



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

LA CREACIÓN DE VALOR EN EL PROCESO DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Autor: María de Rufino Picón

Director: Iñigo Labad Arregui

RESUMEN

El presente trabajo analiza la creación de valor en el proceso de fusiones y adquisiciones (M&A). En los últimos años, se ha observado un aumento en el número de operaciones de M&A a nivel global. Esta estrategia de crecimiento busca generar valor para los accionistas mediante la creación de sinergias y la obtención de beneficios estratégicos significativos para las empresas involucradas. Sin embargo, las operaciones de M&A son altamente complejas y requieren una planificación y ejecución meticulosa, lo que a veces dificulta la consecución de una creación de valor efectiva. A través de una metodología cualitativa y un enfoque deductivo, se identifican una serie de factores determinantes para la creación de valor en las operaciones de M&A. Además, se analizan los principales motivos por los cuales algunas operaciones de M&A terminan destruyendo valor, diferenciando entre factores relacionados con la estrategia inicial y aquellos atribuidos a una mala ejecución. Para ilustrar estos puntos, se examinan casos de adquisiciones realizadas por Walt Disney Company y AT&T Inc., lo que permite contrastar los motivos principales por los que algunas operaciones de M&A fracasan en la práctica. Como conclusión, se destaca la importancia de contar con un enfoque estratégico adecuado, una estimación precisa de las sinergias y un plan de integración coherente para lograr el éxito en estas operaciones. Los hallazgos y recomendaciones presentados en este trabajo son relevantes para los ejecutivos y profesionales involucrados en el proceso de M&A, brindando una guía estratégica y práctica para abordar este tipo de operaciones.

PALABRAS CLAVE

Fusiones y adquisiciones, sinergias, creación de valor, beneficios por acción, flujos de caja

ABSTRACT

This paper explores value creation in mergers and acquisitions (M&A) processes, which have witnessed a global increase in recent years. M&A transactions aim to generate shareholder value by capitalizing on synergies and strategic advantages for the participating companies. However, these transactions are intricate and require meticulous planning and execution, often posing challenges in achieving effective value creation. Employing a qualitative methodology and deductive approach, this study identifies determinants of value creation in M&A transactions. Additionally, it analyzes the primary factors that contribute to value destruction, distinguishing between those associated with the initial strategy and those attributed to poor execution. The paper examines notable cases of acquisitions by Walt Disney Company and AT&T Inc. to illustrate the main reasons for the failure of certain M&A transactions. Ultimately, the study emphasizes the significance of a sound strategic approach, accurate estimation of synergies, and coherent integration plan to ensure success in M&A deals. The findings and recommendations presented in this paper hold relevance for executives and professionals engaged in the M&A process, offering a practical and strategic guide to approach such operations. Overall, this research contributes to the existing body of knowledge on value creation in M&A and provides valuable insights for decision-makers in this field.

KEY WORDS

Mergers and acquisitions, Synergies, value creation, earnings per share, cash flows

LISTA DE ABREVIACIONES

BPA: Beneficio por Acción

CAPEX: *Capital Expenditure*

CAPM: *Capital Asset Pricing Model*

CCF: *Capital Cash Flow*

CFac: Flujo de caja para los accionistas

CFd: Flujo de caja para la deuda

CFROI: Retorno de flujo de efectivo de la inversión

DCF: *Discounted Cash Flow*

Disney: *Walt Disney Company*

EBITDA: *Earnings before interest, tax, depreciation, and amortization*

EVA: Valor económico agregado

FCF: *Free Cash Flow*

Fox: *21st Century Fox*

FY: *Fiscal year*

Kd: Rentabilidad exigida para la deuda

Ke: Rentabilidad exigida para los accionistas

LBO: Leverage Buyout

LTM: *Last twelve months*

M&A: *Mergers and Acquisitions*

OPA: Oferta Pública de Adquisición

PER: *Price to earnings ratio*

PPA: Precio por acción

PSR: Precio sobre ventas

R&D: *Research and Development*

S&P 500: Índice Standard & Poor's 500

TMT: Tecnología, Medios y Telecomunicaciones

UPA: Beneficio por acción

VAN: Valor actual neto

WACC: *Weighted Average Cost of Capital*

ÍNDICE DE CONTENIDOS

| | |
|---|------------------|
| <u>1. INTRODUCCIÓN.....</u> | <u>9</u> |
| 1.1. OBJETIVOS | 9 |
| 1.2. METODOLOGÍA | 9 |
| 1.3. ESTADO DE LA CUESTIÓN..... | 10 |
| 1.4. ESTRUCTURA..... | 11 |
| <u>2. LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES.....</u> | <u>12</u> |
| 2.1. CONTEXTO Y DEFINICIÓN | 12 |
| 2.2. TIPOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES..... | 14 |
| 2.3. VALORANDO LA EMPRESA OBJETIVO | 15 |
| 2.4. PRINCIPALES MOTIVACIONES PARA LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES | 18 |
| <u>3. LA CREACIÓN DE VALOR</u> | <u>23</u> |
| 3.1. EL VALOR Y LA CREACIÓN DE VALOR | 23 |
| 3.2. MEDICIÓN DE CREACIÓN DE VALOR..... | 24 |
| 3.2.1. MEDIDAS FINANCIERAS PARA MEDIR LA CREACIÓN DE VALOR | 25 |
| 3.3. FACTORES QUE DETERMINAN LA CREACIÓN DE VALOR | 26 |
| <u>4. LA DESTRUCCIÓN DE VALOR.....</u> | <u>29</u> |
| 4.1. EL FRACASO Y LA DESTRUCCIÓN DE VALOR | 29 |
| 4.2. MOTIVOS POR LOS QUE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES FRACASAN | 30 |
| 4.2.1. MOTIVOS RELACIONADOS CON LA ESTRATEGIA INICIAL | 31 |
| 4.2.2. MOTIVOS POR UNA MALA EJECUCIÓN | 34 |
| 4.3. EL ESTUDIO DEL FRACASO..... | 38 |
| <u>5. CASOS PRÁCTICOS DE DESTRUCCIÓN DE VALOR EN EL SECTOR TMT</u> | <u>40</u> |
| <u>.....</u> | <u>40</u> |

| | |
|---|------------------|
| 5.1. CASO PRÁCTICO 1: WALT DISNEY ADQUIERE CENTURY FOX | 41 |
| 5.1.1. THE WALT DISNEY COMPANY | 41 |
| 5.1.2. TWENTY-FIRST CENTURY FOX..... | 42 |
| 5.1.3. ESTRUCTURA DE LA OPERACIÓN..... | 43 |
| 5.1.4. ANÁLISIS ESTRATÉGICO DE LA OPERACIÓN..... | 43 |
| 5.1.5. EVALUACIÓN DE LA OPERACIÓN Y RENDIMIENTO DE WALT DISNEY POST-FUSIÓN. | 44 |
| 5.1.3. RESULTADO Y CONCLUSIONES..... | 46 |
| 5.2. CASO PRÁCTICO 2: ADQUISICIONES DE AT&T | 48 |
| 5.2.1. AT&T | 48 |
| 5.2.2. OPERACIONES DE AT&T..... | 49 |
| 5.2.3. EVALUACIÓN DE LAS OPERACIONES | 51 |
| 5.2.4. RESULTADO Y CONCLUSIONES | 53 |
| <u>6. CONCLUSIONES.....</u> | <u>54</u> |
| <u>7. BIBLIOGRAFÍA.....</u> | <u>57</u> |
| <u>8. ANEXOS.....</u> | <u>61</u> |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | |
|---|----|
| Figura 1: Valor de las fusiones y adquisiciones globales desde 2013 a Marzo de 2023 (en trillones de dólares)..... | 13 |
| Figura II: Etapas de una fusión/adquisición..... | 34 |
| Figura III: Motivos por los que las fusiones y adquisiciones fracasan | 37 |
| Figura IV: Factores clave para el éxito de las fusiones y adquisiciones a nivel mundial | 38 |
| Figura V: Evolución de la cotización de Disney (2013-2023)..... | 42 |
| Figura VI: Subscriptores de televisión de pago de AT&T..... | 50 |
| Figura VII: Cotización de AT&T en comparación al índice S&P 500 | 51 |

ÍNDICE DE TABLAS

| | |
|--|----|
| Tabla I: Principales Flujos de Caja y sus respectivas tasas de descuento | 17 |
| Tabla II: Resumen de las principales motivaciones de las fusiones y adquisiciones..... | 21 |
| Tabla III: Resumen con los factores que influyen en la creación de valor para el comprador | 28 |
| Tabla 5: Resultados financieros de Disney (2018-2022) | 44 |

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Objetivos

El presente trabajo de investigación académica se centra en analizar e identificar los factores claves en la creación de valor en los procesos de fusiones y adquisiciones (M&A). En concreto, el estudio se centrará en comprender cómo se mide y evalúa la creación de valor en las operaciones de M&A, así como profundizar en las razones por las cuales algunas operaciones destruyen valor, es decir, fracasan. Para lograr este objetivo, realizaremos un estudio empírico que se centrará específicamente en el sector TMT (Tecnología, Medios y Telecomunicaciones) por ser un ejemplo de sector con mucha actividad de M&A y con gran impacto transformacional en sus compañías. Analizaremos varias transacciones de fusiones y adquisiciones en el sector donde se ha identificado una pérdida de valor considerable y profundizaremos en las causas subyacentes que hayan influido en el éxito o fracaso de éstas.

1.2. Metodología

Para poder alcanzar los objetivos mencionados en el apartado anterior, se aplicará una metodología cualitativa con un enfoque deductivo. En primer lugar, se llevará a cabo una investigación teórica del tema a tratar a través de la revisión de la literatura disponible (artículos académicos, libros y otro tipo de fuentes). Para ello, se utilizarán fuentes académicas como *Google Scholar* o *Dialnet*. Una vez recopilada información suficiente, se realizarán dos estudios de destrucción de valor ocurridos en casos reales de unas fusiones/adquisiciones muy relevantes en el sector TMT (Tecnología, Media, Telecomunicaciones) con el objetivo de obtener conclusiones basadas tanto en la teoría como en la práctica. Para ello, se utilizarán plataformas financieras como *Factset* y *Bloomberg*, además de informes anuales de las compañías involucradas y artículos financieros y de prensa en los que se analice dicha transacción. Las empresas elegidas son públicas por lo que se han utilizado sus informes anuales, cotización en bolsa y presentaciones para sus inversores.

1.3. Estado de la cuestión

Las fusiones y adquisiciones empresariales cada vez son más frecuentes en las corporaciones a nivel global en su continua búsqueda de creación de valor para los accionistas (García Castillo, 2018). La decisión de adquirir una empresa o fusionarse con otra es una de las decisiones más importantes de inversión que una empresa puede tomar. Esto se debe a que este tipo de operaciones conllevan un cambio en la estructura de la empresa y, además, alteran la configuración del mercado y el panorama competitivo de la industria en la que operan las partes involucradas (De la Rosa Molina, 2007).

Por lo general, se espera que las fusiones y adquisiciones creen valor al alcanzarse varias sinergias, como la disminución de costes y acceso a nuevos mercados o tecnologías. Sin embargo, un elevado número de estudios empíricos señalan que las operaciones de M&A afectan negativamente o no tienen ningún efecto en el rendimiento económico de la empresa (Park et al., 2002). Los beneficios generados en las operaciones de M&A pueden verse limitados por diversos factores que analizaremos detalladamente en este estudio. Entre estos factores se encuentran el precio a pagar por la empresa, las diferencias culturales entre las empresas involucradas, los desafíos de integración de los equipos, las barreras regulatorias que pueden surgir durante el proceso y el comportamiento de la competencia.

En este contexto, se llevará a cabo un análisis del papel que desempeñan las fusiones y adquisiciones en la reestructuración de los distintos sectores, y se examinarán detalladamente los factores clave que determinan la creación de valor en el proceso de M&A. El análisis detallado de los factores permitirá comprender los desafíos asociados con este tipo de operaciones, así como los riesgos y oportunidades inherentes a éstas.

1.4. Estructura

Este trabajo de investigación se divide en cuatro secciones principales. En la primera sección, se realiza una revisión de la literatura existente sobre las fusiones y adquisiciones, comenzando por definir estos conceptos y explorar los diferentes tipos de operaciones que se pueden llevar a cabo. Además, se examinan los métodos de valoración utilizados para evaluar la empresa objetivo y se destacan los motivos que impulsan a las empresas a realizar estas transacciones, centrándose en las sinergias y la creación de valor. En un segundo apartado, se aborda el tema de la creación de valor. Se analizan diversos enfoques y métodos utilizados para medir la creación de valor, así como los factores que influyen en la magnitud de ésta. En el tercer apartado, se profundiza en la destrucción de valor en las fusiones y adquisiciones. Se investigan las razones por las que estas operaciones pueden fracasar y se analiza el resultado del fracaso en fusiones y adquisiciones, revisando las distintas dimensiones (valor de mercado, reputación y posicionamiento estratégico). Por último, en el cuarto bloque, se presentará los principales hallazgos obtenidos del estudio de una serie de operaciones de fusiones y adquisiciones reales y de gran relevancia en el sector TMT (Tecnologías, Medios y Telecomunicaciones). Se integrará la teoría revisada previamente con la práctica para proporcionar una visión integral de estos casos.

2. LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

2.1. Contexto y definición

En este apartado, se describen y analizan las fusiones y adquisiciones, su naturaleza y los objetivos que persiguen. Adicionalmente, examinaremos la importancia de éstas como estrategias empresariales para crear valor para el accionista y exploraremos las tendencias recientes de este tipo de operaciones en el panorama económico mundial.

Una *fusión* es un “acuerdo de dos o más sociedades, jurídicamente independientes, por el que se comprometen a juntar su patrimonio y formar una nueva sociedad” (Pérez-Íñigo, 2019, p.19). Para que una adquisición tenga lugar, la empresa adquiriente debe adquirir la mayoría de las acciones de la empresa adquirida, sin necesidad de juntar los patrimonios de ambas compañías. En el caso de que una de las empresas actúe como absorbente de patrimonios de las demás, se le denominara *absorción*. En ocasiones, las empresas empiezan adquiriendo la mayoría de las acciones de la otra y finalmente acaba absorbiéndola (Pérez-Íñigo, 2019).

El principal objetivo de las fusiones y adquisiciones es la maximización de la riqueza de los accionistas reflejado en el precio de acciones del adquiriente. Comúnmente, las fusiones y adquisiciones fortalecen a las empresas al hacer que sus operaciones sean más sinérgicas. Por lo tanto, cuando las empresas anuncian fusiones, es normal suponer que el EBITDA/FCF¹ debería aumentar materialmente después de la finalización de la fusión. Para reflejar esta información, muchas empresas al anunciar una adquisición indican el múltiplo al que compran antes y después de incluir las sinergias (Barclays Equity Research, 2022).

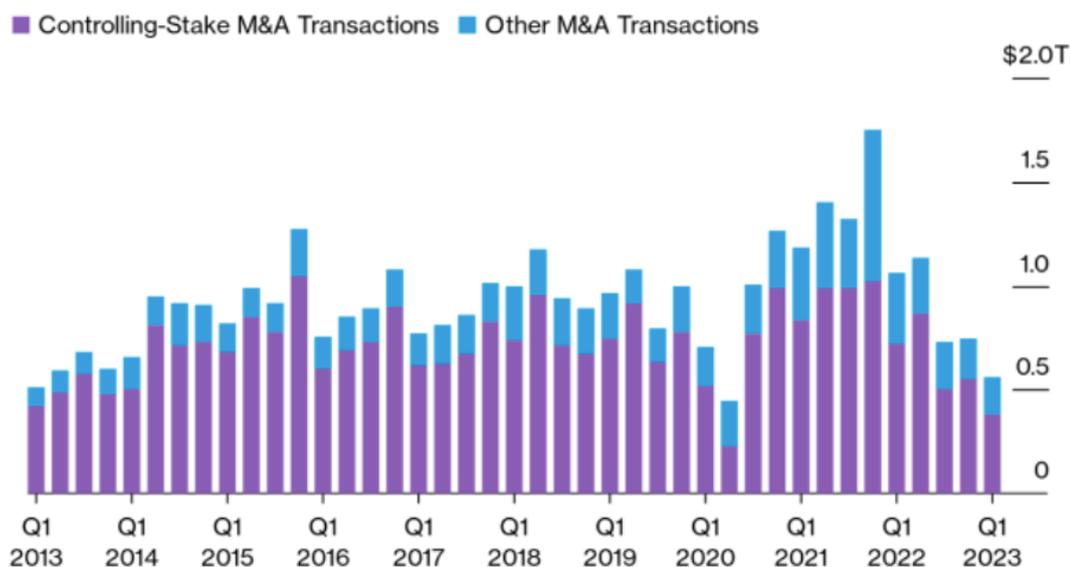
Durante los últimos diez años, el valor de las operaciones de M&A han aumentado en todo el mundo, lo que tiende a reflejar el estado de la economía en general. Durante y después de una recesión, se registran disminuciones, mientras que, en períodos de

¹ En inglés, EBITDA es *Earnings before interests, taxes, depreciation, and amortization*. En inglés, FCF es *Free Cash Flow*. La ratio EBITDA/FCF es utilizado comúnmente para evaluar el desempeño financiero de una empresa, ya que permite evaluar la generación de efectivo y sinergias después de una transacción.

expansión económica, la actividad de fusiones y adquisiciones se incrementa. El valor de las operaciones de fusión y adquisición alcanzó los 3,4 billones de dólares en 2022 (Statista, s.f.).

En la siguiente representación gráfica observamos la evolución de la actividad de M&A en los últimos 10 años en el contexto económico global:

Figura 1: Valor de las fusiones y adquisiciones globales desde 2013 a marzo de 2023 (en trillones de dólares)



Nota: Operaciones de M&A de participación mayoritaria en morado; otras operaciones de M&A en azul. Los datos incluyen las fusiones pendientes y realizadas entre el 1 de enero de 2013 y el 31 de marzo de 2023.

Fuente: Rouleau (2023)

La ilustración nos permite identificar los periodos de mayor actividad en esta última década, destacando entre ellos el último trimestre de 2021 debido a una recuperación económica y una consolidación en el mercado tras la pandemia de COVID-19. El volumen global de operaciones del primer trimestre de 2023 fue de 559.000 millones de dólares, el tercer trimestre más bajo de fusiones y adquisiciones globales en los últimos 10 años. Solo el primer trimestre de 2013 y el primer y segundo trimestre de 2020 (año pandémico) tuvieron volúmenes trimestrales más bajos (Rouleau, 2023).

2.2. Tipos de fusiones y adquisiciones

Una vez se ha establecido la definición de las fusiones y adquisiciones, así como sus principales objetivos y su evolución en los últimos diez años, es de gran relevancia realizar un análisis de los diversos tipos de fusiones y adquisiciones que existen en el ámbito empresarial. En el proceso de adquisición, se pueden emplear diversas modalidades, cada una con sus características y consideraciones específicas en cuanto a la transferencia de activos, pasivos y participación accionarial (De la Rosa Molina, 2007):

- **Adquisición por absorción y fusión:** En esta modalidad de adquisición, los activos y pasivos de la compañía vendedora son transferidos a la compañía compradora. Como resultado, la compañía vendedora desaparece como entidad legal independiente, pero los accionistas de ambas empresas se mantienen en la compañía matriz (De la Rosa Molina, 2007). Esta modalidad de adquisición requiere una integración más profunda porque combina la estructura accionarial y los recursos de ambas empresas en una sola entidad.
- **Adquisición de acciones y Oferta Pública de Adquisición (OPA):** En este tipo de operaciones, el comprador adquiere a la empresa vendedora mediante la compra de acciones u otros títulos. La OPA puede ser amistosa u hostil dependiendo si la dirección de la empresa objetivo participa en el proceso. (De la Rosa Molina, 2007). A diferencia de la adquisición por fusión, los accionistas de la empresa vendedora se van.
- **Adquisición de activos:** La empresa compradora compra los activos de la empresa vendedora, pero paga a la empresa en lugar de a sus accionistas. El pago por el activo puede ser en efectivo, acciones del comprador u otro título emitida por el comprador. (De la Rosa Molina, 2007).

2.3. Valorando la empresa objetivo

Las fusiones y adquisiciones son realmente arriesgadas, por lo tanto, solo deberían realizarse cuando se tenga muy claro que es la mejor forma de alcanzar los objetivos establecidos. Una vez se tiene claro esto y la empresa compradora ha manifestado su interés por adquirir otra compañía, se debe encontrar al candidato idóneo para la adquisición y posteriormente será necesario llevar a cabo una valoración exhaustiva y precisa de la empresa objetivo. Este proceso se recomienda realizarlo de la mano de profesionales, es decir, de la mano de los bancos de inversión y de compañías auditoras. Estas instituciones permiten revisar la situación real de la empresa objetivo (Pérez-Íñigo, 2019). Este paso será fundamental para establecer un precio de compra adecuado.

La valoración de empresas es una tarea que requiere tanto conocimientos técnicos como sentido común para determinar qué método de valoración es el más apropiado, por qué ese método es el más apropiado y, en última instancia, cuál es el propósito de la valoración. (Fernández, 2008). Podemos dividir los principales métodos de valoración de empresas en seis categorías:

- **Métodos basados en el balance:** Con este método, obtenemos una valoración estática de la empresa ya que se realiza a través de una estimación del valor del patrimonio y no se tiene en cuenta la evolución futura de la empresa ni otros factores que le puedan afectar como el valor temporal del dinero. Entre estos métodos podemos destacar los siguientes: valor en libros, valor en libros ajustado, valor sustancial, valor de liquidación², activo neto real (Fernández, 2008; Parra Barrios, 2013).
- **Métodos basados en múltiplos financieros:** Este método busca establecer el valor de una empresa utilizando las ganancias, las ventas u otros indicadores relevantes (Fernández, 2008). La principal razón por la que se usa este método frecuentemente es su facilidad de uso, junto con la falta de conocimiento sobre una valoración adecuada de negocios. Sin embargo, es importante tener en cuenta

² Este método estima el valor de una empresa ante una futura liquidación de ésta (Parra Barrios, 2013)

que se parte de una suposición defectuosa al asumir que la empresa analizada tendrá un comportamiento parecido a otras empresas "similares" en su sector (Parra Barrios, 2013). En esta categoría, se utilizan distintos múltiplos para valorar la empresa. Existen dos tipos principales de múltiplos: los de cotización y los de transacción (Parra Barrios, 2013). Entre ellos cabe a destacar el EBITDA³, PER⁴ (*Price to earnings ratio*), la relación precio sobre ventas (PSR), múltiplo EV/EBITDA y el múltiplo EV/EBIT⁵. (Fernández, 2008; Parra Barrios, 2013).

- **Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o *goodwill*:** El fondo de comercio representa el valor de los activos intangibles de la empresa, que a menudo no se reflejan en el balance, pero que proporcionan una ventaja competitiva sobre otras empresas del mismo sector. Es el valor adicional de una empresa más allá de su valor contable ajustado. Por lo tanto, es necesario agregar este valor al activo neto para realizar una valoración precisa. Sin embargo, que no hay un consenso sobre la metodología exacta para su cálculo por lo que pueden surgir problemas para determinar el valor de esta partida (Fernández, 2008).
- **Métodos basados en el descuento de flujos de caja (*cash flows*):** Este enfoque busca establecer el valor de una empresa mediante la estimación de los flujos de caja que generará en el futuro. Estos flujos se descuentan utilizando una tasa adecuada según el nivel de riesgo asociado a esos flujos (Fernández, 2008).

³ En inglés, EBITDA (Earnings before Interest Taxes Depreciation and Amortization)

⁴ El Indicador PER es uno de los índices más utilizados. Se trata de un indicador que se limita al comportamiento en el mercado de valores y que presenta la relación precio por acción (PPA) con respecto al beneficio por acción (UPA). Comúnmente se conoce como relación precio-ganancia (Price to Earnings Ratio) (Parra Barrios, 2013)

⁵ En inglés, EBIT (Earnings before Interest and Taxes)

En el siguiente recuadro, proporcionamos los principales flujos de fondo y sus principales tasas de descuento:

Tabla I: Principales Flujos de Caja y sus respectivas tasas de descuento

| FLUJOS DE FONDOS | TASA DE DESCUENTO APROPRIADA |
|---|--|
| CFac. Flujo de caja para los accionistas | Ke. Rentabilidad exigida para los accionistas |
| CFd. Flujo de caja para la deuda | Kd. Rentabilidad exigida para la deuda |
| FCF. Flujo de caja libre (Free Cash Flow) | WACC. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones) |
| CCF. Capital Cash Flow | WACC antes de impuestos |

Fuente: Fernández (2008)

La elección del flujo de fondos apropiado para valorar una empresa dependerá de la industria en la que opera, el tipo de empresa y los factores particulares que se deseen considerar en la evaluación. En la estimación de flujos de caja futuros habrá que incorporar factores difícilmente cuantificables como son las diferencias de culturas organizativas entre las partes integrantes (Pérez-Íñigo, 2019).

El FCF (flujo de caja libre), es el flujo de caja generado por las operaciones de la empresa sin tener en cuenta la deuda financiera, después de impuestos. Es el dinero que la empresa tendría disponible una vez que se hayan cubierto los gastos de inversión en activos fijos y las necesidades operativas de fondos, asumiendo que no hay deuda ni costes financieros asociados (Fernández, 2008). El FCF es considerado por muchos expertos como una de las mejores aproximaciones para valorar una empresa, ya que se basa en flujos de efectivo reales que genera la empresa una vez se han pagado los gastos operativos y las inversiones de los activos fijos y tiene en cuenta el valor temporal del dinero ya que se descuentan a una tasa apropiada. El FCF se utiliza para calcular el flujo de efectivo descontado (DCF). El DCF calcula el valor actual de los flujos de efectivo futuros de una empresa.

- **Métodos basados en la creación de valor:** En esta categoría cabe a destacar, el valor económico agregado (EVA⁶), beneficio económico, *cash value added* y retorno de flujo de efectivo de la inversión (CFROI⁷) (Fernández, 2008).
- **Métodos basados en opciones:** Este método se utiliza para valorar activos o proyectos con características similares a las opciones financieras. Algunos de estos métodos son: Método Black-Scholes⁸, opción de invertir, ampliar el proyecto, aplazar la inversión. (Fernández, 2008).

Finalmente, valorar una empresa es un proceso complejo que requiere un análisis cuidadoso y la consideración de varios factores para llegar a un valor preciso. Existen varios métodos de valoración de empresas, que podemos agrupar en diferentes categorías. La elección del método adecuado dependerá de la industria, el tipo de negocio, cómo de predecibles sean sus flujos de caja en el futuro, y otros factores específicos que desee considerar en la valoración.

2.4. Principales motivaciones para las fusiones y adquisiciones

Las motivaciones detrás de una fusión o adquisición son múltiples. No obstante, el objetivo principal de toda actividad económica es la *máxima creación de valor posible*. La empresa debe estar orientada a crear una ventaja competitiva a largo plazo con el objetivo de que se puedan incrementar las ganancias de los accionistas y mantener ese aumento a largo plazo (Sudarsanam, 1996). La idea fundamental es que las empresas, para atender a las demandas de los clientes, empleados y proveedores, y generar beneficios, tienen que ser competitivas. Para ello, la administración debe explotar el negocio de modo eficiente y generar suficiente tesorería. Esto se traduce en la creación de flujo de caja a largo plazo, y, por lo tanto, la creación de valor para el accionista (Pérez-Íñigo, 2019).

⁶ En inglés, EVA (economic value added)

⁷ En inglés, CFROI (cash flow return on investment)

⁸ Este método es un modelo matemático para valorar opciones financieras, que tiene en cuenta factores como el precio actual del activo subyacente, el precio de ejercicio y la volatilidad del activo

Los motivos más comunes por los que las empresas se fusionan son los siguientes.

- **Sinergias de ingresos:** La búsqueda de sinergias es uno de los principales motivos de las fusiones. La empresa compradora puede buscar ampliar su cartera de productos y, por ende, adquirir nuevas fuentes de ingresos (*Revenue-Enhancing Opportunity*). Las empresas involucradas pueden estar compartiendo herramientas de marketing, aprovechándose de una buena reputación de imagen de una de las partes y renovando su tecnología. Este tipo de sinergias suelen representar un 33% de las conseguidas en la realidad (Pérez-Íñigo, 2019).

- **Sinergias y eficiencias operativas:** Cuando las empresas combinan recursos y operaciones, las empresas pueden alcanzar eficiencias operativas y reducción de costes, tales como:
 - **Obtención de economías de escala:** Las economías de escala se producen cuando el coste unitario medio disminuye al incrementar el volumen de producción ya que se distribuyen los costes fijos sobre una mayor base de ventas. En una fusión/adquisición esto puede tener lugar al compartirse recursos de la cadena de valor entre las diferentes empresas o cuando se transfieren conocimientos de una cadena de valor a otra (De la Rosa Molina, 2007).

 - **Eliminación de duplicaciones en el proceso productivo e integración vertical:** Muchas veces se pretende aumentar el control de más de una parte del proceso productivos cuando dos empresas se fusionan. Este tipo de integración simplifica la organización y coordinación de la empresa ya que hay una eliminación de costes contractuales y de transacciones (De la Rosa Molina, 2007).

 - **Optimización de la cadena de suministro y utilización más eficiente de los recursos:** La fusión puede ayudar a eliminar ineficiencias mediante una mejora en la dirección operativa o financiera (De la Rosa Molina, 2007).

- **Sinergias financieras:** En ocasiones, las empresas buscan beneficiarse de unos menores costes de financiación al alcanzar sinergias financieras ya que la nueva empresa fusionada tendrá una mayor capacidad de apalancamiento tras la fusión/adquisición debido a unos flujos de caja más previsibles (Dirección General de Política de la PYME, 2007). Del mismo modo, hay una posibilidad de reducir el pago de impuestos mediante una fusión o adquisición, de tal manera que la carga fiscal de la compañía fusionada sea menor que la carga fiscal de ambas entidades antes de fusionarlas. Las sinergias fiscales más comunes son: compensación de pérdidas, concesiones fiscales, revalorización de activos depreciables y los ahorros fiscales por ciclos complementarios (Pérez-Iñigo, 2019).
- **Crecimiento y expansión:** Al fusionarse, las empresas pueden combinar sus recursos para acceder a nuevos mercados, expandir su base de clientes, y ofrecer una línea de productos/servicios más amplia. Las empresas pueden buscar expandirse a mercados que se difieren de su negocio habitual y aplicar en ellos su *know-how*. De este modo, la empresa puede expandir su participación en el mercado y alcanzar un crecimiento óptimo de manera rápida, sin necesidad de agregar capacidad adicional a un mercado que ya puede estar operando a su máxima capacidad (Park et al., 2002). En diversas ocasiones, el coste de crecimiento a través de adquisiciones o fusiones puede ser más bajo que el coste real de crecimiento interno, considerando los diversos gastos y riesgos asociados con el desarrollo de una nueva línea de productos. (Pérez-Iñigo, 2019). Si la fusión o adquisición tiene como objetivo obtener una posición dominante en el mercado, las leyes *antitrust* pueden obstaculizar la operación debido a las consecuencias perjudiciales para los consumidores (Dirección General de Política de la PYME, 2007).
- **Desarrollar nuevas habilidades claves para la evolución de la empresa:** Una fusión puede dar acceso a una empresa a nuevo talento calificado, expertos en áreas determinadas, recursos tecnológicos o competencias que pueden ser

complejas de elaborar internamente. Para lograr el último punto, una fusión o adquisición puede resultar más atractiva que una inversión en R&D ya que son más inmediatas y se reduce el riesgo de consecución del objetivo estratégico (García Castillo, 2018).

- **Eliminar competidores, poder mejorar precios:** La empresa compradora puede reducir la competencia en el mercado a través de la compra de otra empresa ya que aumenta su cuota de mercado y, por lo tanto, incrementa su poder de negociación. Al reducirse la presión competitiva, la empresa también tiene la capacidad de subir los precios y negociar unas mejores condiciones de venta con sus proveedores.

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

Tabla II: Resumen de las principales motivaciones de las fusiones y adquisiciones

| | |
|--|---|
| Sinergias de ingresos | <ul style="list-style-type: none"> • Aumento de los ingresos a largo plazo • Compartir herramientas de marketing y reputación • Renovación tecnológica |
| Sinergias y eficiencias operativas | <ul style="list-style-type: none"> • Disminución de costes y economías de escala • Eliminación de duplicaciones e integración vertical • Combinación de recursos complementarios |
| Sinergias financieras | <ul style="list-style-type: none"> • Menores costes de financiación • Mayor capacidad de apalancamiento • Reducción del pago de impuestos |
| Crecimiento y expansión | <ul style="list-style-type: none"> • Aumento de cuota de mercado • Acceso a nuevos mercados y clientes |
| Desarrollo de nuevas habilidades clave | <ul style="list-style-type: none"> • Acceso a talento calificado y expertos en áreas específicas • Adquisición de competencias complejas y tecnologías |

Fuente: Elaboración propia

Asimismo, los motivos más comunes por los que se realizan operaciones de M&A en España son los siguientes: búsqueda de liderazgo del sector, creación de valor, aumento o protección de la cuota de mercado, obtención de sinergias operativas, aumento de la rentabilidad, mejora de la gestión de la empresa adquirida, búsqueda de productos/servicios complementarios (Pérez-Íñigo, 2019).

Para alcanzar los objetivos previamente mencionados, una empresa se basa en los siguientes criterios de selección a la hora de hacer una fusión/adquisición: clasificación de industria, tamaño, rentabilidad, apalancamiento, cobertura geográfica y cuota de mercado, entre otros. (Pérez-Íñigo, 2019). Aunque estos son los motivos más comunes por los que se realizan fusiones y adquisiciones, es importante tener en consideración que éstos pueden cambiar según el sector, el entorno económico, y las intenciones de la empresa compradora.

3. LA CREACIÓN DE VALOR

3.1. El valor y la creación de valor

En las operaciones de fusiones y adquisiciones, el concepto del valor y la creación de valor juegan un papel fundamental. Cuando hablamos de la creación de valor en el ámbito de M&A nos referimos al valor creado una vez se ha cerrado la transacción.

La creación de valor se produce cuando el precio de compra es inferior al valor actual de los flujos de caja que se espera que se produzca cuando la empresa adquirida se encuentre gestionada por los compradores. Es decir, cuando el valor de mercado de la empresa combinada sea mayor que el de las dos entidades independientemente consideradas, se considera que la operación ha sido una buena decisión financiera. (Pérez-Íñigo, 2019).

Por lo tanto, la creación de valor mencionada tendrá lugar cuando hay un efecto sinérgico. El cálculo de las sinergias positivas debe ser lo más preciso posible por la prima que se paga al hacer una adquisición ya que cuando una empresa adquiere a otra no solo debe pagar el precio de mercado de sus acciones (en el caso de una empresa cotizada), sino que además debe pagar una prima sobre el precio. Esto se debe a que, en el momento de hacer la oferta pública, el precio de las acciones de la empresa objetivo incrementará y además suelen esperarse sinergias al realizar la operación (Pérez-Íñigo, 2019).

En los últimos años, muchas de las adquisiciones han pagado primas del 30-50%, lo que implica que la operación requiere de sinergias muy altas para ser rentable y beneficiosa para el adquirente. Además de tener en cuenta cómo se va a recuperar la prima, también es importante considerar cómo la operación aumentará la ventaja competitiva de la empresa adquirente (Pérez-Íñigo, 2019). Por lo tanto, una adquisición exitosa de otra empresa no solo debe generar sinergias y crear valor económico para justificar la prima pagada, sino que también debe fortalecer la posición de la empresa en el mercado y proporcionarle ventajas competitivas sostenibles en el tiempo.

3.2. Medición de creación de valor

Por lo general, a la hora de analizar si una fusión crea o destruye valor nos fijamos únicamente en el componente económico y vemos tres posibles resultados: se crea valor, se conserva el valor o se destruye valor. Sin embargo, ¿por qué nos fijamos simplemente en el componente económico cuando las motivaciones de los gerentes incluyen un conjunto de motivos complejos? Idealmente, deberíamos tener en cuenta una serie de factores a la hora de analizar la creación de valor de una adquisición. Sin embargo, los motivos de los gerentes algunas veces tienen poco que ver con el rendimiento de la acción. Por lo tanto, la única forma que tenemos de analizar si esos motivos crean valor es midiendo objetivamente los resultados económicos de la empresa. Además, incrementar las ganancias de los accionistas es un objetivo común y fácilmente medible en todas las empresas (Bruner, 2005).

El análisis de creación o destrucción de valor es más fácil de observar en las empresas que cotizan en bolsa, suponiendo que el mercado de valores es eficiente. Para empresas no cotizadas, podemos medir el valor neto actual de la adquisición (VAN) a través de la siguiente fórmula:

$$VAN = V_{AB} - (V_A + V_B) - P - G = [\text{sinergia}] - P - G$$

Este será igual al valor de la empresa combinada (V_{AB}), menos la suma del valor de mercado de las dos empresas antes de la operación ($V_A + V_B$), menos la prima pagada (P) por B y menos los gastos del proceso de adquisición.

Adicionalmente, para medir el rendimiento económico de una empresa podemos llevar a cabo dos evaluaciones. El primer método es el “estudio de eventos” donde examinamos los rendimientos anormales para el accionista en el periodo que tiene lugar la transacción. El rendimiento anormal se calcula restando al rendimiento bruto de la acción un punto de referencia que puede ser el modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM) o el rendimiento de un índice de mercado significativo como el S&P500. El segundo método que se utiliza comúnmente es el “estudio contable” donde se analizan la variación en los estados contables. Para ello, se observa la variación en métricas como el beneficio por acción, el apalancamiento y la liquidez (Bruner, 2005).

3.2.1. Medidas financieras para medir la creación de valor

El uso de medidas financieras es el método más común para analizar el desempeño de las fusiones y adquisiciones (De la Rosa Molina, 2007). Algunas de las medidas más comunes son las siguientes:

- **Beneficios contables:** Entre ellos encontramos la ratio ganancia/venta, el retorno sobre el capital y el retorno sobre el activo fijo. Es importante tener en cuenta que las medidas de desempeño basadas en beneficios contables pueden ser distorsionadas por diversos factores, como el poder de negociación de los socios que se fusionan, cambios en las ventas a los clientes, cambios en la aplicación de impuestos y modificaciones en las normas contables durante el año de adquisición, entre otros (De la Rosa Molina, 2007).
- **Rentabilidad de las acciones:** Muchos estudios se han enfocado en la determinación del desempeño basados en los cambios de precio en las acciones en las fechas cerca del anuncio de la fusión. Esta medida de basa en la teoría de eficiencias de mercado, sosteniendo que la sinergia de la transacción se refleja en los precios de la acción. Un punto en contra del uso de esta medida es que se ha observado una falta de éxito en la relación entre el valor de las ganancias de capital en el mercado y la mejora del desempeño de la corporación correspondiente, afectado por la posterior evolución del sector (De la Rosa Molina, 2007).
- **Flujo de efectivo operativo:** Estos son los recursos financieros producidos por las actividades operativas de una empresa. La eficiencia operativa se logra al obtener una sinergia operativa y administrativa (De la Rosa Molina, 2007).
- **Participación en el mercado:** Utilizar este método como medida de desempeño en la competitividad de una industria tiene la ventaja de que las condiciones son constantes para el modelo y los resultados pueden ser interpretados con relación al contexto de la industria (De la Rosa Molina, 2007).

3.3. Factores que determinan la creación de valor

Hay varios elementos que pueden determinar la creación de valor en las fusiones y adquisiciones como son:

- **Ámbito geográfico** (transfronterizo o domestico): La geografía puede jugar un papel importante en la creación de valor de las operaciones de M&A.
- **Tipo de pago utilizado** (efectivo o acciones): Varios estudios señalan que las operaciones basadas en acciones están asociadas con un rendimiento negativo para los accionistas en el momento de la compra, mientras que las operaciones en efectivo tienen un efecto neutro o positivo en el rendimiento de las acciones. Esto se debe a que el anuncio del pago con acciones puede mandar señales al público de que los directivos creen que las acciones de la empresa están sobrevaloradas (Bruner, 2005)
- **Experiencia del adquiridor:** Hay una relación positiva entre la experiencia de la gerencia y el éxito alcanzado. Por esa razón, resulta interesante analizar las mejores prácticas de los equipos con mayor experiencia (García Castillo, 2018). Siguiendo una encuesta realizada por McKinsey recientemente, podemos identificar tres prácticas por las que destacan a los expertos en M&A con experiencia: buscar oportunidades en el portafolio continuamente, moverse con agilidad en los procesos de *due dilligence* y ejecución; y mejorar las capacidades de integración (García Castillo, 2018).
- **Nivel de deuda en la operación:** Las compras apalancadas (LBOs) generan grandes rendimientos para los accionistas de la empresa objetivo ya que se esperan mejoras en la eficiencia operativa. Este tipo de transacciones suelen venir seguidas por notables aumentos de flujo de caja operativo (Bruner, 2005).
- **Uso de *earnouts*:** El retorno para el comprador suele ser mayor cuando el pago está supeditado al cumplimiento de rendimientos futuros. Este tipo de pago puede

ser considerado como un incentivo para los vendedores para un fuerte rendimiento de la empresa objetivo (Bruner, 2005).

- **Uso de *collars*:** Un *collar* es otro instrumento de cobertura que se utiliza en las operaciones de intercambio de acciones para gestionar el riesgo asociado con el valor del comprador. El collar es una opción para cancelar la operación de tal modo que, si el precio del comprador cae o sube por encima de unos precios previamente establecidos, permite a una o ambas empresas renegociar la operación (Bruner, 2005).
- **Consideraciones estratégicas:** Las mejores operaciones se realizan en campos relacionados (las empresas están en una misma industria o en industrias relacionadas), mientras que las peores se dan en campos menos relacionados. Esto se debe a que las probabilidades del éxito son más altas si nos enfocamos en sectores sobre los que ya tenemos conocimientos (Bruner, 2005).

En la siguiente tabla se presentan algunos factores adicionales, además de los ya mencionados, que influyen en la creación de valor para la empresa compradora en las operaciones de M&A:

Tabla III: Resumen con los factores que influyen en la creación de valor para el comprador

| Los retornos para el comprador serán mayores si... | Los retornos para el comprador serán menores si... |
|--|--|
| 1. Motivación estratégica | 1. Motivación oportunista |
| 2. Adquisición de valor | 2. Crecimiento impulsivo / adquisición de <i>glamour</i> |
| 3. Adquisición focalizada / relacionada | 3. Falta de enfoque / diversificación inconexa |
| 4. Sinergias creíbles, enfocadas en los costes | 4. Sinergias voluntaristas, enfocadas en los ingresos |
| 5. Utilizar el efectivo de forma rentable | 5. Sólo para utilizar el exceso de efectivo |
| 6. Compras negociadas de empresas privadas | 6. Subastas de empresas públicas |
| 7. Cruzar fronteras para obtener ventajas especiales | 7. Cruzar fronteras ingenuamente |
| 8. Comprar en mercados fríos de M&A, no tener competidores | 8. Comprar en mercados calientes de M&A, precios inflados y mucha competencia ⁹ |
| 9. Pagar en efectivo | 9. Pagar con acciones infravaloradas |
| 10. Elevadas ventajas fiscales para el comprador | 10. Bajos beneficios fiscales para el comprador |
| 11. Financiarse con deuda juiciosamente | 11. Apalancarse a niveles muy altos |
| 12. Escenificar los pagos (<i>earnouts</i>) | 12. Pagar todo por adelantado |
| 13. Los directivos tienen una participación significativa | 13. Los directivos no tienen ninguna o tienen una baja participación |
| 14. Gestión orientada al accionista ¹⁰ | 14. Gestión arraigada ¹¹ |
| 15. Compradores activos | 15. Compradores pasivos |
| 16. Mejoran la empresa objetivo ¹² | 16. Mejoran la empresa compradora |

Fuente: Adaptado de Bruner (2005)

⁹ Hay una tendencia impulsiva y colectiva durante los mercados alcistas que puede disminuir el cuidado en las inversiones y por lo tanto la probabilidad de crear valor.

¹⁰ Enfoque en la generación de valor, mayor eficiencia y disciplina financiera, alineación de incentivos

¹¹ Directivos más enfocados en mantener su *status quo*, preservar las prácticas y estructuras existentes, y resistirse al cambio

¹² Los compradores que realizan las mejores operaciones son empresas saludables y de buen rendimiento que buscan aplicar sus mejores prácticas en la empresa objetivo

4. LA DESTRUCCIÓN DE VALOR

4.1. El fracaso y la destrucción de valor

A pesar del creciente volumen de operaciones de M&A que han tenido lugar en los últimos años, los estudios revelan que un porcentaje considerable de estas operaciones, entre el 50% y el 70%, acaban destruyendo valor (García Castillo, 2018). De la Rosa Molina (2007), por ejemplo, concluye que la rentabilidad de las empresas adquiridas tiende a disminuir tras de la adquisición, y que es común sufrir una pérdida de valor de entre el 1% y el 10% durante los doce primeros meses. Sin embargo, es importante señalar que el fracaso en las operaciones de M&A a menudo se define únicamente en función de la discrepancia entre los objetivos planteados y sus resultados, sin tener en cuenta las condiciones generales en las que se llevó a cabo la operación.

Un ejemplo de ello se pone de manifiesto en el estudio publicado por *BusinessWeek* titulado “*Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off*”, en el que se indica que el 61% de los compradores destruyeron la riqueza de los accionistas (Bloomberg, 2002). Si bien, este estudio se limita a evaluar los movimientos de precio de las acciones de las compañías involucradas, sin tener en cuenta los factores externos que puedan influir en dichos movimientos, como los cambios en el mercado y la presencia de burbujas, entre otros. Además, se enfoca principalmente en operaciones entre grandes compañías, las cuales suelen tener más problemas de integración que empresas más pequeñas. También es importante señalar que la mayoría de las operaciones analizadas en el estudio se realizaron a través de intercambios de acciones, que han demostrado ser menos rentables que las operaciones en efectivo. Por último, el estudio se limita a fusiones o adquisiciones entre empresas públicas. Las fusiones entre este grupo de empresas suelen ser menos comunes que las adquisiciones de empresas privadas y tienden a ser menos rentables que las últimas (Bruner, 2005).

En conclusión, el estudio de *BusinessWeek*, al igual que otros estudios, nos está dando una visión limitada de operaciones que han tenido lugar entre una muestra de empresas que no es representativa, en este caso, empresas públicas que se han fusionado

cuando el mercado estaba en auge. Por lo tanto, no se puede generalizar y concluir que la mayoría de las fusiones destruyen valor simplemente basándose en dicha muestra (Bruner, 2005). Por el contrario, para evaluar con mayor precisión el resultado y la rentabilidad de una transacción de M&A, se deben tener en cuenta varios factores y circunstancias especiales.

4.2. Motivos por los que las fusiones y adquisiciones fracasan

Hay varios motivos por los que se cree que un porcentaje de las fusiones y adquisiciones fracasan. Para analizar la creación o destrucción de valor, a menudo se evalúa el efecto que tiene la fusión/adquisición en el beneficio por acción (BPA) de la empresa adquirente o fusionada, es decir el efecto contable. Sin embargo, no siempre es tan fácil poder observar las sinergias, ya que en el comportamiento de la acción pesan muchos factores. A pesar de no poder enumerar todos los factores que causan el éxito o fracaso de las fusiones y adquisiciones, a continuación, se detallan las causas más frecuentes.

Para comenzar, es fundamental establecer una estructura sólida y adecuada para la oportunidad en cuestión. Se debe tener en cuenta una serie de factores como los activos de las empresas involucradas, el entorno macroeconómico y las restricciones normativas, entre otros. Adicionalmente, es crítico llevar a cabo una valoración de la operación elaborando un análisis de la situación competitiva de la empresa adquirente y la empresa objetivo. Para ello, se debe reconocer y explorar las sinergias que se obtendrán una vez se haya llevado a cabo la operación, así como el perfil organizacional y la cultura corporativa de ambas partes, ya que la integración de ambas puede ser difícil si difieren en muchos aspectos. A medio plazo, el tamaño y magnitud global de la empresa, la aptitud y objetividad del gestor y la integración de las empresas, serán cruciales para el éxito de la operación. Sin embargo, atender a todos estos factores no siempre es suficiente para evaluar el éxito a largo plazo (Dirección General de Política de la PYME, 2007).

4.2.1. Motivos relacionados con la estrategia inicial

Existen diversos motivos discutibles por los que se realiza M&A que pueden conducir a desenlaces negativos y la consecuente disminución en el valor de las empresas involucradas. Algunos ejemplos de estos motivos de partida por los que las operaciones de M&A fracasan son:

- **Sobrevaloración o sobreprecio:** Muchas veces, la falta de información equitativa entre el comprador y el vendedor puede ocasionar que el comprador pague más de lo que se había acordado previamente (Park et al., 2002). Además, puede suceder que las sinergias no se materialicen como estaba previsto y la empresa compradora pague un precio excesivamente alto por adquirir otra empresa. En este caso, la empresa tenedora puede tener dificultades para obtener un retorno sobre el precio pagado por la empresa objetivo.
- **Escasa investigación de la empresa objetivo:** En un alto porcentaje de las operaciones que fracasan, la empresa objetivo se encuentran en industrias más distantes. Operar en una industria distante se puede relacionar con un menor conocimiento del sector en el que opera la empresa objetivo y por lo tanto menos oportunidades de éxito (Bruner, 2005).
- **Culturas organizativas incompatibles:** La integración de las empresas resulta más difícil en empresas con normas, valores y culturas diferentes, ya que se pueden generar conflictos internos y resistencia al cambio. En el caso de una adquisición transfronteriza, la empresa adquirente puede operar en un nuevo entorno caracterizado por diferencias en el idioma, la cultura, las condiciones legales y socioeconómicas. Tales diferencias pueden dificultar la recopilación e interpretación de la información utilizada para pronosticar ingresos, costos, activos y pasivos (Park et al., 2002). El lenguaje desempeña también una función crucial en la generación de valor durante las fusiones o adquisiciones. Entre 2000 y 2010, se ha observado una clara disminución en el valor generado en las operaciones de M&A cuando se analiza los sectores en su totalidad. No obstante,

se ha observado que cuando las empresas implicadas comparten el mismo idioma, se produce una creación de valor. Los profesionales están prestando cada vez más al papel de los factores culturales e intangibles en las operaciones de fusiones y adquisiciones (Navío-Marco et al., 2016).

- **Factores contables en el beneficio por acción (BPA), no en el Free Cash Flow:**
El aumento de los beneficios por acción es una de las finalidades más comunes pero este fenómeno no muestra necesariamente si una fusión crea riqueza o no ya que no tiene en consideración el valor de los flujos de caja y el riesgo asociado.
- **Basar la operación en motivos que no se sustenten en la obtención de sinergias, tales como:**

- **Búsqueda del crecimiento y la diversificación sin un racional claro:**

La diversificación empresarial puede generar una creación de valor en determinadas situaciones, pero esto no siempre sucede. Aunque la diversificación puede reducir el riesgo de una empresa al diversificar la cartera de negocios y puede proporcionar acceso a nuevos mercados, muchas veces se pueden incrementar los retos y riesgos como complejidad en la integración de empresas con distintas culturas organizativas y modelos de negocio, falta de especialización en el sector, y la distracción de la actividad principal. Adicionalmente, una falta de comprensión del negocio de la empresa a adquirir-fusionar puede dar lugar a una pérdida de valor (Dirección General de Política de la PYME, 2007).

Durante los años 60 y 70, numerosas empresas utilizaron la actividad de M&A con esta finalidad. De tal modo que disminuían su riesgo e incrementaban sus ingresos utilizando las economías de escala y alcance y un mayor apalancamiento. En numerosos casos, los beneficios que obtenían eran cancelados por los costes de la diversificación, la nueva empresa resultante era más difícil de gestionar (Dirección General de

Política de la PYME, 2007). Por consiguiente, este fenómeno, por sí solo, no tiene sentido económico ya que no crea ninguna riqueza adicional para los accionistas (De la Rosa Molina, 2007).

- **Gangas:** Ocasionalmente, la empresa adquiriente busca añadir a sus activos algo que está muy infravalorado en el mercado, pero debe entender que está comprando una empresa mal gestionada o fuera/alejado de su estrategia.

- **Empleo de fondos excedentes:** Frecuentemente una adquisición viene motivada cuando una empresa tiene una gran cantidad de fondos y tiene pocas oportunidades donde invertirlos de una manera rentable sin que implique distribuirlos por dividendos o por la recompra de sus acciones (De la Rosa Molina, 2007). Este motivo, por sí solo, no conduce a una necesaria creación de valor.

- **Defensa ante una posible toma de control hostil:** Los directivos pueden tener la motivación de protegerse de una oferta pública de adquisición (OPA) hostil. Su motivación no se basa únicamente en pensar que el precio ofrecido es bajo, sino en su deseo de mantener sus cargos o empleos actuales.

- **Satisfacer intereses personales:** Los problemas de agencia y la arrogancia gerencial pueden conducir a decisiones de M&A erróneas o precipitadas debido a que, en líneas generales, los directivos profesionales prefieren dirigir grandes empresas a empresas pequeñas (Park et al., 2002; Dirección General de Política de la PYME, 2007).

- **Imitar a otras empresas de la competencia:** Cada empresa tiene su propio entorno competitivo, condiciones de mercado y dinámica interna. Por lo tanto, si una empresa decide adquirir otra empresa o fusionarse para imitar a un competidor sin considerar estas características, es posible que

no se logre una integración efectiva, lo que resultará en una destrucción de valor. (Dirección General de Política de la PYME, 2007).

- **Conflicto de intereses con bancos asesores:** Existe una relación económica entre el asesor de la compañía, como los bancos de inversión, y la propia compañía. Los bancos asesores operan en base a comisiones, lo que puede generar un incentivo para impulsar a su cliente a cerrar el acuerdo de fusión o adquisición. Sin embargo, esta relación económica puede dar lugar a un conflicto de intereses.

4.2.2. Motivos por una mala ejecución

El proceso de M&A es muy complejo y requiere mucho tiempo y recursos para llevarlo a cabo correctamente. Por ello, la pérdida de valor puede ocurrir como resultado de una ejecución inadecuada o un proceso prolongado, ya que esto puede aumentar la incertidumbre, distraer a las partes involucradas y generar costes adicionales. En este apartado se determinan las diferentes etapas del proceso de fusión y adquisición (M&A) y se analizan los factores que pueden dificultar la integración de las partes involucradas.

En la siguiente tabla se presentan las distintas etapas del proceso de una fusión/adquisición:

Figura II: Etapas de una fusión/adquisición



Fuente: elaboración propia

1. La primera etapa consta de una **búsqueda y selección** de la empresa objetivo que esté alineada con los objetivos estratégicos. Esta etapa es crítica para minimizar los riesgos de integración y maximizar los beneficios de los accionistas (de la Rosa, 2007).
2. Una vez se ha identificado la empresa objetivo, se realiza una **evaluación estratégica y financiera** de la misma. Para ello, las empresas realizan un análisis

de creación de valor y determinan las motivaciones para realizar la adquisición (de la Rosa, 2007).

3. Una vez se ha elaborado la estrategia de la compra y el análisis financiero de la empresa objetivo, las partes involucradas deben negociar el precio de compra en el proceso de **Negociación**. Ambas empresas negociarán los términos y condiciones de la fusión o adquisición, incluyendo el precio, las condiciones de pago y los acuerdos contractuales. En esta etapa la empresa adquiriente manda una carta de intenciones a la empresa objetivo. Dicho documento será el marco de entendimiento común para la posterior firma (UHY Fay & Co, s. f.).
4. Seguidamente se debe realizar el **Due Dilligence**, donde se realiza una revisión minuciosa de la empresa objetivo para detectar posibles peligros, oportunidades y sinergias (UHY Fay & Co, s. f.).
5. Finalmente, se debe llegar a un **Acuerdo** entre ambas partes y se firmará un contrato con las condiciones de la transacción (método de pago, obligaciones, condiciones y garantías) (UHY Fay & Co, s.f.).
6. Una vez se ha cerrado la operación, se llevará a cabo una de las etapas clave para el éxito de la operación: la **Integración** de las empresas. En esta etapa, es crítico, haber llevado a cabo una planificación previa y estrategia de integración, haber establecido unos objetivos a corto y medio plazo, y tratar el elemento humano y las diferencias culturales de ambas empresas (UHY Fay & Co, s.f.).

A menudo, el éxito de una fusión o adquisición viene determinado por la última etapa. Es decir, la capacidad de las dos empresas para integrarse y trabajar juntas de una manera efectiva para obtener las sinergias esperadas. Según diversos estudios, uno de cada tres fusiones que fracasan es debido a dificultades en la integración de los sistemas (Park et al., 2002). La integración exitosa de las empresas involucradas en la operación es un reto y conlleva una metódica planificación y realización.

En esta etapa, las circunstancias que más influyen en el fracaso de la operación son la incompetencia para superar los desafíos operacionales del día a día, la ausencia de una comunicación clara y objetiva y la incapacidad para respetar los valores de la empresa objetivo y su metodología con el fin de integrar las dos empresas y proporcionar un liderazgo prestigioso y reconocido (Dirección General de Política de la PYME, 2007).

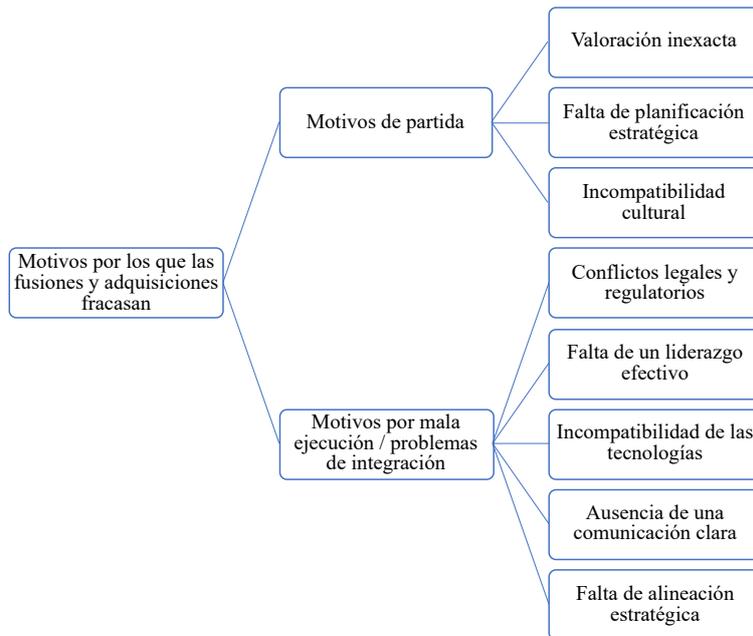
Hay ciertos factores que dificultan el proceso de ejecución e integración en las operaciones de M&A. Entre ellos encontramos:

- Conflictos legales y regulatorios
- Falta de un liderazgo efectivo
- Falta de experiencia en el sector objetivo
- Incompatibilidad de las tecnologías
- Ausencia de una comunicación clara
- Falta de alineación estratégica

El ajuste estratégico del comprador y la empresa objetivo tienen gran relevancia. Si las empresas no comparten una visión estratégica y no están alineadas en cuanto objetivos, puede resultar más complicado realizar la integración. En las adquisiciones más exitosas, el comprador suele ser más fuerte que la empresa objetivo. De lo contrario, se puede suponer que el comprador esperaba solucionar algún problema mediante la adquisición (Bruner, 2005).

En la siguiente figura se presenta un esquema con los principales motivos por los que las fusiones y adquisiciones fracasan, distinguiendo los motivos existentes antes de realizar la operación (motivos de partida) y los motivos por los que se producen una pérdida de valor una vez se ha cerrado la operación (motivos por una mala ejecución):

Figura III: Motivos por los que las fusiones y adquisiciones fracasan

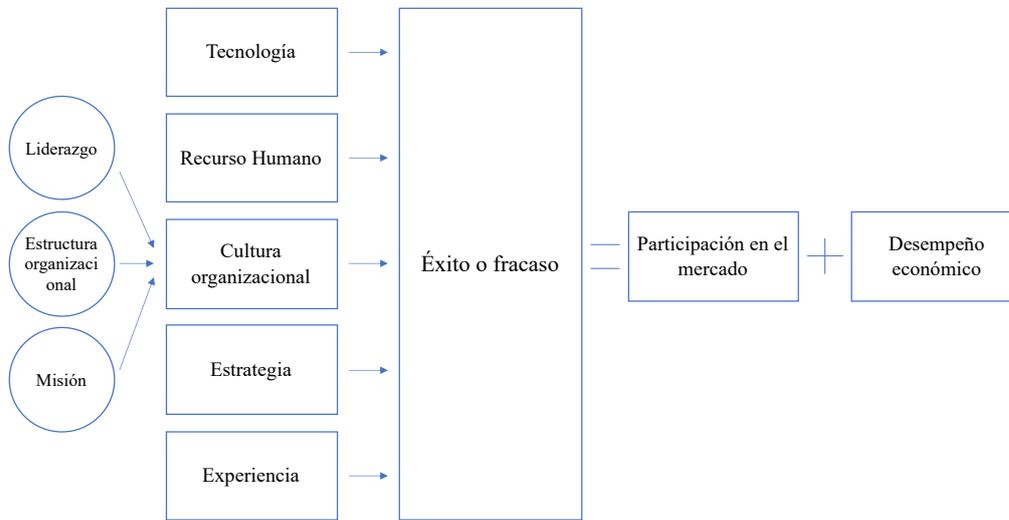


Fuente: elaboración propia

Estas variables junto a otras han sido observadas en previos estudios donde se ha concluido que la cultura organizacional, la tecnología, la política de recursos humanos, la estrategia y la experiencia están estrechamente relacionadas el éxito o fracaso de las fusiones y adquisiciones. En el estudio realizado por de la Rosa Molina (2007) identificaron varios factores clave para el éxito de éstas a nivel mundial: compatibilidad de las tecnologías, compatibilidad de la cultura organizacional en función de misión y valores y estructuras organizacionales, estrategias compatibles, experiencia previa en colaboraciones con otras empresas.

En la siguiente figura se observan los principales hallazgos de este estudio:

Figura IV: Factores clave para el éxito de las fusiones y adquisiciones a nivel mundial



Fuente: de la Rosa Molina (2007)

4.3. El estudio del fracaso

El estudio del fracaso sirve como fuente de reflexiones. Muchas fusiones fracasan debido a una “tormenta perfecta” de factores que combinan para destruir la nueva empresa. El fracaso en las operaciones de M&A puede dar lugar a los siguientes sucesos:

- **Destrucción del valor de mercado:** Para determinar la dimensión de la destrucción del valor de mercado medimos el cambio porcentual en el valor de las acciones de la empresa adquiriente (Bruner, 2005).
- **Inestabilidad financiera:** Ciertas operaciones de M&A desestabilizan al comprador en vez de fortalecerlas. Mayoritariamente, esto sucede cuando el comprador excede su capacidad financiera. Este fenómeno lo podemos determinar observando ratios de deuda como la probabilidad de impago, ratios de cobertura de ingresos y otras medidas de riesgo de la empresa (Bruner, 2005).
- **Posicionamiento estratégico deteriorado:** Múltiples operaciones de M&A vienen motivadas por motivos estratégicos tales como una mejora de la posición competitiva de la empresa, ampliar de la cuota de mercado y adquirir nuevas

capacidades y recursos. El fracaso en esta dimensión tendrá lugar cuando haya una pérdida de cuota del mercado o se produzca un abandono no intencionado de mercados geográficos, productos, o programas de investigación y desarrollo (I+D) (Bruner, 2005). La mayoría de las empresas que se fusionan pierden cuota de mercado después de la fusión, o, en el mejor de los casos, mantienen la cuota (Barclays Equity Research, 2022).

- **Debilidades organizativas:** Unir dos empresas es extremadamente complejo desde el punto de vista organizativo. En muchas ocasiones, se puede ver debilitado el liderazgo, la eficiencia en los procesos organizacionales, y la transmisión de valores (Bruner, 2005).
- **Reputación dañada:** En ocasiones, las operaciones de M&A pueden dañar la reputación de la empresa compradora. Los cambios en esta dimensión incluirían cambios en el reconocimiento del nombre, la reputación, la opinión de los analistas, y la opinión de la prensa (Bruner, 2005).
- **Violación de normas éticas y leyes:** Ocasionalmente, las fusiones y adquisiciones violan normas como la equidad, el deber, la honradez, y el cumplimiento de la ley (Bruner, 2005).
- **Sector en deterioro:** En ocasiones, la pérdida de ingresos debido a la pérdida de cuota de mercado y/o las caídas continuas del mercado han llevado a que el EBITDA/FCF en los años posteriores sea mucho más bajo (Barclays Equity Research, 2022).

En conclusión, el estudio del fracaso en las operaciones de M&A revela una serie de sucesos que pueden ocurrir cuando estas operaciones no tienen éxito. Sin embargo, es importante tener en cuenta que el fracaso en M&A es poco común y que, por lo general, los compradores obtienen una rentabilidad razonable en base a sus niveles de riesgo (Bruner, 2005).

5. CASOS PRÁCTICOS DE DESTRUCCIÓN DE VALOR EN EL SECTOR TMT

A continuación, se realiza un estudio de la creación de valor que se ha producido en un número de fusiones y adquisiciones en el sector TMT (Tecnologías, Medios y Telecomunicaciones). Para ello, se realiza un análisis empírico de las operaciones, recopilando y analizando datos observables y medibles para extraer resultados y conclusiones. Se llevará a cabo un análisis financiero centrado en los aspectos financieros de la transacción, como el flujo de caja, los costes, los ingresos, las sinergias esperadas, y los beneficios fiscales, y un análisis estratégico donde se evalúan los aspectos estratégicos de la operación.

Se ha elegido este sector ya que es un buen ejemplo de una gran actividad de operaciones de M&A recientes, que han sido altamente transformadoras y de gran importancia en la economía global. Las empresas del sector están en constante cambio y son esenciales para la transformación digital, la comunicación y el entretenimiento. Adicionalmente, el sector TMT favorece la colaboración y la convergencia de varios sectores debido a la relación y las sinergias que existen entre ellos. Finalmente, este sector ofrece una amplia base de datos para realizar análisis empíricos debido al alto número de fusiones y adquisiciones que ha experimentado en los últimos años. Además, se han llevado a cabo fusiones y adquisiciones recientes en este sector que se encuentran entre las más grandes de la historia.

Globalmente, el objetivo de llevar a los consumidores las ventajas de la competencia, como precios más bajos, mayor calidad e innovación, ha dado lugar a la eliminación de muchas barreras de entrada en los mercados de las telecomunicaciones; esto se ha visto favorecido por la regulación. En consecuencia, las empresas del sector consideran estratégicamente conveniente entrar en nuevos mercados mediante la fusión, la adquisición o la formación de una alianza con una empresa que ya esté presente en el mercado. Los operadores de telecomunicaciones se enfrentan a una variedad de desafíos en su búsqueda de crecimiento, incluyendo la convergencia de servicios, la transformación del modelo de negocio, el rápido cambio tecnológico y las presiones regulatorias. Estos

retos requieren una adaptación constante y rápida por parte de las empresas del sector para mantener su competitividad y satisfacer las cambiantes demandas de los consumidores (Kumar, 2012).

En esta sección se presentan dos estudios de casos de empresas del sector de Tecnología, Medios y Telecomunicaciones (TMT) que han llevado a cabo fusiones y adquisiciones que resultaron en la destrucción de valor. Estas empresas son Walt Disney y AT&T, ambas con una significativa presencia en el sector. Walt Disney es una empresa multinacional de medios y entretenimiento y AT&T es una empresa de telecomunicaciones y proveedor de servicios de medios de comunicación. Estos dos estudios destacan la importancia de una planificación, evaluación y gestión cuidadosa de las operaciones de M&A en la industria TMT en concreto, ya que incluso empresas líderes como Walt Disney y AT&T pueden tener desafíos que puedan conducir a una pérdida de valor.

5.1. CASO PRÁCTICO 1: Walt Disney adquiere Century Fox

5.1.1. The Walt Disney Company

The Walt Disney Company, junto con sus empresas relacionadas, es una compañía líder a nivel internacional en el ámbito del entretenimiento familiar y los medios de comunicación. La empresa está bien posicionada para triunfar gracias a su alcance global, marcas inigualables y parques temáticos únicos. Además, puede aprovechar la sinergia generada por su propiedad intelectual para generar ingresos (Trian Fund Management, 2023). Su negocio se divide en cinco segmentos: redes de medios de comunicación, parques y complejos turísticos, entretenimiento de estudio, productos de consumo y medios interactivos (The Walt Disney Company, s.f.). Walt Disney ha llevado a cabo numerosas adquisiciones a lo largo de la historia entre las que podemos destacar Pixar (1986), Marvel Entertainment (1930), BAM Technologies (2005), Maker Studios (2009), Kaabose (2009), y Rocket Pack (2009) (Traxn, 2023).

En los últimos años, Disney ha tenido un deficiente rendimiento financiero. El beneficio por acción para el accionista ha sido muy inferior al del S&P 500 y al de sus *peers* a 1, 3, 5, y 10 años, tal y como podemos observar en el siguiente gráfico.

Figura V: Evolución de la cotización de Disney (2013-2023)



Fuente: Adaptado de Trian Fund Management (2023)

Así mismo, el beneficio por acción ajustado ha disminuido en un 50% desde el FY2018, a pesar de haber invertido 162 billones de dólares en M&A, CAPEX, y contenido. Disney está atravesando una crisis y enfrenta diversos desafíos que afectan las perspectivas de inversión de la compañía, por lo que la confianza de los inversionistas es baja (Trian Fund Management, 2023).

5.1.2. Twenty-First Century Fox

Twenty-First Century Fox (“Fox”) es un proveedor de medios y servicios de comunicación masivos con sede en Nueva York, Estados Unidos. Su enfoque principal se centra en la gestión de un estudio de cine y televisión donde se producen programas de televisión y películas. Además, la compañía opera redes de cable y radiodifusión a nivel mundial (PitchBook, s. f.).

5.1.3. Estructura de la operación

En marzo de 2019, Walt Disney, cerró una de las operaciones de M&A más grandes de la historia. La compañía adquirió los activos de cine y televisión de Twenty-First Century Fox Inc por un valor de 71.000 millones de dólares (Reuters, 2019). “Este es un momento extraordinario e histórico para nosotros, que creará un importante valor a largo plazo para nuestra compañía y nuestros accionistas” señalaba Robert Iger, presidente y consejero delegado de The Walt Disney Company, en marzo de 2019 (The Walt Disney Company, 2019, par. 3).

Con la compra, Disney adquirió aproximadamente 19.800 millones de dólares de efectivo y una deuda de 19.200 millones de dólares de 21st Century Fox con la adquisición. Según la dirección de la compañía, se esperaba que tras el cierre de la transacción se aumentara los beneficios por acción de Disney, y se generase al menos 2.000 millones de dólares en sinergias de costes para 2021 (The Walt Disney, 2019).

5.1.4. Análisis estratégico de la operación

El motivo estratégico detrás de la operación era la mejora de la calidad de sus servicios y la ampliación de las opciones de entretenimiento para mantenerse competitiva en el mercado y satisfacer el aumento de la demanda de los clientes; intensificar la actividad y presencia en el extranjero (The Walt Disney Company, 2019; Reuters, 2019). Tras la operación la cartera de productos ofrecidos al consumidor incluía el servicio de *streaming* Disney+; ESPN+ para los seguidores del deporte; y la participación en Hulu (The Walt Disney Company, 2019; Reuters, 2019). Además, Disney obtuvo los derechos de propiedad intelectual de muchas de las franquicias de Fox, incluyendo Fox’s X-Men, “Avatar” y “Los Simpsons” (Reuters, 2019).

5.1.5. Evaluación de la operación y rendimiento de Walt Disney post-fusión

A pesar de unas altas expectativas por parte de la dirección, finalmente Disney no ha sido capaz de alcanzar tales sinergias y la cotización de la empresa en los últimos años de Disney y el rendimiento operativo de la misma ha estado por debajo de lo esperado, tal y como podemos observar en el siguiente cuadro:

Tabla 4: Resultados financieros de Disney (2018-2022)

| <i>\$mm, excepto datos por acción</i> | FY 2018 | FY2022 | YoY Change |
|---------------------------------------|----------------|---------------|-------------------|
| Adj. Revenue | \$59.434 | \$83.745 | 41% |
| Cost of Services & Products | \$32.726 | \$54.401 | 66% |
| <i>% of revenue</i> | 55,10% | 65,00% | 990 bps |
| SG&A | \$8.860 | \$16.388 | 85% |
| <i>% of revenue</i> | 14,90% | 19,60% | 466 bps |
| Adj. EBITDA | \$17.956 | \$13.772 | (23%) |
| <i>% margin</i> | 30,20% | 16,40% | (1.377) bps |
| Free Cash Flow | \$9.830 | \$1.059 | (89%) |
| <i>% conversion of revenue</i> | 16,50% | 1,30% | (1.527) bps |
| Adj. EPS | \$7,08 | \$3,53 | (50%) |
| Avg. Diluted Shares (mm) | 1.507 | 1.827 | 21% |
| Dividend per share | \$1,68 | \$0,00 | (100%) |
| Net Leverage | 0,9x | 2,7x | 187% |

Fuente: Trian Fund Management (2023)

El coste de los servicios se ha visto incrementado en una mayor proporción que los ingresos. Así, los ingresos han aumentado en un 41% entre FY2018 y FY2022, mientras que el coste de los servicios ha incrementado en un 66%. Adicionalmente, los gastos de venta, generales y administrativos han aumentado en un 85% en el mismo periodo. Consecuentemente, el EBITDA ajustado ha disminuido en un 23% y el flujo de caja libre en un 89% en el mismo periodo, a pesar de haber obtenido la mayor rentabilidad de la historia de los parques (Trian Fund Management, 2023).

El aumento de ventas de 24 billones de dólares que ha tenido lugar en el periodo (FY2018-22), ha sido impulsado principalmente por la adquisición de Century Fox, las altas ventas en los parques, y el aumento en los servicios de *streaming*, pero se han ignorado otras líneas de la cuenta de resultados. Además, el apalancamiento neto de la empresa ha aumentado en 1.7x puntos, alcanzando un valor de 2.7x., y se ha producido una dilución significativa de las acciones (aumento del 21%).

El incremento en el apalancamiento neto y la bajada en el flujo de caja libre en los últimos años ha forzado a la compañía a eliminar el dividendo anual, a pesar de que los parques han alcanzado figuras récord y el Covid-19 haya retrocedido. A esto, le sumamos un escaso compromiso de los accionistas, un plan de sucesión de liderazgo poco coherente, y prácticas retributivas excesivas. Además, la empresa tiene problemas de rentabilidad a pesar de alcanzar unos niveles de ingresos similares a los de Netflix y de tener una ventaja de propiedad intelectual. Disney ha sufrido pérdidas acumulativas de 11 billones de dólares desde 2017 en su negocio de *streaming* y se espera que dichas pérdidas alcancen los 15 billones de dólares en FY 2024, a pesar de que la compañía tenga una propiedad intelectual, franquicias y una escala en línea, igual si no mejor que Netflix (Trian Fund Management, 2023).

Adicionalmente, Disney tiene planes para comprar la participación de 9 billones de dólares de Comcast en Hulu, lo que mantendrá el nivel de apalancamiento por encima de niveles históricos durante años (Trian Fund Management, 2023).

Según los expertos de Trian Fund Management (2023) en su análisis estratégico y financiero de Walt Disney, la compañía ha sobre pagado la compra de Century Fox (“Fox”) ya que pagó un 26.5x 2018A EBITDA por los activos tradicionales de Fox (excluyendo Hulu), mientras otras transacciones comparables en el ámbito de los medios de comunicación se han completado en 11.9X LTM EBITDA (ver **Anexo 1**). La adquisición de Fox incrementó el fondo de comercio en alrededor de 50 billones de dólares. Para justificar la compra, Disney estimó unas sinergias tras la compra de 2 billones de dólares, lo que implicaba incrementar el EBITDA de Fox en un 100% para justificarlo (Trian Fund Management, 2023).

El beneficio operativo de Disney en el año 2022, sin tener en cuenta los parques, experiencias y productos, se redujo en un 74% en comparación con el beneficio operativo

proforma de 11.800 millones en el momento de la adquisición en 2018. Se estima que pasarán tres años hasta que los beneficios y el flujo de caja libre (FCF) vuelvan a alcanzar los niveles registrados en 2018 (Triun Fund Management, 2023).

5.1.3. Resultado y conclusiones

Aunque Disney, al igual que muchas otras empresas de medios de comunicación, está experimentando desafíos durante su transición al *streaming*, gran parte de los problemas actuales de la empresa son causados por decisiones internas que deben ser enfrentados y solucionados (Triun Fund Management, 2023). A continuación, se señalan una serie de problemas con relación a las inversiones de M&A por parte de Walt Disney:

- **Sobrevaloración y sobrepago de los activos de Twenty-First Century Fox:** Disney pagó un precio excesivo por los activos de Fox. Al realizar la valoración de la compañía, sobrestimó las sinergias. Esperaban unas sinergias de 2 millones de dólares, lo que requería un incremento del 100% en el EBITDA de Fox para justificarlo.
- **Pésimo rendimiento operativo:** El rendimiento de Disney en los últimos años ha estado muy por debajo del índice S&P 500 y del de sus competidores. Además, el beneficio por acción ajustado (BPA) se han reducido a la mitad desde FY2018, a pesar de haber invertido 162.000 millones de dólares en M&A, inversiones de capital y de contenido. Este gasto equivale aproximadamente a la capitalización bursátil de Disney (Triun Fund Management, 2023).
- **Aumento del endeudamiento y dilución de las acciones:** Disney ha incrementado su apalancamiento para realizar la adquisición de Fox, llegando a niveles de 2.7X. Del mismo modo, ha habido una dilución de las acciones. Estos factores, junto con una disminución en el flujo de caja libre, han tenido como consecuencia la eliminación del dividendo anual de la empresa, a pesar de que se han alcanzado récords en los ingresos de los parques temáticos.

- **Problemas de rentabilidad en el negocio de *streaming*:** Disney ha sufrido pérdidas significativas en su industria de *streaming*, a pesar de tener propiedades intelectuales, ingresos y una base de clientes comparable a la de Netflix. Además, Disney espera pérdidas de 15 mil millones de dólares en FY2024 (Triam Fund Management, 2023).
- **Falta de un liderazgo efectivo:** En las últimas adquisiciones, la dirección de la compañía no ha mostrado un liderazgo efectivo, como se evidencia en el pago excesivo por los activos de Fox y la oferta agresiva por SKY, una compañía de televisión por suscripción y servicios de comunicación (Triam Fund Management, 2023). Además, no ha sabido explotar las propiedades intelectuales de Disney para alcanzar niveles de rentabilidad en el sector *streaming* iguales o mejores que los de Netflix debido a un uso ineficiente de los recursos y una carencia en disciplina en cuanto a la administración de costes. Además, se ha observado que el consejo directivo de Disney ha tenido dificultades en planificar de manera adecuada la sucesión dentro de la empresa, y también han implementado prácticas de compensación excesivas.

Disney se ha tenido que enfrentar a una serie de problemas que han afectado negativamente su desempeño económico y a su participación en el mercado. Estos problemas, se deben principalmente a la dirección de la compañía, ya que no ha administrado de manera eficiente los recursos de la compañía. Para comenzar, ha hecho un uso excesivo de la deuda, apalancándose a niveles muy altos y, consecuentemente, aumentando el riesgo financiero al que se expone la compañía. Esta situación disminuye la capacidad de Disney para enfrentarse a desafíos que se puedan presentar en un futuro. Adicionalmente, Disney cuenta con una amplia gama de franquicias y personajes emblemáticos que tienen con un gran potencial para generar altos niveles de ingresos. Sin embargo, la dirección no ha sabido gestionar rentablemente el negocio *streaming*, un sector que está en crecimiento dentro de la industria. Esta falta de enfoque estratégico y gestión ineficiente de costes posiciona a Disney por debajo de competidores como Netflix debido a su capacidad para gestionar eficientemente el negocio *streaming*. Estas dificultades resaltan la importancia de una cautelosa planificación estratégica, una

adecuada gestión financiera y una adaptación constante a las cambiantes demandas del mercado.

5.2. CASO PRÁCTICO 2: Adquisiciones de AT&T

5.2.1. AT&T

AT&T Inc. es una compañía de telecomunicaciones, medios y tecnología con sede en Dallas, Texas, Estados Unidos. Ofrece una amplia gama de servicios que incluyen comunicaciones inalámbricas, banda ancha, telefonía fija y móvil, así como servicios de Internet. También se dedica a la producción y distribución de contenido en diversos formatos, como películas, televisión, juegos y medios digitales. Además, ofrece servicios de publicidad y entretenimiento. La compañía opera en diferentes regiones del mundo, incluyendo Asia-Pacífico, Norteamérica, Europa, Oriente Medio, África, Latinoamérica y el Caribe y comercializa sus servicios bajo diversas marcas (Global Data, s.f.).

En los últimos diez años, el S&P 500 ha superado la rentabilidad de los accionistas de AT&T en más de 100 puntos porcentuales. Este bajo rendimiento puede ser explicado por la estrategia de M&A que ha llevado a cabo AT&T en los últimos años. La compañía se ha introducido en muchos nuevos mercados a través de una serie de compras por un total de más de 200.000 millones y su rendimiento operativo ha empeorado notablemente (Elliott Management Corporation, 2019). A pesar de estas pérdidas, AT&T cuenta con una cartera de activos de primera categoría, cada uno de ellos con una posición dominante en el mercado y valorados actualmente a niveles históricamente bajos (Elliott Management Corporation, 2019).

5.2.2. Operaciones de AT&T

AT&T ha adoptado una estrategia de fusiones y adquisiciones muy particular. A través de una serie de transacciones por un total de más de 200.000 millones de dólares, AT&T se ha expandido a numerosos mercados y se ha convertido en una empresa muy diversificada (Elliott Management Corporation, 2019). Algunos ejemplos de las cuestionables fusiones y adquisiciones realizadas recientemente por AT&T son las siguientes:

T-Mobile:

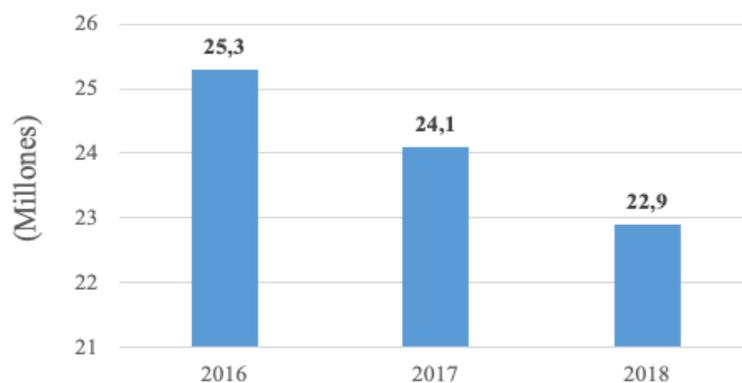
Uno de los acuerdos más perjudiciales ha sido una adquisición que no se llegó a realizar. En 2011, AT&T intentó adquirir T-Mobile por un valor de 39.000 millones de dólares. En aquel momento, T-Mobile era un competidor posicionado por debajo de AT&T y Verizon. Una vez se publicó la transacción, el regulador de la competencia bloquearía el acuerdo y las partes rescindieron. Desafortunadamente para AT&T y para el sector, AT&T pagó la mayor comisión de separación de la historia (Elliott Management Corporation, 2019). La empresa se enfrentó a un coste de 4.000 millones de dólares debido a la decisión de abandonar el proyecto (El País, 2011). Además, le dio a T-Mobile un acuerdo de itinerancia de siete años y la valiosa visión que necesitaba para pasar de ser un competidor en dificultades a la potente fuerza que es hoy (Elliott Management Corporation, 2019).

DirectTV:

En 2014, AT&T anunció la compra de DirectTV por un valor de 67.000 millones de dólares, convirtiéndose en el mayor operador de televisión de pago de Estados Unidos. Según Randall Stephenson, presidente y consejero delegado de AT&T, “La combinación de DIRECTV con AT&T tiene como objetivo ofrecer a los clientes más opciones de entretenimiento de vídeo integradas con el servicio de Internet móvil y de alta velocidad.” (AT&T, 2015). La dirección de AT&T creía que la televisión de pago era un negocio muy sólido y bueno y consideraban que el conjunto diversificado de negocios y capacidades

(televisión, internet y telefonía) les diferenciaría de la competencia (AT&T, 2015). Sin embargo, en los años siguientes a la adquisición, el ecosistema de la televisión de pago ha estado en declive y los suscriptores de DirectTV disminuyeron notablemente debido a la creciente competencia los que afectó negativamente los ingresos de AT&T. Los suscriptores de la televisión de pago disminuyeron en un 15% desde 2016 (Trefis, 2019). Desafortunadamente, AT&T adquirió DirectTV cuando el mercado de la televisión por cable estaba en su cumbre. Esta bajada en el mercado de la televisión por cable ha tenido una repercusión negativa en la rentabilidad del acuerdo (Elliott Management Corporation, 2019). En la siguiente figura, se presenta una representación gráfica de la bajada de suscriptores que ha tenido lugar en el sector de la televisión de pago los años posteriores a la adquisición de DirectTV:

Figura VI: Suscriptores de televisión de pago de AT&T



Fuente: Trefis (2023)

Time Warner:

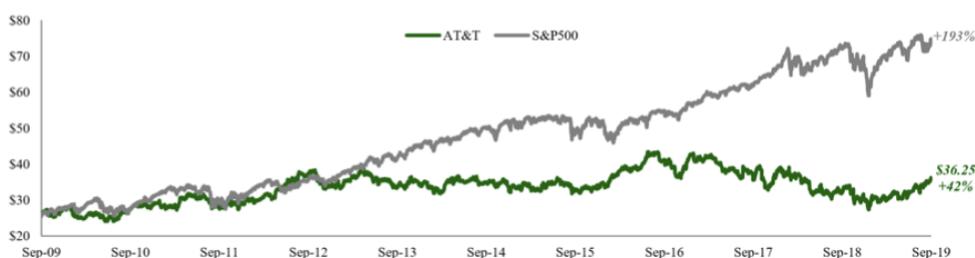
En 2016, AT&T realizó la adquisición de Time Warner por un valor de 85.000 millones de dólares, su mayor adquisición hasta el momento. A través de la adquisición, la compañía amplió su variedad de contenidos y se expandió en el sector de medios y entretenimiento. Marcas como HBO, Warner Bros, CNN y Turner Broadcasting pasaron a ser de su propiedad (Asenjo, 2018). A pesar de que Time Warner sigue siendo una franquicia poderosa hoy en día, hay ciertas dudas acerca de los beneficios de esta transacción. Incluso Jeff Bewkes, el CEO que vendió Time Warner a AT&T alegó que la integración vertical de ambas compañías era una “premisa bastante sospechosa” (Elliott

Management Corporation, 2019). Adicionalmente, la adquisición resultó en una carga significativa de deuda para AT&T, ya que tuvo que emitir una gran cantidad de bonos para financiar la transacción. La deuda de AT&T se situó en casi 180.000 millones de dólares, distribuida en diversos instrumentos y métodos de financiamiento (Orgaz, 2019).

5.2.3. Evaluación de las operaciones

AT&T ha llevado a cabo una estrategia de M&A atípica en la que ha buscado diversificarse a través de sus adquisiciones y formar conglomerados. Esta estrategia, es más característica de una época anterior y se aleja del planteamiento articulado por el presidente y consejero delegado de AT&T en 2007: “Cuando exista la tentación de querer lanzarse a áreas que no estén estrechamente ligadas a nuestros puntos fuertes o que vayan a distraernos de un enfoque operativo, eso no ocurrirá”. (Elliott Management Corporation, 2019, p.7). Además, dicha estrategia no solo ha contribuido a una bajada del rendimiento bursátil de la compañía, tal y como podemos observar en la **figura V**, sino que también ha generado distracciones que han afectado el rendimiento de la compañía negativamente (Elliott Management Corporation, 2019; AT&T, 2022).

Figura VII: Cotización de AT&T en comparación al índice S&P 500



Fuente: Elliott Management Corporation (2019)

AT&T se ha enfrentado a varios desafíos que han afectado al desempeño de la compañía. En primer lugar, a pesar de obtener la exclusividad en la distribución del iPhone en 2017, la empresa no logró expandir su infraestructura de manera adecuada para satisfacer la creciente demanda, lo que generó desconfianza en su red y una insatisfacción en sus clientes. Además, AT&T se quedó atrás en la implementación del 4G LTE en comparación con su principal competidor, Verizon, lo que resultó en una reputación

inferior en términos de calidad de red. Por último, mientras sus competidores tenían estrategias de posicionamiento claras y diferenciadas, AT&T carecía de un enfoque distintivo, lo que llevó a una pérdida de cuota de mercado frente a competidores más fuertes, tal y como se puede observar en el **Anexo 2** (Elliott Management Corporation, 2019).

A diferencia de su competidor Verizon, AT&T ha pasado de ser una empresa enfocada exclusivamente en telecomunicaciones a convertirse en una compañía de medios de comunicación diversificada (Elliott Management Corporation, 2019). La falta de coherencia en la estrategia de fusiones y adquisiciones de AT&T, junto con el bajo rendimiento operativo, ha afectado negativamente sus resultados financieros y, por lo tanto, la rentabilidad de sus accionistas (ver **Anexo 3**).

5.2.4. Resultado y Conclusiones

Debido a la gran cantidad de cambios que se han producido en AT&T en los últimos años, podemos concluir que la empresa se ha convertido en una empresa muy difícil de administrar y comprender tanto para sus accionistas como para sus directivos. (Elliott Management Corporation, 2019). La compañía se ha enfrentado a varios desafíos en su gestión que han dado lugar a una destrucción de valor para sus accionistas.

Para comenzar, su enfoque estratégico en M&A ha resultado en una gran diversificación y complejidad operativa. La empresa ofrece servicios en una variedad de unidades de negocios muy complejas. AT&T se ha expandido en una amplia gama de negocios, incluidos medios de comunicación, televisión de pago y telecomunicaciones. Además, está trabajando en entornos en los que no tiene experiencia previa y compite a gran escala con otros competidores grandes, bien posicionados y financiados. La falta de especialización ha afectado el rendimiento operativo y financiero de AT&T, así como la capacidad de sus directivos para administrar cada unidad de negocio de manera efectiva (Elliott Management Corporation, 2019). Las adquisiciones, como el intento de compra de T-Mobile, la adquisición de Time Warner y la adquisición de Direct TV, han generado un alto coste para la empresa, un alto nivel de apalancamiento y una disminución en la rentabilidad. Debido a su falta de especialización y falta de posicionamiento diferencial frente a otros competidores, la empresa también ha perdido cuota de mercado.

Asimismo, para llevar a cabo las adquisiciones, la empresa ha asumido grandes niveles de deuda. Los altos niveles de deuda pueden aumentar el riesgo financiero de la empresa y desestabilizarla, impactando negativo en su rendimiento y el valor generado para los accionistas. Esto, unido a la complejidad de evaluar el negocio por parte de los accionistas en la actualidad, está impulsando el abandono de esta inversión. (Elliott Management Corporation, 2019).

6. CONCLUSIONES

Tras el estudio realizado a cerca de la creación de valor que se produce en los procesos de fusiones y adquisiciones (M&A), podemos concluir que, con un enfoque estratégico adecuado, una estimación correcta de las sinergias y un plan de integración coherente, las fusiones tienden a generar valor para el accionista. Aunque no existen factores específicos que garanticen la creación de valor en las operaciones de M&A, a lo largo de este estudio se identifican una serie de elementos y factores clave que contribuyen a facilitarla.

En primer lugar, las empresas deben tener un enfoque estratégico adecuado. Esto implica identificar una empresa objetivo (*target*) que esté alineada con los objetivos estratégicos de la empresa adquirente y cumpla con una serie de requisitos específicos. Una vez se ha identificado a un *target* adecuado, la estimación precisa de los beneficios económicos y operativos esperados de la fusión de empresas, también conocida como sinergias, es fundamental para generar valor en este tipo de operaciones. Una sobreestimación de estas sinergias puede dar lugar a una pérdida de valor para la empresa compradora. Por este motivo, es clave realizar una estimación correctamente los flujos de caja futuros que se obtendrán una vez se haya realizado la operación. Por el contrario, si los directivos basan la operación de fusión/adquisición en motivos distintos a la obtención de sinergias, como la diversificación o la compra de empresas infravaloradas sin un claro fundamento, o deciden adquirir una empresa simplemente por el uso de fondos excedentes, para satisfacer sus intereses personales o para imitar a otras empresas competidoras, es muy probable que no se genere una creación de valor evidente y, por lo tanto, no se justifique la prima pagada por la operación. Además, es fundamental que la empresa compradora cuente con un plan sólido y una gestión eficiente durante todo el proceso de integración. Se deben evitar problemas de integración que puedan surgir a partir de las diferencias culturales entre las organizaciones involucradas, la ausencia de un liderazgo efectivo, la falta de experiencia en el sector objetivo, la falta de alineación estratégica, la incompatibilidad de las tecnologías y la ausencia de una comunicación clara.

Para analizar la creación de valor en una operación de M&A, idealmente, se deben considerar varios factores difíciles de cuantificar. Sin embargo, la única forma objetiva que tenemos para cuantificar la creación de valor en este tipo de operaciones es midiendo el rendimiento financiero y económico de la compañía. En ocasiones, resulta complejo de determinar si se ha creado y destruido valor tras una fusión/adquisición, ya que en el precio de la acción pesan muchos factores. Asimismo, las empresas pueden estar operando en un mercado en recesión por lo que una pérdida en la cuota de mercado de ambas compañías puede dar la impresión de una pérdida de valor. Por ello, aunque no se pueda determinar con exactitud la creación de valor en una operación de M&A, el uso de diversas medidas financieras nos proporciona una aproximación que nos permite evaluar si se ha generado o destruido valor en dicha operación.

En la mayoría de los casos, los compradores suelen obtener una rentabilidad razonable en relación con los riesgos asumidos. Si bien, el fracaso en las operaciones de M&A se produce en un porcentaje pequeño, ya que los compradores suelen obtener una rentabilidad razonable con relación a los riesgos asumidos. Aunque el fracaso en estas operaciones es poco frecuente, cuando ocurre puede resultar en una destrucción de valor de mercado, inestabilidad financiera, deterioro del posicionamiento estratégico, debilidades organizativas, daño a la reputación y violación de normas éticas y legales, entre otros.

Las pérdidas de valor en M&A suelen ser el resultado de errores en la planificación, ejecución y gestión de la transacción. Dos ejemplos de operaciones de M&A en las que se han destruido valor son las realizadas por Disney y AT&T. En el caso de Disney, se observa un sobrepago por los activos de Fox debido a una incorrecta estimación de las sinergias, un bajo rendimiento operativo debido a una mala gestión por parte de los directivos, altos niveles de endeudamiento y problemas de rentabilidad en el negocio de *streaming*. Esto ha conducido a Disney a un deficiente desempeño económico y a una baja rentabilidad para los accionistas en comparación al S&P 500. En el caso de AT&T, se evidencia una diversificación sin un motivo estratégico claro, adquiriendo compañías inconexas en sectores donde los directivos no tenían experiencia previa, lo que ha generado una alta complejidad operativa. Además, presentan altos niveles de apalancamiento. Esta falta de especialización y posicionamiento diferencial en el

mercado frente a otros competidores conduce a un bajo rendimiento financiero, reflejado en la evolución de la cotización de AT&T y, por tanto, la rentabilidad para los accionistas.

En conclusión, las operaciones de M&A suelen fortalecer a las empresas involucradas si se realiza un análisis adecuado, se calculan de manera correcta las sinergias y se implementan de manera exitosa con un correcto plan de integración. Sin embargo, es importante tener en cuenta que el proceso de M&A es un muy complejo y requiere tiempo por lo que una planificación estratégica sólida y una implementación cuidadosa son esenciales para el éxito en este tipo de operaciones.

El presente estudio sobre la creación de valor en las fusiones y adquisiciones proporciona una base sólida para futuras investigaciones en esta área. Sin embargo, es importante reconocer algunas debilidades que presenta este trabajo como la dificultad para cuantificar todos los factores que influyen en la creación de valor en este tipo de transacciones. Esto deja espacio para que investigadores futuros exploren métodos y medidas más sofisticadas para determinar la creación de valor en este tipo de operaciones. Los hallazgos de este estudio pueden ser relevantes para ejecutivos y profesionales involucrados en fusiones y adquisiciones, ya que les proporciona una guía para para planificar y ejecutar con éxito sus operaciones, además de ver si es conveniente realizar una fusión o adquisición dentro de la industria

7. BIBLIOGRAFÍA

Asenjo, A. (15 de junio, 2018). *AT&T completa la compra de Time Warner por 85.000 millones de dólares*. Business Insider. Recuperado de <https://www.businessinsider.es/att-completa-compra-time-warner-85000-millones-dolares-264025> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

AT&T (24 de Julio, 015). *AT&T Completes Acquisition of DIRECTV*. AT&T. Recuperado de https://about.att.com/story/att_completes_acquisition_of_directv.html [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

Barclays Equity Research. (2022). Does M&A create value?

Bloomberg (14 de Octubre, 2002). *Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off*. Bloomberg. Recuperado de <https://www.bloomberg.com/news/articles/2002-10-13/mergers-why-most-big-deals-dont-pay-off#xj4y7vzkg> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

Bruner, R. F. (2005). *Deals from Hell: M&A Lessons that Rise Above the Ashes*. https://learning.oreilly.com/library/view/deals-from-hell/9780470452592/levi_9780470527740_oeb_tp_r1.html

De la Rosa Molina, A. M. (2007). *Fusiones y adquisiciones en la Industria de las Telecomunicaciones a Nivel Mundial: Factores Clave del Éxito*. [Tesis doctoral, Instituto Tecnológico y de estudios superiores de Monterrey]. <https://repositorio.tec.mx/bitstream/handle/11285/629147/33068001020904.pdf?sequence=1>

El País (19 de Diciembre, 2011). *AT&T tira la toalla en la compra de T-Mobile USA*. El País. Recuperado de https://elpais.com/economia/2011/12/19/actualidad/1324283591_850215.html [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

Elliott Management Corporation (2019). *Elliott Management Sends Letter to Board of Directors of AT&T*. Elliott Management Corporation. Recuperado de

<https://deadline.com/wp-content/uploads/2019/09/elliott-management-letter-to-board-of-directors-of-att.pdf> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. *IESE Business School - Universidad de Navarra*, 771, 1-49.
https://gc.scalahed.com/recursos/files/r161r/w25540w/D1FZ114_S7_R2.pdf

García Castillo, J. P. (2018). M&A para la creación de valor. *Review of Global Management*, 2(1), 11-12. <https://doi.org/10.19083/rgm.v2i1.659>

Global Data (s.f.). AT&T Inc: Overview [Dataset]. *Global Data*. Recuperado de <https://www.globaldata.com/company-profile/att-inc/> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

Kumar, B.R. (2012). Mergers and Acquisitions in the Telecommunications Industry. *Mega Mergers and Acquisitions*. (60-95). Palgrave Macmillan.
https://doi.org/10.1057/9781137005908_2

Navío-Marco, J., Solórzano-García, M., Matilla-García, M., & Urueña, A. (2016). Language as a key factor of long-term value creation in mergers and acquisitions in the telecommunications sector. *Telecommunications Policy*, 40(10-11), 1052-1063.
https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0308596116300714?casa_token=YLIUjCIyD1oAAAAA:azFquBbQdV_mVOpewsQLzAkX7tRK2UeGoLW1T33GIECvqYs9kcYSc_8Y9nnPfkj2BDWVdzlb

Orgaz, C. J. (18 de diciembre, 2019). *Cómo AT&T se convirtió en la empresa más endeudada del mundo (y qué tiene que ver HBO con ello)*. BBC News Mundo. Recuperado de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-50843094> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

Park, M. C., Yang, D. H., Nam, C., y Ha, Y. W. (2002). Mergers and acquisitions in the telecommunications industry: Myths and reality. *Etri Journal*, 24(1), 56-64.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.4218/etrij.02.0102.0106>

- Parra Barrios, A (2013). Valoración de empresas: Métodos de valoración. *Contexto*, Vol. (2), 87-100. Recuperado de <http://contexto.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/viewFile/44/341> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]
- Pérez-Íñigo, J. M. (2019). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Ecobook. Editorial del Economista. 2011. <https://books.google.com/books?hl=es&lr=&id=nh3JDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA74&dq=fusiones+y+adquisiciones+y+valoracion+de+empresas+juan+mascarena+perez+i+ñigo+&ots=35ExbM8JQI&sig=bOeKgaOwikwUEDs9YNYkCop7CLk> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]
- PitchBook. (s. f.). *21st Century Fox Company Profile: Acquisition & Investors*. Pitchbook. Recuperado de <https://pitchbook.com/profiles/company/57961-99#overview>https://gc.scalahed.com/recursos/files/r161r/w25540w/D1FZ114_S7_R2.pdf [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]
- Reuters. (2019, 20 de marzo). *Disney closes \$71 billion acquisition of Twenty-First Century Fox's assets*. Reuters. Recuperado de <https://www.reuters.com/article/us-fox-m-a-disney-idUSKCN1R11OG> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]
- Rouleau, E. (2023, 6 de abril). *ANALYSIS: There Was No Sign of an M&A Market Rebound in Q1 2023*. Bloomberg Law. <https://news.bloomberglaw.com/bloomberg-law-analysis/analysis-there-was-no-sign-of-an-m-a-market-rebound-in-q1-2023> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]
- Statista (2023, 22 de mayo). Value of mergers and acquisition (M&A) transactions worldwide from 1985 to April 2023. Statista. [Fecha de acceso: 8 de junio, 2023]
- Statista. (2023, 30 de enero). *Price of AT&T shares 1990-2022*. Statista. Recuperado de <https://www.statista.com/statistics/823874/price-of-atandt-> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

Sudarsanam, P. S. (1996). *La esencia de las fusiones y adquisiciones*. Prentice Hall.

The Walt Disney Company (19 de julio, 2022). *The Walt Disney Family of Companies*. The Walt Disney Privacy Center. Recuperado de <https://privacy.thewaltdisneycompany.com/en/company-overview/> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

The Walt Disney Company (2019, 20 de marzo). *Disney and 21st Century Fox Announce per Share Value in Connection with \$71 Billion Acquisition*. The Walt Disney Company. Recuperado de <https://thewaltdisneycompany.com/disney-and-21st-century-fox-announce-per-share-value-in-connection-with-71-billion-acquisition/> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

Tracxn (2023, 25 de abril). *Acquisitions by The Walt Disney Company*. Tracxn. Recuperado de <https://tracxn.com/d/acquisitions/acquisitionsbyThe-Walt-Disney-Company> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

Trefis (2023). *Has AT&T's Acquisition Of DirecTV Lived Up To Its Expectations?*. [Dataset]. Recuperado de En <https://www.trefis.com/no-login-required/jCLrSbfJ/Has-AT%26T#39;s-Acquisition-Of-DirecTV-Lived-Up-To-Its-Expectations%3F?fromforbesandarticle=was-atts-acquisition-of-directv-a-mistake> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

Trefis (2019, 9 de agosto). *Was AT&T's Acquisition Of DirecTV A Mistake?*. Forbes. Recuperado de <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2019/08/09/was-atts-acquisition-of-directv-a-mistake/?sh=1e22794c47d3> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

Triam Fund Management. (2023). *Restore the Magic*. Recuperado de <https://issuu.com/davemave65/docs/triam-disney-presentation-01.11.23-1> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

UHY Fay & Co (s.f.). *Fases de un Proceso de Fusión y Adquisición*. Recuperado de <https://www.uhy-fay.com/blog/proceso-fusion-y-adquisicion/> [Fecha de acceso: 6 de junio, 2023]

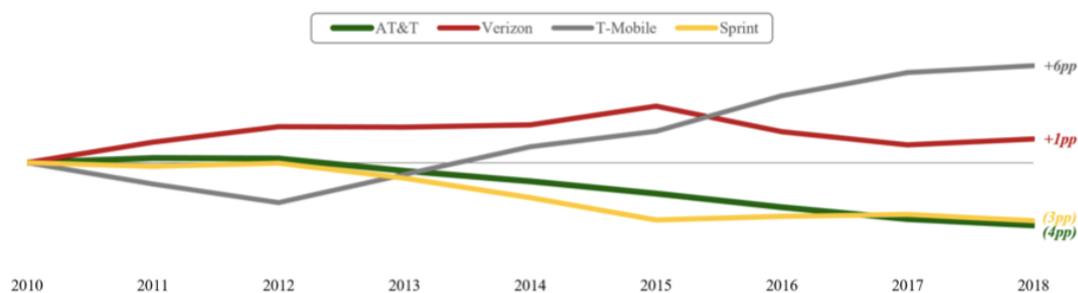
8. ANEXOS

Anexo 1: Adquisición de Fox por parte de Disney (sobrepago por los activos)

| \$bn | EV | 2018A EBITDA | EV / EBITDA Multiple |
|---|---------------|----------------------------|----------------------|
| Fox Equity Purchase Price (\$38/share)⁽²⁾ | \$71.3 | | |
| (+) Acquired Net Debt / (Cash) ⁽³⁾ | (\$0.6) | | |
| (-) Equity Investments ⁽⁴⁾ | (\$0.3) | | |
| Adj. Fox EV | \$70.4 | \$4.0⁽⁵⁾ | 17.6x |
| (-) RSN sale | (\$10.6) | (\$1.7) | 6.2x ⁽⁶⁾ |
| (-) Yes Network | (\$3.5) | (\$0.3) ⁽⁷⁾ | 10.4x |
| Remaining Fox EV | \$56.3 | \$2.0 | |
| (-) Hulu Stake ⁽⁸⁾ | (\$4.3) | | |
| Fox Traditional Media EV (Film/TV) | \$52.1 | \$2.0 | 26.5x |

Fuente: Triam Fund Management (2023)

Anexo 2: Evolución de la cuota de mercado de AT&T en comparación a sus principales competidores



Fuente: Elliott Management Corporation (2019)

Anexo 3: Precio de las acciones de AT&T negociadas en la Bolsa de Nueva York (1990-2022) (en dólares)



Fuente: Statista (2023)