPA, por lo que se podría entender como la fusión no habría generado valor para el accionista, ya que estos mismos no habrían generado un mayor número de unidades de beneficio por cada acción. En este caso, la fusión ha podido generar una gran cantidad de sinergias operativas y financieras que ha elevado el beneficio de IAG desde 582 millones a 1.715 millones de euros, casi triplicando el beneficio de la entidad en nueve años. Estos números muestran el impacto tan grande de la fusión en el beneficio por acción del Grupo IAG debido a la generación de sinergias a lo largo de los años, generando un número de beneficios netos muy superiores a los previamente obtenidos.

- El último KPI identificado para el análisis de esta operación es el price-earning ratio desarrollado previamente en el marco teórico de este trabajo. Este valor ha vivido unas variaciones similares al BPA debido a la inclusión de este último en la obtención del PER. En este caso se aprecia un valor de PER extremadamente bajo en la constitución del nuevo grupo, posiblemente debido a la dificultad de apreciar una generación de valor en la nueva entidad a medio y largo plazo. En ese sentido, se ve como hubo una disminución en su primer año debido a esa caída en beneficio, llegando a la obtención de pérdidas en el grupo. No obstante, a partir de ese punto existió una fuerte subida que ya se hizo notable a finales de 2016. Desde un punto de vista a medio plazo de la propia fusión se ve como el PER cerró ese año en 4,77, suponiendo un incremento desde la fusión de un 377,8 %. Esto nos muestra como el propio mercado ha sido capaz de integrar el valor generado a lo largo de los años en la entidad, ajustando el precio por acción en consonancia con él y aumentando el precio por acción contra los beneficios generados por la entidad. Esto demuestra como el propio mercado entiende como la generación de beneficio neto seguirá aumentando a lo largo de los años, por lo que es necesario pagar un mayor precio por acción debido a los posibles beneficios que IAG generará. Esto se vio reforzado en los años siguientes con unas subidas en la cotización de la entidad y una subida en el PER hasta un 8,39 en 2019. Todo ello nos refuerza lo anteriormente desarrollado, en relación con el ajuste por parte del mercado en términos de precio al incremento en

beneficios del grupo, considerando que el Grupo IAG será capaz de generar mayores beneficios en el futuro, por lo que un inversor tendrá mayor capacidad de generar valor por lo que deberá pagar un mayor precio por acción.

6.1.7. ¿Se generó valor?

Todo este análisis numérico se realiza con la función de entender si se ha generado valor al accionista a través de la fusión realizada en el año 2011. Desde una perspectiva global se aprecia como desde los tres KPIs y puntos de vista planteados existe una generación de valor en el grupo a lo largo de los años. En el caso de esta fusión en particular se aprecia como en el corto plazo más estricto, siendo esto un año, no se creó valor porque tanto la cotización, como el BPA y el PER se vieron reducidos debido a los resultados negativos que ofreció la entidad en 2012. No obstante, se ve como a partir de ese momento puntual en el tiempo, IAG obtuvo un gran número de sinergias operativas y financieras debido a esta fusión que posibilitaron un incremento notable en sus beneficios que fueron la clave en el incremento del precio por acción, BPA y PER de la forma en la que lo hizo. Por ello, se puede considerar que existió una generación de valor por parte de Iberia y British Airways en su proyecto de fusión y creación del Grupo IAG que les ha posibilitado casi triplicar sus resultados en nueve años. Toda esta generación de valor en términos operativos ha afectado a la percepción del mercado que ha capturado ese valor creado en su valoración de la compañía como en su visión de cara al futuro de esta. Por lo que, desde el punto de vista accionarial sí que ha existido una generación de valor debido a esta fusión, ya que los mismos han visto un incremento en el precio de la acción, un aumento en el beneficio por acción y un mayor valor en el price-earning ratio.

6.2. CASO CAIXABANK – BANKIA

6.2.1. Bankia

Debido a la fuerte crisis vivida dentro del sistema bancario mundial y particularmente español, en el año 2010 se vivió una restructuración importante del mismo. El resultado de este trabajo resultó en la creación de una nueva entidad financiera española llamada Bankia y que fue fundada en diciembre de 2010 en Valencia. Esta nueva entidad fue creada con la intención de integrar a las diferentes cajas de ahorros que habían sido notablemente afectadas por esta crisis. Como presenta CaixaBank, (2021) en ellas se encontraban las siguientes entidades: Bancaja, Caja Madrid, Caja de Canarias, Caixa de

Laietana, Caja Segovia, Caja de Ávila y Caja Rioja. La compañía comenzó a operar como una filial del Banco Financiero y de Ahorros en su labor de crecimiento y salvación de las cajas previamente mencionadas, todo ello llegando a gestionar 340 mil millones de euros en activos en el nuevo banco. La entidad nombraría presidente del grupo y consejo de administración a Rodrigo Rato, que llegó a ser ministro de economía y Vicepresidente del Gobierno de España, y Director del Fondo Monetario Internacional. El mismo realizó la salida al mercado bursátil de Bankia siendo esta la que gestionase la banca minorista y el Banco Financiero y de Ahorros quien gestionase activos de riesgo como las inversiones inmobiliarias y participaciones preferentes, este último sin cotizar en bolsa. Este paso de salida al parqué se hizo efectivo en julio de 2011, con una opción de venta del 55% de capital y un precio de 3,75 euros la acción mientras el porcentaje restante se quedaría en manos del BFA. Esta operación llevó a la compañía a la captación de algo más de 3 mil millones de euros, resultando en una posterior introducción en el Ibex 35 a finales de año (CaixaBank, 2021).

En 2012, Bankia sufre su peor año como entidad financiera. En mayo su presidente Rodrigo Rato dimitiría de su cargo siendo relevado por el hasta ahora presidente de la entidad, José Ignacio Goirigolzarri. Durante ese periodo el estado adquiriría el Banco Financiero y de Ahorros nacionalizando así la entidad y por lo tanto tomando el 45% de Bankia en términos de participación accionarial. Todos estos movimientos internos reflejarían la situación de la economía nacional y la entidad como tal viviendo ambas un momento especialmente delicado. Esto se vio reflejado cuando el 25 de mayo la Comisión Nacional del Mercado de Valores suspendió la cotización bursátil de Bankia por las grandes caídas que venía sufriendo la acción, cayendo a 1,57 euros. Es importante recalcar que la suspensión de cotización fue una petición expresa del consejo de administración de Bankia y no de la propia comisión, dando a entrever lo que sucedería más adelante con la quiebra técnica de la entidad. Esta situación llevó al gobierno español a realizar el mayor rescate financiero de la historia de España con una inyección de 19 mil millones de euros en BFA de los cuales 12 mil millones irían destinados a Bankia. Debido a este rescate bancario y la notable caída en bolsa Bankia fue excluida del Ibex 35 acumulando unas pérdidas del 90% desde su introducción dos años atrás (CaixaBank, 2021).

Tras estos problemas financieros de la compañía, el nuevo consejo de administración se vio obligado a ejecutar un gran plan de reestructuración corporativo para la posible supervivencia del grupo. Esto llevo a la presentación en 2016 de un nuevo plan estratégico que basaba “en la sencillez y la transparencia, incluyendo la supresión de las comisiones a los clientes con ingresos domiciliados, nómina o pensión” (CaixaBank, 2021). Debido a este plan de trabajo Bankia fue capaz de sanear sus cuentas por valor de 26 mil millones de euros y devolviendo más de 3 mil millones de euros de dinero estatal recibido en años anteriores.

6.2.2. CaixaBank

CaixaBank fue fundada por Francesc Moragas en el año 1904, su función era de prestar un servicio de ahorro financiero a la sociedad catalana de la época. En ese momento el nombre de la entidad era Caja de Pensiones para la Vejez. A partir de ese momento, la compañía comenzó a expandirse de forma nacional dando pasos como su desarrollo en las Islas Baleares como la creación en 1918 de La Obra Social, una fundación que trataría de realizar donativos y ayudas a instituciones benéficas. Unos años más tarde la compañía realizaría la que fue su mayor fusión hasta el momento, fusionándose con la Caja Rural para la Federación Católico-Agraria de Ibiza (CaixaBank, 2022). Todo ello representó un plan de acción de crecimiento inorgánico en preparación al siguiente paso estratégico de la entidad, siendo este una inversión notable en el sector inmobiliario con la construcción de más de 25 mil viviendas sociales permitiendo a la ya considerada Caja de Pensiones para la Vejez y Ahorros abrirse camino en el mercado inmobiliario de la época (CaixaBank, 2022).

En los años posteriores comenzó digitalización de las entidades físicas, a principios de la década de 1960 y para 1975 se emitirían las primeras tarjetas de crédito que, debido a su auge en el uso diario de las personas brindaron a los clientes de la entidad un nuevo método de pago seguro y fácil de usar. Durante las próximas décadas el banco realizaría una gran cantidad de operaciones de fusiones y adquisiciones potenciando su capacidad de crecimiento inorgánico incrementando su negocio y diversificando su cartera. Años más tarde, la compañía transformaría su estructura organizativa convirtiéndose así en un holding llamándose Caixa Holding, el cual gestionaría de una manera unificada todas las filiales, participaciones y carteras del grupo (CaixaBank, 2022).

Por último, CaixaBank (2022), uno de los movimientos más relevantes en la historia de la entidad se llevó a cabo el 3 de septiembre de 2020 cuando tanto CaixaBank como Bankia anunciaron el proyecto de fusión conjunto para formalizar la fusión de ambas entidades bancarias logrando así la mayor institución financiera española. Ese mismo mes, los consejos de administración dieron su aprobación interna al proyecto por lo que a partir de ese momento la negociación sería firme teniendo como efecto la fusión real entre ambas compañías en noviembre de 2021.

6.2.3. ¿Por qué se fusionan?

El mercado bancario español ha vivido un gran número de cambios y momentos de estrés desde la crisis de hipotecas sub-prime y su posterior impacto en la propia economía española y europea. En esos años el mercado ha vivido grandes reestructuraciones para paliar con los efectos de la ya mencionada crisis debido a los bajos tipos de interés llegando a estar en negativo lo cual puede llegar a invertir el modelo de negocio de los propios bancos. Estas grandes instituciones bancarias han tratado de buscar una mejoría en la eficiencia optimizando los costes operativos para poder luchar con la reducción de márgenes que vivía el sector. La situación macroeconómica de esos años hacía prever de un posible crecimiento notable en años futuros, pero la llegada de la Covid-19 y posterior pandemia mundial ha hecho que este escenario ya no fuese factible. La pandemia constituyó un shock a la economía mundial reduciendo los ingresos de familias, individuos y empresas debido a la detención operativa de prácticamente todas las organizaciones. Para combatir este fenómeno bancos centrales como La Reserva Federal o el Banco Central Europea tuvieron que actuar de forma rápida inyectando capital, comprando deuda y manteniendo los tipos de interés. Todo ello en conjunto volvió a poner en jaque a las instituciones financieras debido al riesgo de incremento en morosidad y bajo negocio corporativo por lo que sus propias rentabilidades podían verse mermadas, por lo que un proceso de consolidación en el sector podía ser esperado.

En la última década tanto CaixaBank como Bankia se postularon como dos de las mayores entidades financieras por volumen de activos en España. Ambas se posicionaban previamente a la fusión en el segundo y cuarto puesto en esta comparativa por activos; no obstante, la pandemia tuvo un gran efecto en el negocio afectando al sector bancario en toda Europa obligando a estos a tener que buscar cambios en el modelo de negocio para

poder paliar los cambios surgidos por la transformación digital o la continuación de bajos tipos de interés lastrando la rentabilidad bancaria (CaixaBank 2020). Por ello, ambas entidades vieron como una posible operación de M&A podría ser una buena idea en términos estratégicos que generaría una serie de sinergias y ventajas operativas para ambas compañías. Al fin y al cabo, la fusión es identificada por ambas entidades como una posibilidad estratégica importante a la hora de afrontar su futuro en el mercado bancario español, todo refrendado por diferentes razones. Las compañías tienen en cuenta el fuerte reconocimiento de las marcas en ambas entidades, siendo relevante a la hora de afrontar un crecimiento de la base clientelar que podría ser importante de producirse la fusión (CaixaBank, 2020). También como afirma CaixaBank, (2020) en su proyecto de fusión, su saneada estructura de liquidez y consolidada posición de solvencia pudiendo ampliar este tipo de márgenes y ratios operativos a través de la fusión, ya que las posibles sinergias reducirían costes aumentando la eficiencia operativa. Además, la publicación por parte del Banco Central Europeo acerca de las incertidumbres derivadas de las operaciones de concentración en los requerimientos de capital aplicables a la entidad resultante permitió a CaixaBank y Bankia de afrontar esta posibilidad con una mayor seguridad legislativa y de apoyo por parte del banco central a la hora de afrontar operaciones de concentración en el ámbito de las entidades financieras (CaixaBank, 2020). Por último, una de las razones principales que identificaron las compañías para llevar a cabo el proyecto fue las similitudes operativas en el modelo de negocio de ambas partes, refiriéndose tanto a su participación destacada en el sector hipotecario minorista y un importante negocio de PYMES (CaixaBank, 2020). Este parecido en el modelo de negocio les hizo entender que habría un buen encaje operativo y cultural a la hora de formalizar la fusión. Todos estos conceptos fueron parte de las razones por las cuales CaixaBank y Bankia decidieron llevar a cabo la transacción pensando que les permitirían generar sinergias positivas tanto a corto como largo plazo.

La fusión entre ambas entidades permitiría según ellas, lograr ciertos objetivos que fueron definidos por CaixaBank, (2020) como:

- Logrará posicionarse como un referente en el sector financiero español posicionándose como la líder en cuanto a capitalización bursátil y referente en términos de activos, créditos, depósitos y otros productos financieros.

- Creación de sinergias operativas al construir una mayor red de oficinas en España que serán más eficientes debido a su naturaleza complementaria y además de poder desarrollar un equilibrio mayor en todas las áreas geográficas nacionales.
- La combinación empresarial tendrá la capacidad de facilitar un mayor flujo crediticio a familias y empresas fomentando el consumo y el desarrollo de Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) en España.

La estructura para el desarrollo de la transacción será mediante una fusión empresarial en la cual los negocios de ambas entidades se integrarán entre sí. Para ello CaixaBank tomará la posición de sociedad absorbente y Bankia de sociedad absorbida por lo que el negocio de Bankia se verá integrado dentro de CaixaBank. El proceso desencadenará en la “extinción, vía disolución sin liquidación, de Bankia, y transmisión en bloque de todo su patrimonio a CaixaBank, que adquirirá por sucesión universal la totalidad de los derechos y obligaciones de Bankia, recibiendo los accionistas de Bankia un canje de acciones de CaixaBank” (CaixaBank, 2020).

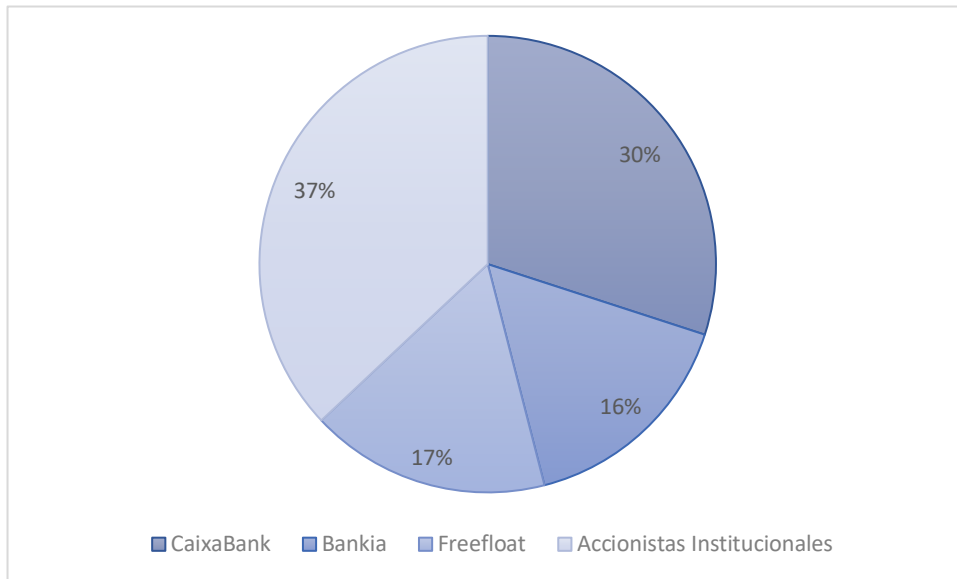
6.2.4. Proceso de fusión

La operación llevada a cabo por CaixaBank y Bankia en la integración de la segunda en la primera supuso ciertos hitos financieros para su funcionamiento. Como viene contemplado en el informe realizado por una entidad independiente, BDO España (2020), los números de la fusión fueron los siguientes:

- Capital social de Bankia era de 3.069.552.105 acciones ordinarias representadas por un valor nominal de 1 euro por acción.
- Capital social de CaixaBank era de 5.981.438.031 acciones ordinarias representadas por un valor nominal de 1 euros por acción.
- El tipo de canje de la transacción fue de 0,6845 acciones nuevas emitidas por CaixaBank por cada acción emitida por Bankia. Teniendo estas nuevas acciones el mismo valor y derechos.

Al finalizar la fusión se plantea la siguiente estructura accionarial que es relevante en el rumbo operativo que lleve la entidad a futuro especialmente en la toma de decisiones dentro del consejo de administración. Esta estructura es presentada en el proyecto común de fusión, CaixaBank (2020), y se visualiza de la siguiente manera:

Gráfico 4 Estructura accionarial significativa CaixaBank post-fusión.



Fuente: Elaboración propia, a partir de CaixaBank (2020).

6.2.5. Ventajas e inconvenientes

En todo proceso económico existen acciones que lleven a distintas repercusiones tanto internamente en una entidad como de manera externa. Por ello a la hora de analizar este tipo de transacciones, como son la fusiones empresariales, es relevante entender las ventajas e inconvenientes para las compañías presentes en el proyecto de fusión. Estas mismas se aprecian en la siguiente tabla derivada de la información presentada en el Proyecto de Fusión, CaixaBank (2020).

➤ **Ventajas:**

- ◆ La fusión ha permitido a CaixaBank consolidarse como el mayor banco a nivel nacional y aumentando su capacidad y presencia en el marco europeo.
- ◆ Esta operación aumenta la capacidad operativa de ambas entidades de forma global superando de manera rápida y eficiente las barreras de entrada con un menor nivel de riesgo.
- ◆ Crecimiento en términos de tamaño, eficiencia y solidez tanto operativa como financiera. CaixaBank es una entidad.
- ◆ Esta transacción ha dado cabida a un crecimiento extremadamente rápido en cuanto a beneficios algo de difícil obtención a través de crecimiento orgánico. Esto se debe al momento de madurez económica que vive el sector bancario, por lo que la fusión permite a CaixaBank obtener mayores beneficios en menor tiempo que sus competidores directos.

- ◆ La fusión posibilita la generación de valor hacia los accionistas de ambas entidades debido a la creación de valor a través de sinergias favoreciendo a la compañía consolidada en el mercado.

➤ **Desventajas:**

- ◆ La fusión posibilita una peor valoración por parte del mercado en el caso de que no vean como necesaria ni relevante una operación de esta forma y calibre. Pudiendo perjudicar su rendimiento en el mercado.
- ◆ Dificultades en el proceso de negociación de la fusión debido a la debilitada posición de Bankia y la participación del estado en la misma.
- ◆ Debido al carácter transformador de la transacción ha existido una percepción negativa por sectores internos, ya que la duplicidad de plantilla, sucursales y recursos han conllevado y conllevarán despidos y ceses de actividades de partes específicas de la entidad formada.
- ◆ La fusión conlleva un elevado coste para la entidad formada en términos de reducción de duplicidades y generación de eficiencia interna, llegando a 3.400 millones de euros.
- ◆ De forma similar, la futura integración laboral de equipos y plantillas puede resultar en una ardua tarea para CaixaBank. Esto puede llevar a conflictos internos en el proceso de integración limitando el posible éxito de la operación.

En todo caso la operación se llevó a cabo realizándose de forma efectiva el día doce de noviembre de 2021 teniendo las siguientes implicaciones sobre los accionistas de la entidad.

6.2.6. Análisis de la operación

El análisis de la fusión bancaria entre la Caixa y Bankia en 2021 llevará el mismo proceso de estudio que el ya realizado previamente con el grupo IAG. Para ello se realizará un estudio del impacto de la operación en los KPI's indicados en la sección teórica: el precio por acción, beneficio por acción (BPA) y price-earning ratio (PER). En primer lugar, se puede apreciar como la evolución bursátil ha sido positiva en términos generales desde el día de la fusión el doce de abril de 2021. Ese mismo día la cotización de la entidad se situó en 2,504 euros por acción.

Los datos que se analizaran se encuentran resumidos en la siguiente tabla:

Tabla 2: Análisis cuantitativo fusión CaixaBank-Bankia.

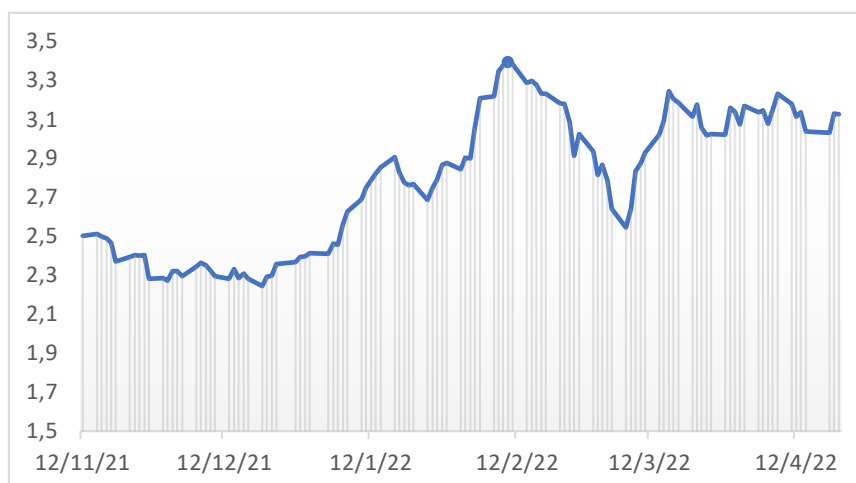
Fusión CaixaBank - Bankia					
Fechas	Precio Cierre	Beneficio Neto	Acciones en Circulación	BPA	PER
29-12-17	3,89	1.718.628.000,00	5.981.438.000,00	0,28	13,54
31-12-19	2,80	1.705.000.000,00	5.981.438.000,00	0,28	9,82
31-12-20	2,10	1.381.000.000,00	5.981.438.000,00	0,23	9,10
12-11-21	2,50	1.600.000.000,00	8.060.647.033,00	0,20	12,61
22-04-22	3,09	5.229.000.000,00	8.060.647.033,00	0,65	4,76

Fuente: Elaboración propia, a partir de cuentas anuales de las entidades y Bolsa de Madrid.

Analizando puramente el rendimiento de la acción en el mercado se pueden sacar los siguientes planteamientos:

- En términos del precio por acción se aprecia como existe una revalorización desde el momento en el cual se realizó la transacción el doce de noviembre de 2021. Ese día la cotización bursátil cerró en 2,50 euros por acción. A partir de ahí se registró un crecimiento notable y bastante estable en la cotización de la entidad. Este aumento situó el precio por acción en 3,09 euros por acción el veintidós de abril de 2022. Estos datos nos muestran una revalorización de un 23,4% en la cotización de la entidad en el tiempo post-fusión. Esto se aprecia en la siguiente gráfica:

Gráfico 5: Evolución de la cotización CaixaBank post-fusión.



Fuente: Elaboración propia adaptado de Yahoo Finance, 2022.

No obstante, si este análisis observa la cotización de CaixaBank en periodos anteriores este resultado se ve alterado. La cotización de la compañía pre-transacción

cerro en un precio de 2,10 al término del año 2020, 2,80 en el año 2019 y si se analizase la evolución desde el 2017, cerro en 3,89 euros por acción. Esto muestra que si analizamos la situación bursátil de la entidad desde un periodo previo a la transacción suficientemente amplio existe una caída en el precio de la acción de un 20,56%. La evolución se aprecia en la siguiente gráfica.

Gráfico 6: Evolución de la cotización CaixaBank 2017-2022.



Fuente: Elaboración Propia adaptado de Yahoo Finance, 2022.

- En relación con el beneficio por acción obtenido a lo largo de los periodos ya analizados se aprecian distintos movimientos que en la cotización de CaixaBank. Si analizamos el BPA previo a la fusión entre CaixaBank y Bankia se aprecia una caída continuada en esta figura. Esto se debe en mayor parte a la caída en beneficios desde el 2017 hasta finales de 2020 en la entidad absorbente por lo que el beneficio por acción se vio mermado. Esta caída en beneficios netos se vio representada en un 19,6% con la respectiva estabilidad en el número de acciones en circulación que se mantuvo en 5.980 millones de acciones. Este BPA cayó desde un 0,28 hasta un 0,23 en 2020 suponiendo un deterioro en el rendimiento por cada acción pudiendo causar una sensación negativa acerca de la entidad a posibles inversores. Esta caída en uno de los KPI's más relevantes para los accionistas fue una de las posibles razones que llevaron a las entidades a realizar esta fusión.

En esa búsqueda de crear valor a través de la fusión se aprecia como el beneficio por acción aumento notablemente tras la fusión realizada en 2021. Esta transacción supuso un incremento en el capital circulante llegando a un número ligeramente superior a los 8.000 millones de acciones y un aumento relevante en el beneficio neto llegando a los 5.229 millones de euros, debido al proceso de consolidación financiero

y sinergias creadas en el proceso de integración de Bankia en CaixaBank. Estos dos factores llevaron al BPA de la entidad a un 0,65 suponiendo una revalorización de 226,81% con respecto al BPA en el momento de la fusión.

- Por último, al realizar los cálculos del Price-earning ratio identificado para este análisis, se aprecia como existe una disminución de su valor a lo largo de los años en líneas generales. En el año inicial de análisis, 2017, se ve como el PER se situaba en un 13,54 dando a entrever el nivel de pago por acción con respecto a futuros beneficios de la compañía. Aun así, es importante recordar, como hemos explicado en el marco teórico la necesidad de comparación a la hora de evaluar el PER. Por ello se aprecia como en años posteriores existe una caída de esta cifra situándose en torno al 9 y posteriormente teniendo en un 12,61 en el momento de la fusión. A la hora de analizar el proceso de fusión se aprecia que, en los meses posteriores hasta abril del 2022, en ese punto el PER se situó en 4,76 suponiendo una bajada del 64,8% desde 2017 y un 62,2% desde el momento de la transacción. Estos datos suponen que el mercado considera que la entidad tendrá de aportar a los accionistas un menor valor de sus futuras ganancias. Además, esta idea muestra la posibilidad de un menor crecimiento de cara a futuro por lo que podríamos asumir que la generación de valor por parte de la compañía en relación con el mercado ya ha sido asumida por el mercado. En ese sentido existe una valoración de que el nivel de crecimiento será estable de cara al futuro y no se habrá mayores impactos por el efecto de la fusión.

6.2.7. ¿Se generó valor?

Después de realizar un análisis de la operación realizada entre CaixaBank y Bankia, se ha podido ver cómo ha existido una variación notable en los distintos KPIs identificados a lo largo del tiempo, desde una situación previa a la transacción como posterior a la misma. Estos cambios y evolución son representativos a la hora de analizar la posible creación de valor en la entidad post-fusión. En ese sentido, se aprecia como existen distintas variaciones a lo largo del periodo bajo estudio. Analizando solamente el periodo posterior a la fusión, sí que se podría considerar que la operación supuso una creación de valor para los accionistas, ya que la fusión generó una apreciación tanto en el precio por acción y el beneficio por acción de los accionistas. No obstante, el precio por acción sí que vivió una caída en su valor desde los años previos a la transacción, con el último punto de análisis

en abril de 2022. A la hora de ponderar esta situación hay que comprender que esas caídas en la cotización se pueden deber a la situación pandémica vivida entre 2020 y 2021. Por eso mismo, se ve como la fusión supuso una generación de valor para los accionistas, debido a que la transacción permitió a los inversores obtener un mayor beneficio por acción de manera notable desde un análisis tanto previamente como después del proyecto de fusión. Aun así, a través del análisis del price-earning ratio se observa como la disminución en el valor no significa que haya perdido valor, sino que el mercado cree que el valor ya ha sido capturado dentro de la cotización, por lo que el PER disminuye. Todo ello, puede llevar a la conclusión de que en el proyecto de fusión entre CaixaBank y Bankia sí que se generó valor para los accionistas, pero que en este caso particular la mayoría de valor creado a través de la operación ya ha sido generado desde el punto de vista del mercado.

6.3. ANÁLISIS COMPARATIVO

A la hora de poder entender la creación de valor en una fusión hacia los accionistas, es importante poder basar este tipo de análisis transacciones que hayan ocurrido para observar la actuación del mercado en estas situaciones. Para ello, en esta investigación es vital poder comparar los resultados en las dos fusiones bajo estudio para poder determinar su efecto sobre el mercado y sus inversores.

Analizando la fusión entre Iberia y British Airways y posterior creación del Grupo IAG se podría sugerir que existe una creación de valor sobre los accionistas debido al crecimiento de los indicadores financieros bajo estudio. En este caso particular es fundamental entender como esta propia generación de valor fue lograda en un medio plazo debido a que la integración de todas las partes que forman el grupo supuso un gran número de retos para las entidades que lo forman. Por ello, si se puede decir que valor fue creado, pero en una medida progresiva y que fue llegando mediante las sinergias planteadas, empezaron a surgir. Al comenzar a generar sinergias, el mercado tuvo una mejor visión sobre la cotización del grupo, por lo que IAG vivió una mejoría en su precio por acción y debido a la generación de mayores beneficios operativos, el propio BPA y PER mejoraron.

En la transacción llevada a cabo entre CaixaBank y Bankia se aprecia como existe una generación de valor hacia los accionistas en todos los KPIs utilizados en el análisis se

aprecia creación de valor por parte de la nueva entidad que incrementa su precio y beneficio por acción mostrando la buena percepción del acuerdo a ojos del mercado generando beneficios de capital hacia los propios accionistas. Al absorber CaixaBank a Bankia y debido a su similitud operativa, hubo una integración fluida en términos operativos y de resultados, por lo que el mercado tuvo una valoración positiva casi de inmediato al ver que el proceso llevado a cabo supuso de una mejora en términos generales para ambas compañías. En ese sentido, tanto el precio y beneficio por acción mejoraron sus valores por el incremento de beneficios en cuanto a sinergias e incremento en precios por la valoración bursátil. Ambos posteriormente tuvieron su impacto en el PER que reflejó la creación de valor en un corto plazo de tiempo.

Si bien es cierto que existe una creación de valor en ambas fusiones, se aprecia como en el caso de la creación del Grupo IAG este valor es más lento y requiere de una mayor paciencia por parte de los inversores, apreciándose en la inicial caída de los indicadores en el año posterior a la transacción. Aun así, esto era conocido anteriormente por las partes involucradas, que ya veían la fusión como un plan a cinco años vista en la generación de 400 millones de euros en sinergias. Por ello, se podría extrapolar que en las fusiones de compañías cotizadas sí que existe una creación de valor sobre los accionistas, ya que en ambos casos bajo estudio se aprecia este fenómeno. No obstante, este hecho no puede ser una conclusión general del mercado y aplicable a todas las fusiones de entidades cotizadas en España.

7. CONCLUSIONES

Durante el presente trabajo se ha tratado de analizar el impacto de las fusiones en las compañías que realizan este tipo de operaciones empresariales y como las mismas tienen un impacto en los propios accionistas de las entidades. En ese sentido, en el presente trabajo se ha abordado el estudio del valor como tal y su significado, entendiendo la capacidad y necesidad de las empresas de generar este concepto, esta idea en concreto ha sido el centro del trabajo. Para ello, además, se ha estudiado la situación de mercado de las fusiones y adquisiciones, entendiendo los motivos por los cuales la cúpula directiva de una organización trate de ejecutar este tipo de transacción. En ese proceso se ha perfilado un análisis a través de diferentes métodos de análisis cuantitativo y cualitativo, que han permitido entender el impacto sufrido en los accionistas en una situación post-fusión.

Desde la crisis de hipotecas subprime en el 2008 que azotó a todo el panorama económico mundial de forma notable, el sector financiero ha vivido grandes situaciones límite que han motivado a realizar nuevos tipos de estrategias operativas con la intención de crecer y obtener mayores rendimientos tanto internos como externos en cuanto al mercado. Por estas razones, el mercado de las fusiones y adquisiciones ha vivido un crecimiento substancial, ya que el abaratamiento en el valor de entidades y la primordial necesidad de crecer de manera rápida y efectiva ha llevado a un gran número de corporaciones a buscar la solución en el crecimiento inorgánico. Este auge ha venido dado por la situación frágil del mercado que buscaba un nuevo periodo histórico de M&A a la hora de consolidar el mercado, también deriva de la aparición y crecimiento de herramientas alternativas como son los Private Equity y las Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) que han provisto a los equipos directivos de variedad operacional a la hora de enfocar las diferentes operaciones que se les presentaba.

El concepto de generación de valor representa la idea de elevar el propio valor de la empresa, pudiendo este repercutir en el valor de las acciones propias de la entidad. Esta idea presenta el concepto de la generación de sinergias en las fusiones que tienen un impacto en los ingresos y costes de una compañía, llevando a la generación de mayores beneficios que tienen una influencia positiva en la percepción del mercado por parte de

los accionistas, llevándolos a ejecutar compras sobre la empresa incrementando su valor bursátil, creando valor para los accionistas. Este concepto es básico en su principio, pero responde a la realidad empresarial que, si la compañía es capaz de crecer mejorando su valor interno, crecerá de forma externa en relación con su valor en mercado. No obstante, el crecimiento de la entidad debe de tener un nivel de riesgo aceptable para poder garantizar la supervivencia a la par que su propio crecimiento operativo. Para lograr todo ello, el equipo directivo deberá de acometer distintas operaciones tanto de crecimiento orgánico e inorgánico, con una comprensión sobre el potencial impacto de la estrategia elegida en la entidad tanto en el corto como largo plazo. En este caso, como se ha podido ver a lo largo del análisis, el enfoque ha estado en el crecimiento inorgánico y más específicamente en las operaciones de fusiones de compañías cotizadas en el mercado bursátil.

Las fusiones empresariales buscan generar crecimiento en el valor de las compañías existentes a través de la integración de dos entidades en una, pudiendo hacerlo creando una nueva entidad que contenga a ambas o una de ellas absorbiendo a la otra. En ambos casos, la búsqueda de valor es el principio fundamental por el cual una junta directiva aprobaría una operación de este calibre. En este tipo de transacciones no existe una liquidación de las entidades participantes y son provistas con un canje de acciones representativo de la entidad absorbente de forma proporcional a su participación previo a la fusión.

Para lograr entender si se genera valor en una fusión empresarial de empresas cotizadas en el mercado español se ha llevado a cabo un análisis de dos fusiones realizadas en las cuales se ha llevado a cabo una comprensión efectiva de si existió una creación de valor en ambas situaciones. En ese sentido, se puede determinar cómo en ambos casos sí que hubo una generación de valor hacia los accionistas en los años posteriores al proyecto de fusión. Esta idea se aprecia en la mejora de los KPIs seleccionados para la investigación: precio por acción, beneficio por acción y price-earning ratio; que en ambas operaciones tuvieron una mejora notable en los años posteriores a la transacción. Esta mejora en los indicadores señala que en las dos fusiones analizadas en empresas cotizadas españolas sí que ha existido una creación de valor en los accionistas en términos de un mayor precio, generando ganancias de capital, mayor eficiencia del BPA mostrando mayores beneficios empresariales por el número de acciones y por último en relación con el PER que ha dado

a entrever que una mejoría en términos del precio por acción con los beneficios generados para los accionistas.

Todo ello lleva a establecer como sí que existe generación de valor en casos de fusiones de empresas cotizadas presentes en el mercado bursátil español. No obstante, podría existir sobre una generalización de estos resultados en todos los procesos de fusión. En líneas generales, no sería posible establecer una certeza en cuanto a una creación de valor en todas las fusiones hacia los accionistas, ya que, dependiendo de la situación previa, estructura de la operación y estrategia de cara al futuro, la percepción del mercado puede variar, haciendo que no se genere valor. Aun así, sí que existe una sensación de que, debido al estudio previo de estas transacciones por parte de asesores, bancos de inversión y bufetes de abogados, con gran experiencia en el sector, las fusiones tienden a generar sinergias operativas en el corto plazo que llevan a tener una valoración positiva por parte de inversores que llevan a la creación de valor.

Por ello, tras este análisis sobre la creación de valor en procesos de fusiones de compañías cotizadas; entendiendo el concepto de valor y su creación, la situación del mercado, el marco teórico, estableciendo KPIs claros y efectivos, y estudiando varios casos reales de este tipo de transacciones. Se puede establecer relación entre la creación de valor hacia los accionistas de una entidad cuando este realiza un proyecto de fusión.

8. BIBLIOGRAFIA

- Álvarez Ramos Abogados. (2020). *El proceso de fusión empresarial*. Obtenido de Álvarez Ramos Abogados: <https://www.alvarezramosabogados.com/el-proceso-de-fusion-empresarial/>
- Aerotendencias. (30 de Noviembre de 2010). *Discurso del presidente de Iberia en la Junta General Extraordinaria de Accionistas*. Obtenido de Aerotendencias: <https://www.aerotendencias.com/industria-aeronautica/2338-discurso-del-presidente-de-iberia-en-la-junta-general-extraordinaria-de-accionistas/>
- Amat, O. (1999). *EVA Valor Economico Agregado*. Barcelona.
- Argandoña, A. (Mayo de 2011). *La Teoría de los Stakeholders y la Creación de Valor*. Obtenido de IESE Business School: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0922.pdf>
- BBVA. (26 de Octubre de 2016). *El Valor de las Acciones*. Obtenido de BBVA: <https://www.bbva.com/es/formulas-saber-una-accion-cara-barata/>
- BDO España. (23 de Octubre de 2020). *INFORME DE EXPERTO INDEPENDIENTE EN RELACIÓN CON EL PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN ENTRE CAIXABANK, S.A. Y BANKIA, S.A.* Obtenido de CaixaBank: https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Documentos/Informacion_Accionistas_Inversores/Informe_experto_comun_fusion_CAST.pdf
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick (U.S.A) and London (U.K.): Transaction Publishers.
- Bolsa de Madrid. (2022). *Bolsa de Madrid - CaixaBank*. Obtenido de Bolsa de Madrid: <https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Mercados/Graficos.aspx?tipo=VALORES&cod=ES0140609019>
- Bower, J. L. (Marzo de 2001). *Not All M&As Are Alike—and That Matters*. Obtenido de Harvard Business Review: <https://hbr.org/2001/03/not-all-mas-are-alike-and-that-matters>
- British Airways. (2022). *Explore our past*. Obtenido de British Airways: <https://www.britishairways.com/es-es/information/about-ba/history-and-heritage/explore-our-past>
- Byeon, J. (15 de Julio de 2021). *Pensar como los stakeholders para generar valor a largo plazo*. Obtenido de EY - Parthenon: https://www.ey.com/es_ve/strategy/think-like-your-stakeholders-to-build-long-term-value

- CaixaBank. (22 de Febrero de 2018). *Grupo CaixaBank DOCUMENTACIÓN LEGAL Correspondiente al ejercicio 2017*. Obtenido de CaixaBank: https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion_accionistas_inversores/MEMGRUPCAIXABANK31122017-CNMV-CAS.pdf
- CaixaBank. (17 de Septiembre de 2020). *Proyecto Común de Fusión*. Obtenido de CaixaBank: https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion_accionistas_inversores/Gobierno_corporativo/Bankia/Proyecto_comun_fusion_CAST.pdf
- CaixaBank. (2021). *Sobre Bankia*. Obtenido de CaixaBank: <https://multimedia.caixabank.es/lacaixa/ondemand/criteria/bankia/es/sobre-bankia.html>
- CaixaBank. (17 de Febrero de 2022). *Cuentas anuales del Grupo CaixaBank 2021*. Obtenido de CaixaBank: https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank_com/Estaticos/PDFs/Accionistasinversores/Informacion_economico_financiera/CCAA_GRUPCAIXABANK_2021_con_navegacion.pdf
- CaixaBank. (2022). *Historia del Grupo*. Obtenido de CaixaBank: https://www.caixabank.com/deployedfiles/comunicacion/Estaticos/pdf/Historia_ES_2018_01.pdf
- Corporate Finance Institute. (2022). *Price Earnings Ratio* . Obtenido de Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/price-earnings-ratio/>
- Corporate Finance Institute. (28 de Enero de 2022). *Stock Price*. Obtenido de Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/stock-price/>
- Duca, J. V. (22 de Noviembre de 2013). *Subprime Mortgage Crisis* . Obtenido de Federal Reserve History: <https://www.federalreservehistory.org/essays/subprime-mortgage-crisis>
- Eguidazu, S. (1999). *Creación de Valor y Gobierno de la Empresa (Primera Edición)*. Barcelona: Gestión 2000.

- Fariña, P. M. (21 de Agosto de 2018). *'M&A': ¿comprar, vender o fusionarse?* . Obtenido de BBVA: <https://www.bbva.com/es/que-es-ma-fusiones-adquisiciones/>
- Fernández, P. (2012). *Valoración de Empresas (Tercera Edición)*. Barcelona: Gestión 2000.
- Goldman Sachs. (Julio de 2013). *Trends in Investment Banking: M&A Activity*. Obtenido de Goldman Sachs: <https://www.goldmansachs.com/insights/archive/trends-in-investment-banking-m-and-a-activity.html>
- Gordon, J. L. (2022). *Diccionario Economico - PER*. Obtenido de Expansion: <https://www.expansion.com/diccionario-economico/per.html>
- Grupo Iberia. (2022). *Grupo Iberia - Historia*. Obtenido de Grupo Iberia: https://grupo.iberia.es/about_us/historical_timeline
- Gutiérrez, A. M. (2011). *Creación de Valor para el Accionista*. Madrid: Ediciones Díaz de Santos, S.A.
- IAG. (2010). *DOCUMENTO DE REGISTRO DE INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S. A*. Obtenido de INTERNATIONAL AIRLINES GROUP: http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/69/69499/IAG_Documento_de_Registro_DEFINITIVO.pdf
- International Airline Group. (2012). *Creating the world's leading international airlines group - Annual report and Accounts 2011*. Obtenido de International Airline Group: <https://www.iairgroup.com/~media/Files/I/IAG/annual-reports/iag-annual-reports/en/annual-report-and-accounts-2011-iag.pdf>
- International Airline Group. (2013). *TRANSFORMING THE WORLD'S LEADING INTERNATIONAL AIRLINES GROUP - Annual Report and Accounts 2012*. Obtenido de International Airline Group: <https://www.iairgroup.com/~media/Files/I/IAG/annual-reports/iag-annual-reports/en/annual-report-and-accounts-2012-iag.pdf>
- International Airline Group. (2015). *ADVANCING - 2014 ANNUAL REPORT AND ACCOUNTS*. Obtenido de International Airline Group: <https://www.iairgroup.com/~media/Files/I/IAG/annual-reports/iag-annual-reports/en/annual-report-and-accounts-2014-iag.pdf>
- International Airline Group. (2017). *The best is yet to come - Annual report and accounts 2016*. Obtenido de International Airline Group:

- <https://www.iairgroup.com/~media/Files/I/IAG/annual-reports/iag-annual-reports/en/annual-report-and-accounts-2016-iag.pdf>
- International Airline Group. (2019). *Delivering Achieving Advancing Strengthening Transforming Creating - Annual report and accounts 2018*. Obtenido de International Airline Group: <https://www.iairgroup.com/~media/Files/I/IAG/annual-reports/iag-annual-reports/en/annual-report-and-accounts2018-en.pdf>
- International Airline Group. (2020). *LEADING SUSTAINABLE AVIATION - ANNUAL REPORT AND ACCOUNTS 2019*. Obtenido de International Airline Group: <https://www.iairgroup.com/~media/Files/I/IAG/documents/IAG%20Annual%20report%20and%20accounts%202019.pdf>
- Kaizen Capital. (15 de Julio de 2019). *¿Qué es M&A? ¿Qué son las Fusiones y Adquisiciones? Beneficios*. Obtenido de Kaizen Capital: <https://compraventaempresasgk.com/ma-fusiones-y-adquisiciones/>
- KPMG. (2021). *Perspectivas de M&A en España 2021*. Obtenido de KPMG: <https://home.kpmg/es/es/home/tendencias/2021/05/perspectivas-ma-espana-2021.html>
- Maldonado, J. O. (18 de Septiembre de 2020). *Quién gana y quién pierde con la fusión entre CaixaBank y Bankia*. Obtenido de Público: <https://www.publico.es/economia/gana-y-pierde-fusion-caixabank-y-bankia.html>
- McCann, J. E., Gilkey, R., & Fernandez Romero, A. (1990). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Madrid: Ediciones Días de Santos, S.A.
- Pérez-Iñigo, J. M. (2019). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas (Sexta Edición)*. Madrid: Ecobook.
- Piedrahita, I. Á. (2016). *Finanzas Estratégicas y Creación de Valor*. Bogota: Quinta.
- PricewaterhouseCoopers. (2022). *Global M&A Industry Trends: 2022 Outlook*. Obtenido de PricewaterhouseCoopers: <https://pwc.to/3mWE2xL>
- Quetglas, R. S. (2021). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (Tercera Edición)*. Madrid: La Ley.
- Redacción E3. (14 de Enero de 2021). *El mercado de M&A mueve en España 100.542 millones de dólares en 2020*. Obtenido de Economía3: <https://economia3.com/2021/01/14/296918-el-mercado-de-ma-mueve-en-espana-100542-millones-de-dolares-en-2020/>

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F., & Jordan, B. D. (2018). *Corporate Financen (Quinta Edición)*. Nueva York: McGraw-Hill Education.

Sánchez-Galán, J. R. (2022). *Diccionario Economico - Beneficio por Acción*. Obtenido de Expansion: <https://www.expansion.com/diccionario-economico/beneficio-por-accion.html>

Yahoo Finance. (2022). *CaixaBank, S.A.* Obtenido de Yahoo!Finance: <https://finance.yahoo.com/quote/CABK.MC?p=CABK.MC&.tsrc=fin-srch>

Yahoo Finance. (2022). *International Consolidated Airlines Group S.A.* . Obtenido de Yahoo!Finance: <https://finance.yahoo.com/quote/IAG.MC?p=IAG.MC&.tsrc=fin-srch>

ANEXOS

ANEXO A - CaixaBank:

Perfil CaixaBank:



Fuente: Bloomberg.

Cotización CaixaBank post-fusión:



Fuente: Bloomberg.

Balance Consolidado 2016-2017:

	31-12-2017	31-12-2016 (*)
Activo		
Efectivo, saldos en efectivo en bancos centrales y otros depósitos a la vista (Nota 10)	20.155.318	13.259.957
Activos financieros mantenidos para negociar (Nota 11)	10.596.684	11.687.687
— Derivados	8.162.172	9.575.832
— Instrumentos de patrimonio	402.714	294.923
— Valores representativos de deuda	2.031.798	1.796.932
— <i>Pro memoria: prestados o entregados como garantía con derecho de venta o pignoración</i>	1.052.526	1.796.932
Activos financieros designados a valor razonable con cambios en resultados (Nota 12)	6.499.807	3.139.646
— Instrumentos de patrimonio	4.299.161	1.806.976
— Valores representativos de deuda	2.100.347	1.332.670
— Préstamos y anticipos	100.299	0
— Entidades de crédito	100.299	0
Activos financieros disponibles para la venta (Nota 13)	69.554.707	65.076.973
— Instrumentos de patrimonio	2.882.849	2.946.030
— Valores representativos de deuda	66.671.858	62.130.943
— <i>Pro memoria: prestados o entregados como garantía con derecho de venta o pignoración</i>	7.383.023	9.377.156
Préstamos y partidas a cobrar (Nota 14)	226.272.499	207.640.937
— Valores representativos de deuda	2.575.603	561.139
— Préstamos y anticipos	223.696.896	207.079.798
— Bancos centrales	5.000	0
— Entidades de crédito	7.374.035	6.741.354
— Clientela	216.317.861	200.338.444
— <i>Pro memoria: prestados o entregados como garantía con derecho de venta o pignoración</i>	103.154.984	80.981.698
Inversiones en negocios conjuntos y asociadas (Nota 21)	11.084.829	8.305.802
— <i>Pro memoria: prestados o entregados como garantía con derecho de venta o pignoración</i>	3.600.019	2.875.627
Derivados - contabilidad de coberturas (Nota 16)	2.596.939	3.090.475
Cambios del valor razonable de los elementos cubiertos de una cartera con cobertura de riesgo de tipo de interés (Nota 16)	10.847	134.586
Inversiones en negocios conjuntos y asociadas (Nota 17)	6.231.425	6.420.710
— Negocios conjuntos	187.107	141.294
— Entidades asociadas	6.037.318	6.279.416
Activos amparados por contratos de seguro y reaseguro (Nota 18)	275.495	344.144
Activos tangibles (Nota 19)	6.480.434	6.436.908
— Inmovilizado material	3.076.344	3.004.662
— <i>De uso propio</i>	3.076.344	3.004.662
— Inversiones inmobiliarias	3.404.090	3.432.246
Activos intangibles (Nota 20)	3.804.983	3.687.352
— Fondo de comercio	3.050.845	3.050.845
— Otros activos intangibles	754.138	636.507
Activos por impuestos	11.094.984	10.521.402
— Activos por impuestos corrientes	800.143	878.739
— Activos por impuestos diferidos (Nota 26)	10.254.841	9.642.663
Otros activos (Nota 21)	2.505.282	1.795.723
— Existencias	877.586	1.012.896
— Resto de los otros activos	1.627.696	782.827
Activos no corrientes y grupos enajenables de elementos que se han clasificado como mantenidos para la venta (Nota 22)	6.068.930	6.404.860
Total Activo	383.186.163	347.927.262
Pro-memoria		
Garantías concedidas (Nota 27)	6.015.352	3.486.709
Compromisos contingentes concedidos (Nota 27)	80.650.751	75.651.105
(*) Se presenta única y exclusivamente a efectos comparativos.		

Las Notas 1 a 42 y los Anexos 1 a 6 adjuntos forman parte integrante del Balance consolidado a 31 de diciembre de 2017.

	31-12-2017	31-12-2016 (*)
Pasivo		
Pasivos financieros mantenidos para negociar (Nota 11)	8.604.930	10.292.298
— Derivados	7.860.638	9.394.559
— Posiciones cortas de valores	744.292	897.739
Pasivos financieros designados a valor razonable con cambios en resultados (Nota 12)	8.241.088	3.763.976
— Depósitos	8.240.972	3.763.976
— Clientela	8.240.972	3.763.976
— Otros pasivos financieros	116	0
Pasivos financieros a coste amortizado (Nota 23)	280.897.381	254.093.295
— Depósitos	246.804.137	223.511.848
— Bancos centrales	31.680.685	30.029.382
— Entidades de crédito	11.515.365	6.315.758
— Clientela	203.608.087	187.166.708
— Valores representativos de deuda emitidos	29.918.503	27.708.015
— Otros pasivos financieros	4.174.741	2.873.432
— <i>Pro memoria: pasivos subordinados</i>	5.053.814	4.118.792
Derivados - contabilidad de coberturas (Nota 16)	793.132	625.544
Cambios del valor razonable de los elementos cubiertos de una cartera con cobertura del riesgo de tipo de interés (Nota 16)	1.409.702	1.984.854
Pasivos amparados por contratos de seguros (Nota 18)	49.750.389	45.803.579
Provisiones (Nota 24)	5.000.941	4.730.271
— Pensiones y otras obligaciones de prestaciones definidas post-empleo	2.107.776	2.028.612
— Otras retribuciones a los empleados a largo plazo	1.223.077	972.767
— Cuestiones procesales y litigios por impuestos pendientes	802.700	633.224
— Compromisos y garantías concedidos	356.927	228.553
— Restantes provisiones	510.461	867.115
Pasivos por impuestos	1.388.070	1.186.209
— Pasivos por impuestos corrientes	193.944	218
— Pasivos por impuestos diferidos (Nota 26)	1.194.126	1.185.991
Capital reembolsable a la vista	0	0
Otros pasivos (Nota 21)	2.335.108	1.805.635
Pasivos incluidos en grupos enajenables de elementos que se han clasificado como mantenidos para la venta	82.141	86.039
Total Pasivo	358.502.882	324.371.700
(*) Se presenta única y exclusivamente a efectos comparativos.		

Las Notas 1 a 42 y los Anexos 1 a 6 adjuntos forman parte integrante del Balance consolidado a 31 de diciembre de 2017.

	31-12-2017	31-12-2016 (*)
FONDOS PROPIOS (Nota 25)	24.203.895	23.999.819
Capital	5.981.438	5.981.438
— Capital desembolsado	5.981.438	5.981.438
Prima de emisión	12.032.802	12.032.802
Otros elementos de patrimonio neto	10.054	7.499
— Ganancias acumuladas	5.553.704	5.239.487
— Otras reservas	(628.066)	(716.893)
— Menos: Acciones propias	(11.753)	(14.339)
— Resultado del ejercicio atribuido a los propietarios de la dominante	1.634.167	1.047.004
— Menos: Dividendos a cuenta (Nota 6)	(418.451)	(177.179)
OTRO RESULTADO GLOBAL ACUMULADO (Nota 25)	45.366	126.621
Elementos que no se reclasificarán en resultados	0	0
Elementos que pueden reclasificarse en resultados	45.366	126.621
— Conversión en divisas	74.199	2.332
— Derivados de cobertura. Coberturas de flujos de efectivo (porción efectiva)	16.081	25.316
— Activos financieros disponibles para la venta	(16.370)	(26.494)
— Instrumentos de deuda	407.959	366.815
— Instrumentos de patrimonio	(424.329)	(393.309)
— Participación en otros ingresos y gastos reconocidos de inversiones en negocios conjuntos y asociadas	(28.544)	125.467
INTERESES MINORITARIOS (participaciones no dominantes) (Nota 25)	434.020	29.122
Otro resultado global acumulado	25.760	50
Otros elementos	408.260	29.072
Total Patrimonio neto	24.683.281	23.555.562
Total Pasivo y Patrimonio neto	383.186.163	347.927.262
(*) Se presenta única y exclusivamente a efectos comparativos.		

Las Notas 1 a 42 y los Anexos 1 a 6 adjuntos forman parte integrante del Balance consolidado a 31 de diciembre de 2017.

Fuente: CaixaBank, 2018.

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas 2016-2017:

CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADAS

Ejercicios anuales finalizados el 31 de diciembre de 2017 y 2016, en miles de euros

CAIXABANK, SA Y SOCIEDADES QUE COMPONEN EL GRUPO CAIXABANK

	2017	2016 (*)
Ingresos por intereses (Nota 29)	6.970.444	6.753.052
Gastos por intereses (Nota 30)	(2.224.911)	(2.596.196)
MARGEN DE INTERESES	4.745.533	4.156.856
Ingresos por dividendos (Nota 31)	127.232	198.618
Resultados de entidades valoradas por el método de la participación (Nota 17)	526.153	528.518
Ingresos por comisiones (Nota 32)	2.759.849	2.261.910
Gastos por comisiones (Nota 32)	(261.180)	(171.657)
Ganancias o pérdidas al dar de baja en cuentas activos y pasivos financieros no valorados a valor razonable con cambios en resultados (neto) (Nota 33)	169.479	786.714
Ganancias o pérdidas por activos y pasivos financieros mantenidos para negociar (neto) (Nota 33)	46.876	21.176
Ganancias o pérdidas resultantes de la contabilidad de coberturas (neto) (Nota 33)	(9.132)	12.689
Diferencias de cambio (neto)	75.620	28.562
Otros ingresos de explotación (Nota 34)	697.875	588.419
Otros gastos de explotación (Nota 34)	(1.128.043)	(995.774)
Ingresos de activos amparados por contratos de seguro o reaseguro (Nota 34)	823.140	803.630
Gastos de pasivos amparados por contratos de seguro o reaseguro (Nota 34)	(351.515)	(493.129)
MARGEN BRUTO	8.221.887	7.826.532
Gastos de administración	(4.150.279)	(3.745.413)
— Gastos de personal (Nota 35)	(2.981.413)	(2.745.349)
— Otros gastos de administración (Nota 36)	(1.168.866)	(1.000.064)
Amortización (Notas 19 y 20)	(426.929)	(370.202)
Provisiones o reversión de provisiones (Nota 24)	(761.648)	(486.532)
Deterioro del valor o reversión del deterioro de activos financieros no valorados a valor razonable con cambios en resultados (Nota 37)	(948.563)	(582.077)
— Activos financieros disponibles para la venta	(143.782)	(233.048)
— Préstamos y partidas a cobrar	(804.781)	(467.974)
— Inversiones mantenidas hasta el vencimiento	0	118.945
RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	1.934.468	2.642.308
Deterioro del valor o reversión del deterioro del valor de inversiones en negocios conjuntos o asociadas (Nota 17)	5.278	(3.986)
Deterioro del valor o reversión del deterioro del valor de activos no financieros (Nota 38)	(170.367)	(228.413)
— Activos tangibles	(100.004)	(224.278)
— Activos intangibles	(70.364)	(503)
— Otros	1	(3.632)
Ganancias o pérdidas al dar de baja en cuentas activos no financieros y participaciones (neto) (Nota 39)	(114.770)	(151.752)
Fondo de comercio negativo reconocido en resultados (Nota 7)	441.555	66.925
Ganancias o pérdidas procedentes de activos no corrientes y grupos enajenables de elementos clasificados como mantenidos para la venta no admisibles como actividades interrumpidas (neto) (Nota 40)	1.819	(787.020)
GANANCIAS O PÉRDIDAS ANTES DE IMPUESTOS PROCEDENTES DE LAS ACTIVIDADES CONTINUADAS	2.097.983	1.538.062
Gastos o ingresos por impuestos sobre las ganancias de las actividades continuadas (Nota 26)	(377.628)	(482.183)
GANANCIAS O PÉRDIDAS DESPUÉS DE IMPUESTOS PROCEDENTES DE LAS ACTIVIDADES CONTINUADAS	1.720.355	1.055.879
Ganancias o pérdidas después de impuestos procedentes de actividades interrumpidas	(1.727)	(944)
RESULTADO DEL PERIODO	1.718.628	1.054.935
Atribuible a intereses minoritarios (participaciones no dominantes) (Nota 25)	34.461	7.931
Atribuible a los propietarios de la dominante	1.684.167	1.047.004
Beneficio por acción		
— Beneficio básico por acción (euros) (Nota 6)	0,28	0,18
— Beneficio diluido por acción (euros) (Nota 6)	0,28	0,18

(*) Se presenta única y exclusivamente a efectos comparativos.

Las Notas 1 a 42 y los Anexos 1 a 6 adjuntos forman parte integrante de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada del ejercicio anual finalizado el 31 de diciembre de 2017.

Fuente: CaixaBank, 2018.

Balance Consolidado 2019-2020-2021:

BALANCES CONSOLIDADOS

ACTIVO

(Millones de euros)

	NOTA	31-12-2021	31-12-2020 *	31-12-2019 *
Efectivo, saldos en efectivo en bancos centrales y otros depósitos a la vista	10	104.216	51.611	15.110
Activos financieros mantenidos para negociar	11	10.925	6.357	7.370
— Derivados		10.319	5.301	6.194
— Instrumentos de patrimonio		187	255	457
— Valores representativos de deuda		419	801	719
Activos financieros no destinados a negociación valorados obligatoriamente a valor razonable con cambios en resultados	12	237	317	427
— Instrumentos de patrimonio		165	180	198
— Valores representativos de deuda		5	52	63
— Préstamos y anticipos		67	85	166
— Clientela		67	85	166
— Clientela		0	0	1
Activos financieros designados a valor razonable con cambios en resultados		0	0	1
Activos financieros a valor razonable con cambios en otro resultado global	13	16.403	19.309	18.371
— Instrumentos de patrimonio		1.646	1.414	2.407
— Valores representativos de deuda		14.757	17.895	15.964
Activos financieros a coste amortizado	14	420.599	267.509	244.702
— Valores representativos de deuda		68.206	24.670	17.389
— Préstamos y anticipos		352.393	242.839	227.313
— Bancos centrales		63	4	6
— Entidades de crédito		7.806	5.847	5.153
— Clientela		344.524	236.988	222.154
Derivados - contabilidad de coberturas	15	1.038	515	2.133
Cambios del valor razonable de los elementos cubiertos de una cartera con cobertura de riesgo de tipo de interés	15	951	1.286	887
Inversiones en negocios conjuntos y asociadas	16	2.534	3.443	3.941
— Negocios conjuntos		44	42	166
— Entidades asociadas		2.490	3.401	3.775
Activos afectos al negocio asegurador	17	83.464	77.241	72.083
Activos tangibles	18	8.263	6.957	7.282
— Inmovilizado material		6.398	4.950	4.915
— De uso propio		6.398	4.950	4.915
— Inversiones inmobiliarias		1.865	2.007	2.367
Activos intangibles	19	4.933	3.949	3.839
— Fondo de comercio		3.455	3.051	3.051
— Otros activos intangibles		1.478	898	788
Activos por impuestos	21	2.298	10.626	11.113
— Activos por impuestos corrientes		1.805	832	1.277
— Activos por impuestos diferidos		25	19.493	9.794
Otros activos	20	2.137	1.202	2.201
— Existencias		96	75	54
— Resto de los otros activos		2.041	1.127	2.147
Activos no corrientes y grupos enajenables de elementos que se han clasificado como mantenidos para la venta	21	3.038	1.198	1.354
TOTAL ACTIVO		680.036	451.520	391.414

Promemoria

Compromisos de préstamos concedidos	26	101.919	78.499	71.132
Garantías financieras concedidas	26	8.835	6.360	5.982
Otros compromisos concedidos	26	33.663	20.207	21.226
Instrumentos financieros prestados o entregados como garantía con derecho de venta o pignoración				
— Activos financieros mantenidos para negociar		100	789	165
— Activos financieros a valor razonable con cambios en otro resultado global		11.687	9.167	2.544
— Activos financieros a coste amortizado		165.593	46.924	38.194
Activo material adquirido en arrendamiento	18	1.829	1.447	1.495
Inversiones inmobiliarias, cedido en arrendamiento operativo		1.586	1.736	2.007

(*) Se presenta única y exclusivamente a efectos comparativos (véase Nota 1)

BALANCES CONSOLIDADOS

PASIVO

(Millones de euros)

	NOTA	31-12-2021	31-12-2020 *	31-12-2019 *
Pasivos financieros mantenidos para negociar	11	5.118	424	2.338
— Derivados		4.838	151	1.867
— Posiciones cortas de valores		280	273	471
Pasivos financieros designados a valor razonable con cambios en resultados		0	0	1
— Otros pasivos financieros		0	0	1
Pasivos financieros a coste amortizado	22	547.025	343.403	283.975
— Depósitos		486.529	300.523	241.735
— Bancos centrales		80.447	50.090	14.418
— Entidades de crédito		13.603	5.266	6.238
— Clientela		392.479	245.167	221.079
— Valores representativos de deuda emitidos		53.684	35.813	33.648
— Otros pasivos financieros		6.812	6.067	8.592
Derivados - contabilidad de coberturas	15	960	237	515
Cambios del valor razonable de los elementos cubiertos de una cartera con cobertura del riesgo de tipo de interés	15	670	1.614	1.474
Pasivos afectos al negocio asegurador	17	79.834	75.129	70.807
Provisiones	23	6.535	3.195	3.624
— Pensiones y otras obligaciones de prestaciones definidas post-empleo		806	580	521
— Otras retribuciones a los empleados a largo plazo		3.452	1.398	1.710
— Cuestiones procesales y litigios por impuestos pendientes		1.167	556	676
— Compromisos y garantías concedidos		461	193	220
— Restantes provisiones		649	468	497
Pasivos por impuestos		2.337	1.231	1.296
— Pasivos por impuestos corrientes		189	222	238
— Pasivos por impuestos diferidos		2.148	1.009	1.058
Otros pasivos	20	2.115	1.995	2.162
Pasivos incluidos en grupos enajenables de elementos que se han clasificado como mantenidos para la venta	21	17	14	71
TOTAL PASIVO		644.611	426.242	366.263
Promemoria				
Pasivos subordinados				
— Pasivos financieros a coste amortizado	22	10.255	6.222	5.461

(*) Se presenta única y exclusivamente a efectos comparativos (véase Nota 1).

PATRIMONIO NETO

(Millones de euros)

	NOTA	31-12-2021	31-12-2020 *	31-12-2019 *
FONDOS PROPIOS	24	37.013	27.118	26.247
Capital		8.061	5.981	5.981
Prima de emisión		15.268	12.033	12.033
Otros elementos de patrimonio neto		39	25	24
Ganancias acumuladas		9.781	8.719	7.795
Otras reservas		(1.343)	(1.009)	(1.281)
(-) Acciones propias		(19)	(12)	(10)
Resultado del ejercicio atribuido a los propietarios de la dominante		5.226	1.381	1.705
OTRO RESULTADO GLOBAL ACUMULADO	24	(1.619)	(1.865)	(1.125)
Elementos que no se reclasificarán en resultados		(1.896)	(2.383)	(1.568)
— Ganancias o (-) pérdidas actuariales en planes de pensiones de prestaciones definidas		(473)	(580)	(474)
— Participación en otros ingresos y gastos reconocidos de inversiones en negocios conjuntos y asociadas		1	(70)	(83)
— Cambios en el valor razonable de instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable con cambios en otro resultado global		(1.424)	(1.733)	(1.011)
— Ineficacia de las coberturas a valor razonable para instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable con cambios en otro resultado global		0	0	0
— Cambios en el valor razonable de instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable con cambios en otro resultado global [instrumento cubierto]		(12)	0	(58)
— Cambios en el valor razonable de instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable con cambios en otro resultado global [instrumento cobertura]		12	0	58
Elementos que pueden reclasificarse en resultados		277	518	443
— Conversión en divisas		5	(24)	4
— Derivados de cobertura. Reservas de cobertura de flujos de efectivo [parte eficaz]		(94)	73	(34)
— Cambios en el valor razonable de los valores representativos de deuda medidos a valor razonable con cambios en otro resultado global		337	521	486
— Participación en otros ingresos y gastos reconocidos de inversiones en negocios conjuntos y asociadas		29	(52)	(13)
INTERESES MINORITARIOS (participaciones no dominantes)	24	31	25	29
Otras partidas		31	25	29
TOTAL PATRIMONIO NETO		35.425	25.278	25.151
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		680.036	451.520	391.414

(*) Se presenta única y exclusivamente a efectos comparativos (véase Nota 1).

Fuente: CaixaBank, 2022.

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas 2019-2020-2021:

CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADAS

(Millones de euros)

	NOTA	31-12-2021	31-12-2020 *	31-12-2019 *
Ingresos por intereses	28	7.892	6.764	7.055
Activos financieros a valor razonable con cambios en otro resultado global (1)		1.742	1.812	1.966
Activos financieros a coste amortizado (2)		5.500	4.700	4.972
Restantes ingresos por intereses		650	252	117
Gastos por intereses	29	(1.917)	(1.864)	(2.104)
MARGEN DE INTERESES		5.975	4.900	4.951
Ingresos por dividendos	30	192	147	163
Resultados de entidades valoradas por el método de la participación	16	425	307	425
Ingresos por comisiones	31	4.129	2.911	2.940
Gastos por comisiones	31	(424)	(335)	(342)
Ganancias o pérdidas al dar de baja en cuentas activos y pasivos financieros no valorados a valor razonable con cambios en resultados, netas	32	37	187	240
Activos financieros a coste amortizado		3	114	2
Restantes activos y pasivos financieros		34	73	238
Ganancias o pérdidas por activos y pasivos financieros mantenidos para negociar, netas	32	97	127	139
Otras ganancias o pérdidas		97	127	139
Ganancias o pérdidas por activos financieros no destinados a negociación valorados obligatoriamente a valor razonable con cambios en resultados, netas	32	(3)	(24)	(74)
Otras ganancias o pérdidas		(3)	(24)	(74)
Ganancias o pérdidas resultantes de la contabilidad de coberturas, netas	32	51	(3)	45
Diferencias de cambio, netas		39	(49)	(52)
Otros ingresos de explotación	33	551	649	655
Otros gastos de explotación	33	(1.445)	(1.005)	(1.041)
Ingresos de activos amparados por contratos de seguro o reaseguro	33	1.128	1.107	884
Gastos de pasivos amparados por contratos de seguro o reaseguro	33	(478)	(509)	(328)
MARGEN BRUTO		10.274	8.410	8.605
Gastos de administración		(7.354)	(4.039)	(5.204)
Gastos de personal	34	(5.588)	(2.841)	(3.956)
Otros gastos de administración	35	(1.766)	(1.198)	(1.248)
Amortización	18 y 19	(695)	(540)	(546)
Provisiones o reversión de provisiones	23	(418)	(221)	(186)
Deterioro del valor o reversión del deterioro del valor de activos financieros no valorados a valor razonable con cambios en resultados y pérdidas o ganancias netas por modificación	36	(897)	(1.943)	(425)
Activos financieros a valor razonable con cambios en otro resultado global		0	(1)	0
Activos financieros a coste amortizado		(897)	(1.942)	(425)
Deterioro del valor o reversión del deterioro del valor de inversiones en negocios conjuntos o asociadas	16	(19)	(316)	0
Deterioro del valor o reversión del deterioro del valor de activos no financieros	37	(158)	(112)	(106)
Activos tangibles		(62)	(110)	(80)
Activos intangibles		(58)	(14)	(25)
Otros		(38)	12	(1)
Ganancias o pérdidas al dar de baja en cuentas activos no financieros, netas	16 y 38	295	27	55
Fondo de comercio negativo reconocido en resultados	7	4.300	0	0
Ganancias o pérdidas procedentes de activos no corrientes y grupos enajenables de elementos clasificados como mantenidos para la venta no admisibles como actividades interrumpidas (neto)	39	(13)	334	(116)
GANANCIAS O PÉRDIDAS ANTES DE IMPUESTOS PROCEDENTES DE LAS ACTIVIDADES CONTINUADAS		5.315	1.600	2.077
Gastos o ingresos por impuestos sobre los resultados de las actividades continuadas	25	(88)	(219)	(369)
GANANCIAS O PÉRDIDAS DESPUÉS DE IMPUESTOS PROCEDENTES DE LAS ACTIVIDADES CONTINUADAS		5.227	1.381	1.708
Ganancias o pérdidas después de impuestos procedentes de actividades interrumpidas		2	0	
RESULTADO DEL EJERCICIO		5.229	1.381	1.708
Atribuible a intereses minoritarios (participaciones no dominantes)		3		3
Atribuible a los propietarios de la dominante		5.226	1.381	1.705

(*) Se presenta única y exclusivamente a efectos comparativos (véase Nota 1).

(1) También incluye los intereses de los activos financieros disponibles para la venta (NIC 39) vinculados al negocio asegurador.

(2) También incluye los intereses de los préstamos y partidas a cobrar (NIC 39) del negocio asegurador.

Fuente: CaixaBank, 2022.

APENDICE B - IAG

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas 2019-2018:

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT

€ million	Note	Year to December 31					
		Before exceptional items 2019	Exceptional items	Total 2019	Before exceptional items 2018 (Restated)	Exceptional items	Total 2018 (Restated)
Passenger revenue		22,468		22,468	21,401		21,401
Cargo revenue		1,117		1,117	1,173		1,173
Other revenue		1,921		1,921	1,684		1,684
Total revenue	3	25,506		25,506	24,258		24,258
Employee costs	4, 7	4,962	672	5,634	4,812	(460)	4,352
Fuel, oil costs and emissions charges		6,021		6,021	5,283		5,283
Handling, catering and other operating costs		2,972		2,972	2,740		2,740
Landing fees and en-route charges		2,221		2,221	2,184		2,184
Engineering and other aircraft costs		2,092		2,092	1,828		1,828
Property, IT and other costs		811		811	918	12	930
Selling costs		1,038		1,038	1,046		1,046
Depreciation, amortisation and impairment	5	2,111		2,111	1,254		1,254
Aircraft operating lease costs		-		-	890		890
Currency differences		(7)		(7)	73		73
Total expenditure on operations		22,221	672	22,893	21,028	(448)	20,580
Operating profit		3,285	(672)	2,613	3,230	448	3,678
Finance costs	8	(611)		(611)	(231)		(231)
Finance income	8	50		50	41		41
Net financing credit relating to pensions	8	26		26	27		27
Net currency retranslation credits/(charges)		201		201	(19)		(19)
Other non-operating charges	8	(4)		(4)	(9)		(9)
Total net non-operating costs		(338)		(338)	(191)		(191)
Profit before tax		2,947	(672)	2,275	3,039	448	3,487
Tax	9	(560)		(560)	(558)	(32)	(590)
Profit after tax for the year		2,387	(672)	1,715	2,481	416	2,897
Attributable to:							
Equity holders of the parent		2,387		1,715	2,469		2,885
Non-controlling interest		-		-	12		12
		2,387		1,715	2,481		2,897
Basic earnings per share (€ cents)	10	120.3		86.4	122.1		142.7
Diluted earnings per share (€ cents)	10	116.8		84.3	117.7		137.4

Fuente: International Airlines Group, 2020.

Balance Consolidado 2019-2018:

CONSOLIDATED BALANCE SHEET

€ million	Note	December 31, 2019	December 31, 2018
Non-current assets			
Property, plant and equipment	12	19,168	12,437
Intangible assets	15	3,442	3,198
Investments accounted for using the equity method	16	31	31
Other equity investments	17	82	80
Employee benefit assets	30	524	1,129
Derivative financial instruments	26	268	221
Deferred tax assets	9	546	536
Other non-current assets	18	273	309
		24,334	17,941
Current assets			
Inventories		565	509
Trade receivables	18	2,255	1,597
Other current assets	18	1,314	1,175
Current tax receivable	9	186	383
Derivative financial instruments	26	324	155
Other current interest-bearing deposits	19	2,621	2,437
Cash and cash equivalents	19	4,062	3,837
		11,327	10,093
Total assets		35,661	28,034
Shareholders' equity			
Issued share capital	27	996	996
Share premium	27	5,327	6,022
Treasury shares		(60)	(68)
Other reserves	29	560	(236)
Total shareholders' equity		6,823	6,714
Non-controlling interest	29	6	6
Total equity		6,829	6,720
Non-current liabilities			
Interest-bearing long-term borrowings	23	12,411	6,633
Employee benefit obligations	30	328	289
Deferred tax liability	9	572	453
Provisions	24	2,416	2,268
Derivative financial instruments	26	286	423
Other long-term liabilities	22	71	198
		16,084	10,264
Current liabilities			
Current portion of long-term borrowings	23	1,843	876
Trade and other payables	20	4,344	3,959
Deferred revenue on ticket sales	21	5,486	4,835
Derivative financial instruments	26	252	656
Current tax payable	9	192	165
Provisions	24	631	559
		12,748	11,050
Total liabilities		28,832	21,314
Total equity and liabilities		35,661	28,034

Fuente: International Airlines Group, 2020.

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas 2018-2017:

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT

€ million	Note	Year to December 31					
		Before exceptional items 2018	Exceptional items	Total 2018	Before exceptional items 2017 (restated) ¹	Exceptional items	Total 2017 (restated) ¹
Passenger revenue		21,549		21,549	20,285		20,285
Cargo revenue		1,173		1,173	1,132		1,132
Other revenue		1,684		1,684	1,463		1,463
Total revenue	3	24,406		24,406	22,880		22,880
Employee costs	4, 7	4,812	(460)	4,352	4,740	248	4,988
Fuel, oil costs and emissions charges		5,283		5,283	4,610		4,610
Handling, catering and other operating costs	4	2,888		2,888	2,673	14	2,687
Landing fees and en-route charges		2,184		2,184	2,151		2,151
Engineering and other aircraft costs	4	1,828		1,828	1,773	19	1,792
Property, IT and other costs	4	918	12	930	915	7	922
Selling costs		1,046		1,046	982		982
Depreciation, amortisation and impairment	5	1,254		1,254	1,184		1,184
Aircraft operating lease costs	5	890		890	888		888
Currency differences		73		73	14		14
Total expenditure on operations		21,176	(448)	20,728	19,930	288	20,218
Operating profit	3	3,230	448	3,678	2,950	(288)	2,662
Finance costs	8	(231)		(231)	(225)		(225)
Finance income	8	41		41	45		45
Net financing credit/(charge) relating to pensions	8	27		27	(28)		(28)
Net currency retranslation (charges)/credits		(19)		(19)	38		38
Other non-operating charges	8	(9)		(9)	(11)		(11)
Total net non-operating costs		(191)		(191)	(181)		(181)
Profit before tax		3,039	448	3,487	2,769	(288)	2,481
Tax	9	(558)	(32)	(590)	(538)	66	(472)
Profit after tax for the year		2,481	416	2,897	2,231	(222)	2,009
Attributable to:							
Equity holders of the parent		2,469		2,885	2,211		1,989
Non-controlling interest		12		12	20		20
		2,481		2,897	2,231		2,009
Basic earnings per share (€ cents)	10	122.1		142.7	105.9		95.2
Diluted earnings per share (€ cents)	10	117.7		137.4	102.2		92.0

¹ Restated for new accounting standards IFRS 15 'Revenue from contracts with customers' and IFRS 9 'Financial instruments'; refer to note 33.

Fuente: International Airlines Group, 2019.

Balance Consolidado 2018-2017:

CONSOLIDATED BALANCE SHEET

€ million	Note	December 31		
		2018	2017 (restated) ¹	January 1 (restated) ¹
Non-current assets				
Property, plant and equipment	12	12,437	11,846	12,227
Intangible assets	14	3,198	3,018	3,037
Investments accounted for using the equity method	15	31	30	29
Other equity investments	16	80	79	73
Employee benefit assets	30	1,129	1,023	1,028
Derivative financial instruments	26	221	145	169
Deferred tax assets	9	536	523	561
Other non-current assets	17	309	376	499
		17,941	17,040	17,623
Current assets				
Non-current assets held for sale		-	-	38
Inventories		509	432	458
Trade receivables	17	1,597	1,463	1,370
Other current assets	17	1,175	958	899
Current tax receivable	9	383	258	228
Derivative financial instruments	26	155	405	329
Other current interest-bearing deposits	18	2,437	3,384	3,091
Cash and cash equivalents	18	3,837	3,292	3,337
		10,093	10,192	9,750
Total assets		28,034	27,232	27,373
Shareholders' equity				
Issued share capital	27	996	1,029	1,066
Share premium	27	6,022	6,022	6,105
Treasury shares	27	(68)	(77)	(96)
Other reserves	29	(236)	(348)	(2,149)
Total shareholders' equity		6,714	6,626	4,926
Non-controlling interest	29	6	307	308
Total equity		6,720	6,933	5,234
Non-current liabilities				
Interest-bearing long-term borrowings	22	6,633	6,401	7,589
Employee benefit obligations	30	289	792	2,363
Deferred tax liability	9	453	526	110
Provisions for liabilities and charges	24	2,268	2,113	1,987
Derivative financial instruments	26	423	114	20
Other long-term liabilities	21	198	222	238
		10,264	10,168	12,307
Current liabilities				
Current portion of long-term borrowings	22	876	930	926
Trade and other payables	19	3,959	3,723	3,266
Deferred revenue on ticket sales	20	4,835	4,742	4,680
Derivative financial instruments	26	656	111	88
Current tax payable	9	165	78	101
Provisions for liabilities and charges	24	559	547	771
		11,050	10,131	9,832
Total liabilities		21,314	20,299	22,139
Total equity and liabilities		28,034	27,232	27,373

¹ Restated for new accounting standards IFRS 15 'Revenue from contracts with customers' and IFRS 9 'Financial instruments'; refer to note 33.

Fuente: International Airlines Group, 2019.

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas 2016-2015:

Consolidated income statement

€ million	Note	Year to December 31					
		Before exceptional items 2016	Exceptional items	Total 2016	Before exceptional items 2015	Exceptional items	Total 2015
Passenger revenue		19,924		19,924	20,330		20,330
Cargo revenue		1,022		1,022	1,094		1,094
Other revenue		1,621		1,621	1,454		1,454
Total revenue	4	22,567		22,567	22,858		22,858
Employee costs	5, 8	4,731	93	4,824	4,905		4,905
Fuel, oil costs and emissions charges	5	4,873	(42)	4,831	6,082	(51)	6,031
Handling, catering and other operating costs		2,664		2,664	2,571		2,571
Landing fees and en-route charges		2,151		2,151	1,882		1,882
Engineering and other aircraft costs		1,701		1,701	1,395		1,395
Property, IT and other costs		870		870	765	68	833
Selling costs		896		896	912		912
Depreciation, amortisation and impairment	6	1,287		1,287	1,307		1,307
Aircraft operating lease costs	6	759		759	659		659
Currency differences		100		100	45		45
Total expenditure on operations		20,032	51	20,083	20,523	17	20,540
Operating profit	4	2,535	(51)	2,484	2,335	(17)	2,318
Finance costs	9	(279)		(279)	(294)		(294)
Finance income	9	33		33	42		42
Net currency retranslation charges		(25)		(25)	(56)		(56)
Gains/(losses) on derivatives not qualifying for hedge accounting		60		60	(170)		(170)
Net gain related to available-for-sale financial assets	18	4		4	5		5
Share of profits in investments accounted for using the equity method	17	6		6	6		6
Profit/(loss) on sale of property, plant and equipment and investments		67		67	(38)		(38)
Net financing credit/(charge) relating to pensions	9	12		12	(12)		(12)
Profit before tax		2,413	(51)	2,362	1,818	(17)	1,801
Tax	10	(423)	13	(410)	(279)	(6)	(285)
Profit after tax for the year		1,990	(38)	1,952	1,539	(23)	1,516
Attributable to:							
Equity holders of the parent		1,969		1,931	1,518		1,495
Non-controlling interest		21		21	21		21
		1,990		1,952	1,539		1,516
Basic earnings per share (€ cents)	11	94.9		93.0	74.6		73.5
Diluted earnings per share (€ cents)	11	90.2		88.5	71.4		70.4

¹ The prior year consolidated income statement includes reclassifications to conform to the current year presentation. Refer to note 2 for further details.

Fuente: International Airlines Group, 2017.

Balance Consolidado 2016-2015:

Consolidated balance sheet

€ million	Note	December 31 2016	December 31 2015
Non-current assets			
Property, plant and equipment	13	12,227	13,730
Intangible assets	16	3,037	3,195
Investments accounted for using the equity method	17	29	41
Available-for-sale financial assets	18	73	74
Employee benefit assets	32	1,028	957
Derivative financial instruments	27	169	62
Deferred tax assets	10	526	723
Other non-current assets	19	499	365
Total non-current assets		17,588	19,147
Current assets			
Non-current assets held for sale	15	38	5
Inventories		458	520
Trade receivables	19	1,405	1,196
Other current assets	19	899	1,235
Current tax receivable	10	228	79
Derivative financial instruments	27	329	198
Other current interest-bearing deposits	20	3,091	2,947
Cash and cash equivalents	20	3,337	2,909
Total current assets		9,785	9,089
Total assets		27,373	28,236
Shareholders' equity			
Issued share capital	28	1,066	1,020
Share premium	28	6,105	5,867
Treasury shares	29	(96)	(113)
Other reserves	31	(1,719)	(1,548)
Total shareholders' equity		5,356	5,226
Non-controlling interest	31	308	308
Total equity		5,664	5,534
Non-current liabilities			
Interest-bearing long-term borrowings	23	7,589	7,498
Employee benefit obligations	32	2,363	858
Deferred tax liability	10	176	426
Provisions for liabilities and charges	25	1,987	2,049
Derivative financial instruments	27	20	282
Other long-term liabilities	22	238	223
Total non-current liabilities		12,373	11,336
Current liabilities			
Current portion of long-term borrowings	23	926	1,132
Trade and other payables	21	3,305	3,803
Deferred revenue on ticket sales		4,145	4,374
Derivative financial instruments	27	88	1,328
Current tax payable	10	101	124
Provisions for liabilities and charges	25	771	605
Total current liabilities		9,336	11,366
Total liabilities		21,709	22,702
Total equity and liabilities		27,373	28,236

Fuente: International Airlines Group, 2017.

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas 2014-2013:

€ million	Year to December 31					
	Note	Before exceptional items 2014	Exceptional items	Total 2014	Before exceptional items 2013	Total 2013
Passenger revenue		17,825		17,825	16,264	16,158
Cargo revenue		992		992	1,073	1,073
Other revenue		1,353		1,353	1,338	1,338
Total revenue	3	20,170		20,170	18,675	18,569
Employee costs	8	4,325	260	4,585	4,123	4,221
Fuel, oil costs and emissions charges		5,987		5,987	5,951	5,945
Handling, catering and other operating costs		2,063		2,063	1,932	1,932
Landing fees and en-route charges		1,555		1,555	1,422	1,422
Engineering and other aircraft costs		1,276		1,276	1,237	1,252
Property, IT and other costs		927		927	922	927
Selling costs		859		859	785	785
Depreciation, amortisation and impairment	6	1,196	(79)	1,117	1,006	1,014
Aircraft operating lease costs	6	551		551	482	499
Currency differences		41	180	221	45	45
Total expenditure on operations		18,780	361	19,141	17,905	18,042
Operating profit	3	1,390	(361)	1,029	770	527
Finance costs	9	(237)		(237)	(301)	(301)
Finance income	9	32		32	31	31
Retranslation (charges)/credits on currency borrowings		(27)		(27)	12	12
(Losses)/gains on derivatives not qualifying for hedge accounting		(49)		(49)	43	43
Net gain related to available-for-sale financial assets	18	10	83	93	2	2
Share of post-tax profits/(losses) in associates	17	2		2	(8)	(8)
Loss on sale of property, plant and equipment and investments		(11)		(11)	(9)	(26)
Net financing charge relating to pensions	9	(4)		(4)	(53)	(53)
Profit before tax from continuing operations		1,106	(278)	828	487	227
Tax	10	(238)	413	175	(57)	(76)
Profit after tax from continuing operations		868	135	1,003	430	151
Loss after tax from discontinued operations		-		-	-	(4)
Profit after tax for the year		868	135	1,003	430	147
Attributable to:						
Equity holders of the parent		847		962	405	122
Non-controlling interest		21		21	25	25
		868		1,003	430	147
Basic earnings per share (€ cents)						
From continuing operations		41.6		48.2	21.3	6.6
From discontinued operations		-		-	-	(0.2)
From profit for the year		41.6		48.2	21.3	6.4
Diluted earnings per share (€ cents)						
From continuing operations		40.2		46.4	20.8	6.5
From discontinued operations		-		-	-	(0.2)
From profit for the year		40.2		46.4	20.8	6.3

Fuente: International Airlines Group, 2015.

Balance Consolidado 2014-2013:

€ million	Note	December 31, 2014	December 31, 2013
Non-current assets			
Property, plant and equipment	13	11,784	10,228
Intangible assets	16	2,438	2,196
Investments in associates	17	27	25
Available-for-sale financial assets	18	84	1,092
Employee benefit assets	32	855	485
Derivative financial instruments	27	80	35
Deferred tax assets	10	769	501
Other non-current assets	19	188	197
		16,225	14,759
Current assets			
Non-current assets held for sale	15	18	12
Inventories		424	411
Trade receivables	19	1,252	1,196
Other current assets	19	611	631
Derivative financial instruments	27	178	135
Other current interest-bearing deposits	20	3,416	2,092
Cash and cash equivalents	20	1,528	1,541
		7,427	6,018
Total assets		23,652	20,777
Shareholders' equity			
Issued share capital	28	1,020	1,020
Share premium	28	5,867	5,867
Treasury shares	29	(6)	(42)
Other reserves	31	(3,396)	(2,936)
Total shareholders' equity		3,485	3,909
Non-controlling interest	31	308	307
Total equity		3,793	4,216
Non-current liabilities			
Interest-bearing long-term borrowings	23	5,904	4,535
Employee benefit obligations	32	1,324	738
Deferred tax liability	10	278	884
Provisions for liabilities and charges	25	1,967	1,796
Derivative financial instruments	27	359	66
Other long-term liabilities	22	226	225
		10,058	8,244
Current liabilities			
Current portion of long-term borrowings	23	713	587
Trade and other payables	21	3,281	3,297
Deferred revenue on ticket sales		3,933	3,496
Derivative financial instruments	27	1,313	528
Current tax payable		57	11
Provisions for liabilities and charges	25	504	398
		9,801	8,317
Total liabilities		19,859	16,561
Total equity and liabilities		23,652	20,777

Fuente: International Airlines Group, 2015.

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas 2012-2011:

€ million	Note	Year to December 31				
		Before exceptional items 2012	Exceptional items	Total 2012	Before exceptional items 2011	Exceptional items
Passenger revenue		15,372		15,372	13,496	13,496
Cargo revenue		1,217		1,217	1,176	1,176
Other revenue	4	1,528		1,528	1,431	1,431
Total revenue		18,117		18,117	16,103	16,103
Employee costs	9	4,341	238	4,579	3,799	3,799
Fuel and oil costs		6,101		6,101	4,999	5,088
Handling charges, catering and other operating costs		1,805		1,805	1,522	1,522
Landing fees and en-route charges		1,278		1,278	1,175	1,175
Engineering and other aircraft costs		1,285		1,285	1,074	1,074
Property, IT and other costs		997	9	1,006	903	903
Selling costs		830	7	837	740	740
Depreciation, amortisation and impairment	7	1,071	343	1,414	969	969
Aircraft operating lease costs	7	432	(7)	425	386	375
Currency differences					14	14
Total expenditure on operations		18,140	590	18,730	15,581	15,659
Operating (loss)/profit	4	(23)	(590)	(613)	522	(444)
Finance costs	10	(264)		(264)	(220)	(220)
Finance income	10	53		53	85	85
Retranslation credits/(charges) on currency borrowings		9		9	(8)	(8)
Losses on derivatives not qualifying for hedge accounting		(12)		(12)	(12)	(12)
Net charge relating to available-for-sale financial assets	19	(1)		(1)	(19)	(19)
Share of post-tax profits in associates accounted for using the equity method	18	17		17	7	7
Profit/(loss) on sale of property, plant and equipment and investments		7		7	(2)	81
Net financing (charge)/credit relating to pensions	10	(266)		(266)	184	184
Gain on bargain purchase			73	73		
(Loss)/profit before tax from continuing operations		(480)	(517)	(997)	537	542
Tax	11	68	44	112	17	40
(Loss)/profit after tax from continuing operations		(412)	(473)	(885)	554	582
Loss after tax from discontinued operations			(38)	(38)		
(Loss)/profit after tax for the year		(412)	(511)	(923)	554	582
Attributable to:						
Equity holders of the parent		(432)		(943)	534	562
Non-controlling interest		20		20	20	20
		(412)		(923)	554	582
Basic (loss)/earnings per share (€ cents)						
From continuing operations				(490)		311
From discontinued operations				(20)		
From (loss)/profit for the year				(510)		311
Diluted (loss)/earnings per share (€ cents)						
From continuing operations				(490)		297
From discontinued operations				(20)		
From (loss)/profit for the year				(510)		297

Fuente: International Airlines Group, 2013.

Balance Consolidado 2012-2011:

€ million	Note	December 31, 2012	December 31, 2011
Non-current assets			
Property, plant and equipment	14	9,926	9,584
Intangible assets	17	1,965	1,724
Investments in associates	18	180	165
Available-for-sale financial assets	19	684	466
Employee benefit assets	32	1,467	1,317
Derivative financial instruments	28	26	37
Deferred tax assets	11	450	497
Other non-current assets	20	113	71
		14,811	13,861
Current assets			
Non-current assets held for sale	16	3	18
Inventories		414	400
Trade receivables	20	1,149	1,175
Other current assets	20	481	445
Derivative financial instruments	28	70	119
Other current interest-bearing deposits	21	1,547	1,758
Cash and cash equivalents	21	1,362	1,977
		5,026	5,892
Total assets		19,837	19,753
Shareholders' equity			
Issued share capital	29	928	928
Share premium	29	5,280	5,280
Investment in own shares		(17)	(17)
Other reserves	31	(1,436)	(805)
Total shareholders' equity		4,755	5,386
Non-controlling interest	31	300	300
Total equity		5,055	5,686
Non-current liabilities			
Interest-bearing long-term borrowings	24	4,128	4,304
Employee benefit obligations	32	293	277
Deferred tax liability	11	1,202	1,274
Provisions for liabilities and charges	26	1,250	1,244
Derivative financial instruments	28	95	55
Other long-term liabilities	23	250	384
		7,218	7,538
Current liabilities			
Current portion of long-term borrowings	24	670	579
Trade and other payables	22	6,013	5,377
Derivative financial instruments	28	66	64
Current tax payable		12	157
Provisions for liabilities and charges	26	803	352
		7,564	6,529
Total liabilities		14,782	14,067
Total equity and liabilities		19,837	19,753

Fuente: International Airlines Group, 2013.